

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Incentivos Financeiros e Capital de Risco no Financiamento de PME's em Angola

Maria Carlota de Jesus Van-Dúnem Sungo do Amaral e Silva

Doutoramento em Gestão, na especialidade de Estratégia e Desenvolvimento Empresarial

Orientador:
Prof. Doutor Pedro Fontes Falcão, Professor Auxiliar com Agregação.
ISCTE-IUL

Maio, 2024



**BUSINESS
SCHOOL**

Departamento de Gestão

Incentivos Financeiros e Capital de Risco no Financiamento de PME's em Angola

Maria Carlota de Jesus Van-Dúnem Sungo do Amaral e Silva

Doutoramento em Gestão, na especialidade de Estratégia e Desenvolvimento Empresarial

Júri:

Prof. Doutor Fernando Alberto Freitas Ferreira, Professor Catedrático, ISCTE-IUL
(Presidente do Júri)

Prof. Doutora Carla Susana da Encarnação Marques, Professora Catedrática, UTAD

Prof. Doutor Victor Maurílio Barros, Professor Auxiliar, ISEG

Prof. Doutora Tânia de Matos Gomes Marques, Professora Adjunta, IPLeiria

Prof. Doutor Renato Jorge Lopes da Costa, Professor Auxiliar com Agregação, ISCTE-IUL

Prof. Doutor Pedro Fontes Falcão, Professor Auxiliar com Agregação, ISCTE-IUL

Maio, 2024

Dedicatória

“Se o SENHOR não edificar a casa, em vão trabalham os que a edificam” Salmo 127:1

Aos meus Filhos,

Joelson e Elvira Tchissola.

Aos meus Netos,

Joelson Lukeny, Eurico Zion e Edjane Zahary.

Por todas as razões, a eles dedico este trabalho.

Agradecimentos

À minha Mãe, Elvira Van-Dúnem, ao meu Pai, Pedro Sungo (em memória), aos meus Filhos, Joelson e Elvira, aos meus Netos, Joelson Lukeny, Eurico Zion e Edjane Zahary, ao meu Esposo, Amaral Júnior e demais familiares e amigos, pelo apoio e incentivo.

Ao meu Orientador, Professor Doutor Pedro Fontes Falcão e demais individualidades que, direta ou indiretamente, contribuíram para a elaboração desta Dissertação.

À todos que se dignaram conceder-me entrevista e partilhar o seu testemunho sobre o tema, “Incentivos Financeiros e Capital de Risco no Financiamento de PME's”, o meu apreço e gratidão. De modo especial agradeço aos Sócios, Gestores e Trabalhadores, das empresas Tupuca, Angocaju e Hybris Soluções, pela disponibilidade e partilha, no âmbito da pesquisa.

Resumo

A dificuldade na captação de financiamento constitui uma das principais causas do elevado nível de mortalidade precoce das empresas angolanas. Destarte, para mitigar o défice de financiamento e fomentar o desenvolvimento de PME's, o Governo angolano tem implementado várias Políticas de incentivo ao empoderamento do tecido empresarial. O presente trabalho tem como objetivo aprofundar a pesquisa sobre os efeitos dos incentivos financeiros e do capital de risco no desenvolvimento empresarial e demonstrar o seu impacto, bem como a eficácia da sua utilização, enquanto instrumentos de financiamento, no desenvolvimento das PME's. Assim, após uma revisão da literatura e entrevistas, foi realizada uma análise empírica, tendo como método de recolha de dados, o questionário e entrevistas semiestruturadas realizadas a 3 empresas, no âmbito do método de estudo de múltiplos casos. Neste contexto, estudou-se de que forma o capital de risco e os incentivos financeiros servem de veículos de concessão de fundos à disposição das PME's e como a execução destes recursos potencia o desenvolvimento das empresas. A conclusão é que os Incentivos Financeiros e o Capital de Risco constituem instrumentos catalisadores do desenvolvimento empresarial em Angola. Acreditamos que as considerações e recomendações resultantes do trabalho realizado poderão ser úteis para a geração de políticas públicas com o enfoque no desenvolvimento das PME's, de diversos países, principalmente de países subdesenvolvidos, assim como para as PME's desses países. O estudo pode também servir de base para outros investigadores estudarem o impacto dos incentivos financeiros e do capital de risco no desenvolvimento empresarial noutras geografias.

Palavras-chave: Fontes de Financiamento; Capital de Risco; Incentivos Financeiros e Desenvolvimento Empresarial; Angola.

Abstract

The difficulty in attracting financing is one of the main causes of the high level of early mortality of Angolan companies. Thus, to mitigate the financing deficit and foster the development of SMEs, the Angolan Government has implemented several policies to encourage the empowerment of the business fabric. The present work aims to deepen the research on the effects of financial incentives and venture capital on business development and to demonstrate their impact, as well as the effectiveness of their use, as financing instruments, in the development of SMEs. Thus, after a literature review and interviews, an empirical analysis was carried out, using the questionnaire and semi-structured interviews conducted with 3 companies as the method of data collection, within the scope of the multiple case study method. In this context, it was studied how venture capital and financial incentives serve as vehicles for granting funds available to SMEs and how the use of these resources enhances the development of companies. The conclusion is that Financial Incentives and Venture Capital are catalytic instruments for business development in Angola. We believe that the considerations and recommendations resulting from the work carried out can be useful for the generation of public policies with a focus on the development of SMEs in several countries, especially underdeveloped countries, as well as for SMEs in these countries. The study can also serve as a basis for other researchers to study the impact of financial incentives and venture capital on business development in other geographies.

Keywords: Sources of Financing; Venture Capital; Financial Incentives and Business Development; Angola.

Índice Geral

Introdução	1
<i>Estruturação do Trabalho</i>	4
Capítulo 1 – Revisão da Literatura	7
1.1. Fontes de Financiamento no Contexto Empresarial	7
1.1.1. Tipologia e Caracterização	7
1.1.2. Fontes de Financiamento com Capital Próprio.....	9
1.1.3. Fontes de Financiamento com Capital Alheio.....	10
1.2. Capital de Risco.....	14
1.2.1. Definição, Origem e Lógica da Aplicação.....	14
1.2.2. Vantagens, Desvantagens e Tipologia	36
Capítulo 2 – Enquadramento	45
2.1. Incentivos Financeiros à Luz dos Programas Angola Investe e PRODESI.....	45
2.2. Incentivos Financeiros no Desenvolvimento Empresarial	53
2.2.1. Pressupostos Teóricos.....	53
2.2.2. Pressupostos Fundamentais do Programa Angola Investe	59
2.3. Sistema Financeiro Angolano – Conjuntura e Desafios	60
2.3.1. Perspetiva Histórica.....	60
2.3.2. Evolução e Caracterização do Setor Bancário.....	64
2.3.3. Evolução e Caracterização do Setor Segurador.....	68
2.4. O Capital de Risco como Instrumento de Financiamento	74
2.4.1. Conjuntura e Fatores de Constrangimento	74
2.4.2. O Fomento Empresarial Através do Capital de Risco	77
Capítulo 3 – Realização e Tratamento da Pesquisa Empírica.....	85
3.1. Formulação da Hipótese e Objeto do Trabalho de Investigação	85
3.1.1. Questões de Pesquisa	85
3.1.2. Objeto da Investigação	85
3.2. Método de Recolha e Tratamento de Dados da Pesquisa.....	86
3.2.1. Método da Pesquisa.....	86
3.2.2. Delimitação da Pesquisa.....	89
3.3. Detalhe do Método da Pesquisa.....	89
Capítulo 4 – Análise e Discussão de Resultados	103
Capítulo 5 – Conclusões, Limitações e Investigação Futura	135
Fontes	i
Referências Bibliográficas	iii

Índice de Quadros

QUADRO 1: DIFERENÇAS ENTRE AS FONTES DE FINANCIAMENTO.....	13
QUADRO 2: RESENHA DA EVOLUÇÃO DE ESTUDOS SOBRE A INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA.....	19
QUADRO 3: SÍNTESE DE ABORDAGENS SOBRE CAPITAL DE RISCO	30
QUADRO 4: CRITÉRIOS IDENTITÁRIOS PARA CLASSIFICAÇÃO DAS MPME'S	51
QUADRO 5: ESTRUTURA DOS DEPÓSITOS NO SETOR BANCÁRIO ANGOLANO (2022)	65
QUADRO 6: CRÉDITO CONCEDIDO PELO SETOR BANCÁRIO ANGOLANO (2022).....	67
QUADRO 7: ÍNDICE DE PENETRAÇÃO DO SEGURO EM ANGOLA	69
QUADRO 8: DENSIDADE DO SEGURO EM ANGOLA (VALORES EM AKZ)	70
QUADRO 9: QUOTA DO MERCADO DO SEGURADOR ANGOLANO.....	70
QUADRO 10: TAXA DE PENETRAÇÃO DOS FUNDOS EM ANGOLA	72
QUADRO 11: DENSIDADE DOS FUNDOS EM ANGOLA (VALORES EM AKZ)	72
QUADRO 12: QUESTIONÁRIO (PARTE I – CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA).....	91
QUADRO 13: QUESTIONÁRIO (PARTE II – FINANCIAMENTO BANCÁRIO).....	91
QUADRO 14: QUESTIONÁRIO (PARTE III – FINANCIAMENTO ATRAVÉS DO CAPITAL DE RISCO) ..	93
QUADRO 15: EMPRESAS CERTIFICADAS PELO INAPEM (2012 À 2017)	107
QUADRO 16: VARIAÇÃO ANUAL DA CERTIFICAÇÃO DE EMPRESAS.....	108
QUADRO 17: FORMAÇÕES ANUAIS REALIZADAS PELO INAPEM	109

Índice de Figuras

FIGURA 1: MATURIDADE DO FINANCIAMENTO	8
FIGURA 2: FONTES DE FINANCIAMENTO	8
FIGURA 3: ELEMENTOS BÁSICOS PARA INVESTIMENTO VIA CAPITAL DE RISCO	26
FIGURA 4: FORMAS DE OPERACIONALIZAÇÃO DO CAPITAL DE RISCO	41
FIGURA 5: INSTRUMENTOS DE APOIO AO DESENVOLVIMENTO DAS MPME'S	50
FIGURA 6: ÓRGÃOS SUPERVISORES E ENTIDADES SUPERVISIONADAS DO SISTEMA FINANCEIRO	61
FIGURA 7: FLUXOGRAMA DA INFORMAÇÃO FINANCEIRA PARA TOMADA DE DECISÕES	98
FIGURA 8: DECISÕES BÁSICAS DA GERÊNCIA	103
<i>FIGURA 9: COMPONENTES DO CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL</i>	104
FIGURA 10: EMPRESAS CERTIFICADAS PELO INAPEM ENTRE 2012 E 2017	107
FIGURA 11: EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE EMPRESAS CERTIFICADAS ENTRE 2012 E 2017	108
FIGURA 12: EVOLUÇÃO ANUAL DAS AÇÕES FORMATIVAS REALIZADAS PELO INAPEP	109
FIGURA 13: PREMISSAS PARA ACESSO AO CRÉDITO NO ÂMBITO DO PROGRAMA ANGOLA INVESTE	110
FIGURA 14: TUPUCA – PARCEIROS DE NEGÓCIO	115
FIGURA 15: VANTAGENS DO FINANCIAMENTO ATRAVÉS DE CAPITAL DE RISCO – TUPUCA	116
FIGURA 16: TUPUCA–MARCOS RELEVANTES	117
FIGURA 17: PRINCIPAIS PILARES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO TUPUCA, S.A.	118
FIGURA 18: VANTAGENS DO ACESSO AO PROGRAMA ANGOLA INVESTE – ANGOCAJU, LDA.	122
FIGURA 19: PRINCIPAIS PILARES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA ANGOCAJU, LDA.	123
FIGURA 20: ANGOCAJU–MARCOS RELEVANTES ENTRE A CONSTITUIÇÃO E O INÍCIO DAS VENDAS	124
FIGURA 21: ESTRUTURA DO QUADRO DE PESSOAL (GÉNERO)	125
FIGURA 22: EVOLUÇÃO DAS VENDAS ANUAIS – ANGOCAJU, LDA.	126
FIGURA 23: HYBRIS SOLUÇÕES –MARCOS RELEVANTES ENTRE A CONSTITUIÇÃO E O INÍCIO DA ACTIVIDADE	127
FIGURA 24: EIXOS ESTRATÉGICOS DO MODELO DE NEGÓCIOS & ATIVIDADES DA HYBRIS SOLUÇÕES	128
FIGURA 25: PRINCIPAIS PILARES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA HYBRIS SOLUÇÕES, S.A.	129
FIGURA 26: VANTAGENS DO ACESSO AO PROGRAMA ANGOLA INVESTE – HYBRIS	132

Introdução

Justificação da Escolha do Tema

O capital de risco é uma relevante fonte de financiamento, no contexto do empreendedorismo, (Wohler & Haase, 2022) onde se encontram empresas recém-constituídas, com elevado potencial de retorno do capital investido, porém, igualmente com elevada procura de capital e alto risco intrínseco, com dificuldades de cobrir sobretudo as necessidades de recursos no período entre a implementação da ideia básica do negócio e o início da comercialização (Michelfelder et al., 2022).

Nos últimos anos e sobretudo após os sinais da crise financeira de 2008, verificou-se a subida vertiginosa do custo do recurso ao crédito, bem como, o agravamento das suas condições, como resposta ao elevado nível da volatilidade e, da degradação do contexto socioeconómico na maioria dos países, mormente, daqueles cuja economia se encontra demasiado exposta às adversidades da conjuntura económica mundial, como tem sido o caso de Angola, em decorrência da oscilação (com tendência predominante para a “queda”, notando-se, contudo, uma acentuada e exponencial recuperação, desde o início da Guerra Russo-Ucraniana), do preço do barril de petróleo e, da dependência da economia nacional desta *commodity*, enquanto principal fonte de receita do País.

Tal tendência de declínio do preço do barril do petróleo, tornou-se mais expressiva no decurso do primeiro semestre de 2020, chegando a tarifa de USD 20,00 por barril, face ao surgimento em 2019 na China, do surto do COVID 19, o qual além de ceifar milhões de vidas humanas em todo mundo, provocou avultados desequilíbrios económicos e financeiros ao nível da economia mundial, em resposta às falências de empresas e por conseguinte, elevado índice de desemprego e redução dos rendimentos das famílias, associado à baixa do consumo, devido ao confinamento social, expresso no Estado de Emergência instituído por vários países à escala mundial, para a contenção da pandemia, responsável pela desaceleração económica, acima dos 5%, conforme previsão adiantada pelo Banco Mundial.

Outrossim, em Angola, independentemente do surto do COVID 19, o índice de mortalidade das empresas sempre foi elevado, tendo como razão fatores de várias ordens, constando de entre estes, a insolvabilidade financeira e a ineficiência na implementação e gestão dos planos de negócios preconcebidos.

Por outro lado, pretendeu-se neste trabalho atestar os benefícios do alinhamento entre políticas de incentivo financeiro e, a atuação do capital de risco, como instrumentos de financiamento de pequenas e médias empresas em Angola. Tal pretensão deve-se ao facto de termos constatado que a lógica do financiamento disponibilizado às empresas em sede dos Programas de incentivo do Estado, comporta consideráveis níveis de bonificações, razão pela qual em muitos casos não existe o compromisso da rentabilização do capital colocado a disposição do empresário, resultando para o banco credor, os constrangimentos da gestão de elevados níveis de crédito-mal-parado. O investimento através de capital de risco compreende a execução de operações de financiamento na fase inicial do negócio, bem como a monitorização ou supervisão a médio prazo, antes da eventual saída de capital, para a salvaguarda da rentabilidade do capital investido. O défice de liquidez pode ser mitigado através de fontes complementares, como o capital de risco, que oferece opções de financiamento inovadoras e promove a geração e manutenção de start-ups (Frimpong et al., 2022). Porém, as operações quer sejam de financiamento ou de saída do negócio no âmbito do capital de risco, comportam procedimentos complexos de natureza financeira, razão pela qual, as instituições de capital de risco investem nas suas start-ups, no recrutamento de gerentes e promovem ações de consultoria, para o aconselhamento em matéria de gestão, finanças, transmissão de *know how* e competência necessárias no âmbito das ações de capital de risco (Wang et al., 2023).

O alinhamento decorrente de políticas que combinem incentivos financeiros e o capital de risco, pela natureza da sua atuação, mormente deste último, pode vir a estimular a lógica da rentabilização do capital investido no negócio, bem como a geração de valor acrescentado e o crescimento sustentável das empresas, por força da ação do mercado e, não apenas pela ação de financiamentos via créditos bonificados, resultante somente de incentivos financeiros do Estado.

Importa realçar que inicialmente a pesquisa de campo visava igualmente a realização de um estudo comparativo, o qual envolveria a realização de questionários também à empresários norte americanos, cujo negócio se tenha expandido através do recurso ao capital de risco. Porém, dada a atual conjuntura de insegurança e constantes ameaças de ações movidas por grupos terroristas, a totalidade de empresários norte-americanos contactados, mostrou-se indisponível para responder ao questionário.

Considerando que os Estados Unidos da América, no início dos anos 50, foram os primeiros a experimentar a realização de investimentos em empresas com elevado potencial de

crescimento, através de capital de risco, seria desejável analisar os contextos e retirar ilações que pudessem contribuir para impulsionar o surgimento de Sociedades de Capital de Risco, e proporcionar a expansão da cultura do financiamento por esta via, tendo em conta as vantagens, decorrentes deste instrumento, quer do ponto de vista de disponibilidade de recursos, como também de monitor da gestão da empresa participada. Neste sentido, registamos aqui, a principal limitação do presente trabalho, a qual poderá ser explorada, em pesquisas futuras, num contexto mais seguro e oportuno.

Formulação da Questão de Investigação

Considerando a conjuntura do país (Angola), a qual clama pela diversificação urgente da economia, onde o sector empresarial ocupa um lugar de capital importância, o cerne da questão de investigação é: *Como é que o capital de risco e o incentivo financeiro contribuem para o desenvolvimento de pequenas e médias empresas?*

A questão deriva do facto de se ter constatado no âmbito da pesquisa, que em Angola, a maioria das empresas, sobretudo as de micro, pequena e média dimensão, não se financiam no mercado, mas sim por via de programas estruturados pelo Governo, os quais têm como desiderato, estimular a emergência da cultura empresarial, para alavancar a economia e incentivar a diversificação. É neste contexto que surgiu o Programa Angola Investe, cuja finalidade foi servir de plataforma de incentivo e impulso no arranque e sustentabilidade da atividade de micro, pequenas e médias empresas em Angola, tendo mais tarde sido descontinuado, para dar lugar ao Programa de Apoio à Produção, Diversificação das Exportações e Substituição das Importações – PRODESI.

Importa realçar que, abordar a temática “Capital de Risco” e “Incentivos financeiros” como sendo ambos instrumentos catalisadores do financiamento de pequenas e médias empresas, decorre da perspectiva de termos na base de investigação da presente Tese, o Programa Angola Investe, o qual comportou nas suas linhas de força, os incentivos financeiros e fiscais, bem como, a ação do Capital de risco, como alavanca para o fomento e desenvolvimento das micro, pequenas e médias empresas. Assim, mesmo distintos quanto a sua proveniência, tendo em conta que os incentivos financeiros grosso modo são abordados numa perspectiva de origem do sector público, enquanto o capital de risco se consubstancia ao sector privado, constituem ambos, vetores da nossa investigação, com base nos pressupostos do Programa Angola Investe.

Deste modo, o propósito do presente trabalho cinge-se em termos específicos, na identificação das fontes de financiamento e dos incentivos financeiros, à disposição das empresas e o seu impacto no desenvolvimento das PME's. Por outro lado, o trabalho centra-se de igual modo, na aferição da contextualização do Capital de Risco em Angola, em sede da necessidade de financiamento das empresas, considerando que, os capitais de risco (VC) atuam como catalisadores do surgimento e crescimento de novas indústrias, através do fornecimento fundos de risco para as empresas em fase de arranque, favorecendo a melhoria do seu desempenho no mercado (Miyamoto, et al. 2023).

Estruturação do Trabalho

O presente trabalho, tem como cerne a investigação sobre os Incentivos Financeiros e Capital de Risco como instrumentos de Financiamento ao Desenvolvimento Empresarial, e é composto fundamentalmente por duas Partes, sendo a primeira, na sua essência, dedicada à abordagem teórica dos conceitos consubstanciados às fontes de financiamento e ao capital de risco. A segunda parte, apesar de conter o enquadramento teórico de conceitos essenciais ao tema do trabalho, nomeadamente, incentivos financeiros, Empresa, Empresário e Desenvolvimento Empresarial, é na sua essência, dedicada ao tratamento do resultado da pesquisa documental e empírica.

Nesta senda, na primeira parte e em sede da discussão teórica foram elencadas as tipologias e a caracterização das fontes de financiamento no contexto empresarial e analisadas as abordagens existentes sobre capital de risco, em várias vertentes, nomeadamente, quanto a sua definição, lógica de aplicação, vantagens e desvantagens.

Na segunda parte, o foco da Investigação recaiu sobre o seguinte:

- a) Abordagem dos pressupostos teóricos relativos ao Desenvolvimento Empresarial e os Incentivos Financeiros, à luz do paradigma do Programa Angola Investe, o qual por razões de inconformidade conjuntural, foi atualizado e substituído pelo Programa de Apoio à Produção, Diversificação das Exportações e Substituição das Importações – PRODESI.
- b) Apresentação do resultado da investigação documental e empírica, que envolve o modelo de estudo de caso, relativamente à análise das fontes de financiamento de pequenas e médias empresas, beneficiadas pelas políticas de incentivo financeiro, por um lado e, financiadas através do capital de risco, por outro lado.

- c) Identificação das bases existentes em Angola, concernente às ações subjacentes ao Capital de Risco e aferição dos constrangimentos, que impedem a sua expansão.
- d) Conclusões e Recomendações.

Não obstante existir em Angola um Fundo de Capital de Risco, facto é que, ainda não existe a cultura do financiamento por via do Capital de Risco. Assim, adicionalmente e no âmbito da pesquisa empírica do presente trabalho, procuramos identificar também os Fatores que concorrem para a não expansão da utilização do financiamento através do Capital de Risco em Angola e, apresentamos propostas de medidas conducentes a emergência de sociedades de capital de risco, bem como da promoção da cultura do investimento através deste instrumento de financiamento. Quanto mais cedo uma startup beneficia do investimento de capital de risco, melhor será o seu desempenho, face a sua capacidade de absorver o conhecimento que lhe é transmitido (Jeong et al, 2020).

Em suma, o foco da linha de pesquisa reside na abordagem do Capital de Risco e das Políticas de Incentivo Financeiro, como Instrumentos de Financiamento das PME's, na perspetiva de estímulo ao desenvolvimento empresarial, numa conjuntura que urge primar pelo investimento em infra-estruturas básicas e, no equilíbrio dos indicadores macroeconómicos, para a salvaguarda da confiança dos agentes económicos e melhoria do ambiente de negócios. Sendo que, *de per si*, a melhoria da conjuntura macroeconómica, impulsionará a captação do investimento nacional e estrangeiro, com vista a criação de valor nas empresas, geração de emprego, estímulo ao consumo, alargamento da base tributável e diversificação das fontes de receita do Estado, através da expansão e maturação de uma cultura empresarial, expressa no desenvolvimento de PME's.

Capítulo 1 – Revisão da Literatura

1.1. Fontes de Financiamento no Contexto Empresarial

1.1.1. Tipologia e Caracterização

As decisões de financiamento nas empresas resultam da ponderação sobre o custo de oportunidade subjacente ao mesmo e, a sua avaliação decorre conforme seja a sua fonte, a qual pode ser classificada quanto ao prazo de pagamento, ou origem dos recursos. Sendo que custos de oportunidade são os custos associados a uma alternativa abandonada ou preterida (Bruni & Famá, 2003).

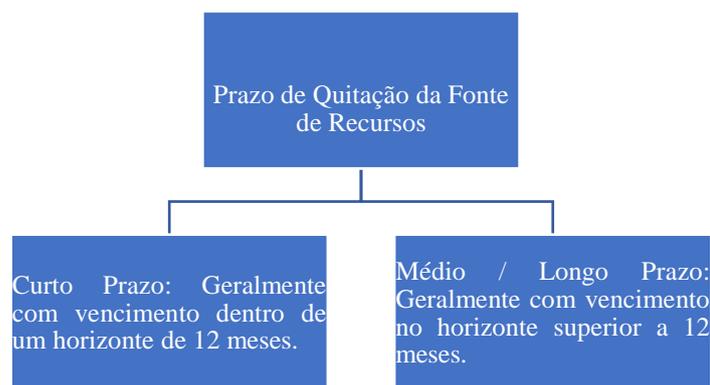
As pequenas empresas, devido a dificuldade de obtenção de créditos de longo prazo nos mercados tradicionais, têm como principal fonte de financiamento, além do capital próprio, o capital externo, que abrange a dívida contraída através do crédito comercial e do crédito bancário (Rao et al., 2023).

Por financiamento entende-se a obtenção de recursos por via de fonte própria, habitualmente designado capital próprio, ou por via de capitais alheios, i.e., recursos externos à empresa. Grosso modo, a principal diferença reside nas condições e nos termos subjacentes à obtenção e à utilização dos recursos, sendo que, o financiamento através de capitais alheios está associado, regra geral, à geração de uma dívida, não ocorrendo o mesmo, em situações cuja proveniência do financiamento seja o capital próprio. Assim temos que, o financiamento nas empresas pode ser obtido por múltiplas formas, podendo por um lado ser sustentado por via de recursos originários dos seus proprietários (Acionistas), ou pelos fundos diretamente angariados aos investidores individuais, de forma offline (business angels) ou online, através da Internet (crowdfunding), sobretudo na fase inicial de desenvolvimento das empresas, ou ainda através do recurso ao endividamento, o qual se baseia na captação de fundos por via da obtenção de empréstimos para a empresa (Cumming & Vismara, 2017).

Os recursos financeiros compreendem: i) o capital próprio, quando resultam da subscrição e realização da participação dos sócios na estrutura patrimonial da sociedade, sem que exista a obrigação legal do seu reembolso e ii) o capital alheio, se forem obtidos com a obrigatoriedade legal de reembolso. Entretanto, além das supracitadas fontes, existem outras, com características híbridas, consubstanciados à instrumentos financeiros de capitais próprios.

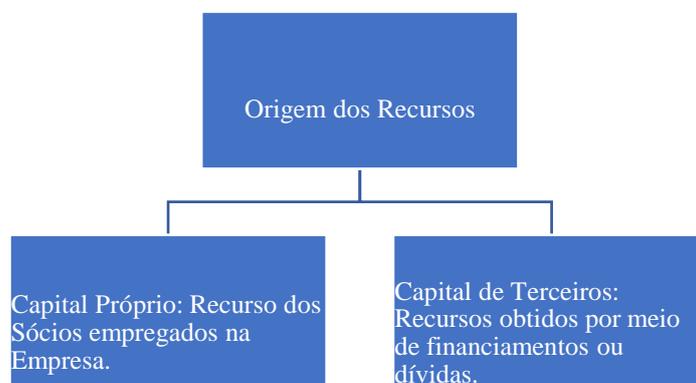
Em sede da sua maturidade, os financiamentos através de capitais alheios podem ser de curto prazo, quando igual ou inferior a um ano, e de médio-longo prazo, quando superior a um ano, sendo que, para o primeiro caso, os recursos são utilizados para suprir carências de tesouraria, contrariamente aos dois últimos, cuja finalidade é a obtenção de equipamentos, ou o investimento em meios fixos, de longa duração. Em conclusão, os ativos e recursos totais da empresa compreendem o capital próprio e o capital externo, que abrange a dívida de curto e de longo prazo. Assim, de acordo com o grau de exigibilidade das dívidas, o capital alheio subdivide-se em fonte de financiamento externo de curto prazo, quando inferior a um ano e, em fonte de financiamento de médio e longo prazo, quando superior a um ano (Walker,1989), cobrindo de acordo com o objeto da sua finalidade, às despesas afetas ao capital circulante e ao capital fixo da empresa, respetivamente. As figuras que seguem aludem as formas de Classificação apresentadas por Bruni & Famá (2003).

Figura 1: Maturidade do Financiamento



Fonte: Bruni & Famá (2003, p. 56).

Figura 2: Fontes de Financiamento



Fonte: Bruni & Famá (2003, p. 56).

O investimento é a força motriz básica da atividade empresarial, sendo a fonte de crescimento que sustenta as estratégias competitivas explícitas da administração, estando habitualmente baseado em planos (Helfert, 2000).

Todavia, a execução do investimento só pode ser efetivada mediante a utilização de Capitais Próprios ou Capitais de Terceiros (capital alheio).

1.1.2. Fontes de Financiamento com Capital Próprio

O fator determinante do sucesso das empresas é o financiamento adequado e, em muitas circunstâncias os fundos próprios do empresário, constituem a principal fonte de financiamento da empresa (Staniewski et al., 2016). Na perspetiva financeira, os fundos próprios ou capital próprio está associado aos recursos financeiros e económicos disponíveis, obtidos pela empresa, para os quais não existe a obrigação legal de reembolso. Entretanto, do ponto de vista contabilístico, o capital próprio compreende o conjunto dos ativos disponíveis, após dedução de todas as obrigações (passivo) da empresa. Em sede do financiamento através de capitais próprios existem algumas fontes que se distinguem, as quais listamos abaixo (destacando que o capital de risco, enquanto instrumento financeiro e uma das palavras-chave da presente Tese, será abordado de forma específica no ponto seguinte):

Capital Inicial – Expressa o total dos recursos financeiros injetados na empresa, aquando da sua constituição. Como condição precedente e para que seja legalmente estabelecida, a constituição de uma empresa requer a subscrição de capital (cujo limite mínimo é estabelecido por Lei), o qual deverá ser posteriormente realizado, no âmbito da execução de investimentos e cobertura de despesas de arranque da atividade.

Aumento de Capital Social – Pressupõe a injeção de capital na empresa, por parte dos

seus acionistas, para a realização dos investimentos pretendidos. Esta modalidade de financiamento pode ainda ocorrer, por via da entrada de novos sócios (representação em dinheiro ou em espécie), pela incorporação de reservas, ou pela conversão de dívidas em capital. Note-se que, num cenário de aumento de capital por incorporação de reservas, apenas se manifesta a alteração qualitativa da estrutura do capital próprio. Entretanto, no caso do aumento por conversão de dívidas, regista-se o aumento do capital próprio, por contrapartida, na mesma proporção, da diminuição do nível do passivo na empresa e, o credor transforma-se em acionista, pela sua participação na estrutura acionaria. Razão pela qual o rácio de autonomia financeira pode ser substancialmente melhorado, proporcionando a empresa maior capacidade de endividamento. Usualmente, a forma de financiamento de Projetos numa empresa, passa por um lado pela subscrição de quotas em numerário, gerando o aumento da disponibilidade de tesouraria e, por outro lado, pela entrada na empresa de Ativos corpóreo e circulante.

Autofinanciamento – Pressupõe a cobertura da despesa corrente e de investimentos, através de capital próprio, originário da retenção de parte dos rendimentos gerados pela empresa (Rao et al., 2023), decorrente de uma gestão eficiente e assertiva dos seus ativos. O autofinanciamento resulta do somatório do Resultado Líquido do exercício, das Amortizações e Provisões registadas no período e, corresponde aos recursos financeiros disponíveis na empresa, para a cobertura das suas despesas correntes e de capital, para o reembolso de dívidas de médio e de longo prazo, e execução dos seus objetivos estratégicos.

1.1.3. Fontes de Financiamento com Capital Alheio

Na abordagem sobre o capital alheio podemos distinguir, segundo a sua maturidade, as fontes de financiamento de curto prazo e as fontes de financiamento de médio e longo prazo (MLP), assumindo esta última relevância, no conjunto dos recursos financeiros, por constituir uma das componentes do capital permanente da empresa (aquele que estrategicamente, por norma, no âmbito do capital alheio, tem sido preferencialmente o garante do investimento de meios fixos. De entre as formas mais comuns de financiamento de MLP com capital alheio, distinguimos os Empréstimos Bancários (moeda local ou estrangeira), a locação financeira (o *Leasing*), os Empréstimos Obrigacionistas e os Suprimentos de Sócios (Silva & Ferreira, 2014).

- Empréstimos Bancários

Esta modalidade está normalmente associada à obtenção de crédito por parte da empresa, junto de determinado Banco, para o financiamento de projetos de investimento. Ao obter o crédito, a empresa contrai uma dívida e, por conseguinte, obriga-se a reembolsar não só o valor do empréstimo, mas também a efetuar o pagamento dos juros, como sendo o custo do financiamento obtido. Associado aos contratos de empréstimo entre a empresa (Mutuário) e o Banco Financiador (Mutuante) encontramos os termos e condições de referência, que servem de base para a execução do financiamento e comportam de entre outros elementos, a especificação do valor do crédito, o prazo e a periodicidade dos desembolsos e dos reembolsos, a taxa de juros (base + *spread*), as garantias e outros custos inerentes ao *funding cost*, tais como as comissões de estruturação / montagem e de gestão do financiamento, bem como informação relativa ao período de carência. Nos casos em que os termos de referência contemplem o período de carência, este corresponde ao período de tempo em que, o serviço da dívida se restringe apenas ao pagamento dos juros, iniciando o reembolso do capital, numa data posterior, de acordo com o postulado no contrato de financiamento. Deste modo, não existe coincidência, quanto ao início do plano de amortização do capital mutuado e o pagamento da primeira prestação de juros.

Relativamente à taxa de juros, esta pode ser fixa (quando não varia ao longo do período do financiamento), ou variável. É recomendável que a empresa negocie a taxa de juros variável, quando a conjuntura aponta para uma tendência de descida no curto-médio prazo das taxas de juros. Neste sentido, ao concretizar-se a previsão de descida das taxas, a empresa pode racionalizar os meios líquidos que pagaria a mais, se optasse pela taxa de juros fixa.

Inversamente, quando a tendência das taxas de juro no curto-médio prazo, aponta para o agravamento das mesmas, sugere-se que a empresa negocie a taxa de juro fixa, para precaver o risco de pagar no medio prazo, custos de financiamento adicionais, decorrente do aumento da taxa de juro.

Carbó-Valverde et al. (2016), defendem que o crédito comercial apresenta para as PME's uma fonte alternativa do financiamento através do empréstimo bancário, e que este facto é mais notório em contextos de crise financeira.

- *Leasing*

As empresas recorrem a este instrumento financeiro, quando não dispõem de liquidez imediata para afetar, na aquisição de determinado ativo fixo, normalmente equipamentos. Nesta senda, o *leasing* consiste na operacionalização de um contrato de locação financeira, celebrado entre a empresa de *leasing* (o locador) e a empresa cliente (o locatário), onde o primeiro cede ao segundo, a utilização temporária de determinado bem, mediante o pagamento de um montante periódico (renda), existindo para o locatário, a opção de compra, pelo valor residual, no final do período previamente estabelecido no contrato. Esta modalidade apresenta características de financiamento de longo prazo, diferenciando-se das demais pelo fato do bem adquirido permanecer sob tutela do locador, até a altura em que o locatário subscreva a opção de compra e realize o pagamento do correspondente valor residual do bem.

- Suprimentos de Sócios

Trata-se de injeção de capital realizada pelos sócios (acionistas), sem o recurso à escritura pública, como ocorre nas situações de aumentos de capital. Por outras palavras, trata-se de empréstimos realizados pelos sócios para suprir défices estruturais ou duradouros, sendo o prazo de reembolso superior a um ano.

- Empréstimos Obrigacionistas

Constituem uma fonte de financiamento de médio e longo prazo, alternativa ao empréstimo bancário, usualmente utilizada pelas sociedades anónimas ou por quotas, para a cobertura financeira da execução de investimentos em ativos fixos de elevados montantes, reembolsáveis de acordo com um plano previamente estabelecido.

É importante referir que a decisão de financiamento através de capital alheio, envolve regra geral custos financeiros para a empresa, os quais devem ser previamente avaliados e a decisão de recurso à essa fonte de financiamento, deve ser bem ponderada, tendo em consideração todos os custos envolvidos e para o efeito, somamos os fluxos de entrada e os que evitam a saída de fundos, como por exemplo as poupanças fiscais, e deduzimos os fluxos que acarretam a saída de recursos, obtendo-se o fluxo de caixa líquido (Silva & Ferreira, 2014). Em suma, a decisão racional e sustentável da realização de investimentos através das várias opções de financiamento, pressupõe a avaliação prévia dos fluxos financeiros associados aos mesmos.

Como verificamos, os capitais próprios e os capitais alheios distinguem-se e, no quadro que se segue apresentamos as diferenças evidentes, existentes entre ambas fontes:

Quadro 1: Diferenças entre as Fontes de Financiamento

Diferenças	Capitais Próprios	Capitais Alheios
Rendimento	O rendimento é o dividendo, cuja grandeza é desconhecida e, por conseguinte, é variável.	O rendimento é expresso no valor dos juros, calculados a taxa fixa ou variável, previamente definida.
Risco de insolvência por falta de entrega dos rendimentos	Não ocorre no caso de falta de entrega dos dividendos.	Pode ocorrer no caso de incumprimento das obrigações do serviço de dívida, nomeadamente, reembolso do capital e pagamento dos juros
Controlo sobre a Empresa	É exercido de forma direta.	Quando exercido, é de forma indireta.
Direitos sobre os Ativos da empresa	Direitos residuais, isto é, após liquidação de todas as dívidas a terceiros.	Prioridade em caso de anúncio de falência.
Risco do Investidor	Fonte de Financiamento com maior risco para o investidor e custo mais elevado para a empresa.	Menor risco para o investidor e com custos mais baixos para empresa.

Fonte: Silva, Mota e Queirós (2018)

No sector empresarial, os investimentos muitas vezes têm como fonte de financiamento, a combinação do capital próprio e dívida (capital alheio), sendo que, particularmente no início da atividade, os empreendimentos de elevado grau de risco, mas também com alto potencial de

crescimento, exigem a captação de significativas somas de capital financeiro. Tais investimentos, quando suportados pelo financiamento de ações, abrangem o capital de risco, capital de risco corporativo, investimento anjo, *crowdfunding* e *accelerators* (Drover et al., 2017). No ponto seguinte, a nossa abordagem incidirá sobre o capital de risco.

1.2. Capital de Risco

1.2.1. Definição, Origem e Lógica da Aplicação

Os empreendedores recorrem ao capital de risco, quando têm dificuldades de acesso aos mercados secundários (ofertas públicas iniciais, (IPOs) ou, ao financiamento de dívidas, como por exemplo, a banca comercial (Shepherd & Zacharakis, 2015).

Enquanto instrumento de financiamento, o capital de risco envolve a participação minoritária, de médio prazo (entre 3 e 7 anos), na estrutura acionista de uma empresa, provida por indivíduos (*business angels*) ou por sociedades de capital de risco, sendo o retorno expresso nos ganhos gerados pelo investimento, no final do investimento (Schell, 2015)

Apesar de conformar o capital próprio, o capital de risco representa um instrumento alternativo de financiamento às empresas, sobretudo de pequena e média dimensão, o qual constitui uma fonte para financiar a inovação, aliviar as dificuldades de tesouraria que as jovens empresas enfrentam, através de eventos de injeção de capital, auxiliando-as no seu crescimento. No conceito tradicional, entendemos o capital de risco como uma forma particular de instituição financeira, para apoiar financeiramente e prestar a assistência empresarial a empresas recém-constituídas, mas, com elevado potencial de crescimento (Zhang, 2017).

O recurso ao capital de risco deve ser entendido como uma estratégia de financiamento às empresas, para alavancar os seus negócios e proporcionar o desenvolvimento das mesmas. Neste contexto, o capital de risco pode ser definido como sendo o financiamento direcionado às jovens empresas privadas, com elevado potencial de crescimento, realizado na fase inicial do seu desenvolvimento (Lamain, 2011). Todavia, nem sempre os capitalistas de risco estão convictos da capacidade dos empresários gerarem riqueza, serem bem sucedidos e satisfazerem os seus requisitos pré-definidos em troca de uma participação acionaria temporária e geralmente minoritária. É, por conseguinte, necessário que a ideia do negócio seja de facto desafiante, promissora e potencialmente rentável, para que, o capitalista de risco se sinta atraído à partilhar

o risco empresarial, à injetar capital e prover *know how*, entre outras ações benéficas para o crescimento das empresas, sobretudo *Startups* (Jagongo, 2012). Entretanto, apesar da participação acionista ser diminuta, para o capitalista de risco, o fim último é a valorização das suas ações, garantindo-lhe uma saída airosa da operação. Todos os investimentos acarretam riscos. Contudo, os investimentos proporcionados por capitalistas de risco são considerados arriscados, pelo facto de estarem associados à aposta em empresas jovens, mas com elevado potencial e em que, o retorno do investimento esperado, consubstancia-se ao risco dos investidores (Shepherd & Zacharakis, 2015).

Numa outra vertente, onde a análise dá lugar ao entendimento deste conceito do ponto de vista legal, o capital de risco representa, a obtenção de instrumentos de capital próprio e de capital alheio, por determinado período, em empresas com alto potencial de crescimento, visando o usufruto da sua valorização (Bastos, 2016).

Huang et al. (2024) distinguiram o capital de risco como uma fonte primária e única de financiamento para pequenas empresas, na medida em que, regra geral estas encontram inúmeras barreiras, no acesso ao financiamento por via dos mercados de capitais tradicionais. Entretanto, os Autores foram mais longe e advertiram que, não obstante o Capital de risco ser um importante instrumento de financiamento das pequenas empresas, não deverá ser entendido como sendo um substituto perfeito, relativamente às outras formas de financiamento, como por exemplo o crédito bancário, visto que, as pequenas empresas só são suscetíveis de atrair o capital de risco, se evidenciarem uma perspectiva de elevado potencial e garantia de retorno do investimento ao capitalista de risco.

O financiamento através de capital de risco proporciona às *startups* não apenas investimento financeiro, mas também, ativos intangíveis devido à larga experiência dos capitalistas de risco. Regra geral, o investimento ocorre entre a fase inicial e a seguinte, correspondente ao período de crescimento das *startups*. Todavia, apenas um número exíguo de *startups* consegue captar investimentos de capital de risco. No que concerne a importância do capital de risco no crescimento das *startups*, os estudos académicos revelam a existência de contradição: alguns autores realçam o impacto positivo do capital de risco no desempenho favorável das *startups* enquanto outros estudiosos fazem referência a existência de influência negativa do capital de risco. Tal acontece porque existem aspetos de grande relevância na relação entre as empresas de capital de risco e as *startups* ainda por estudar, pois em muitos

casos, a literatura não considerou a experiência transmitida pelos capitalistas de risco às jovens empresas participadas. (Jeong et al., 2020).

Na atividade empresarial, ganha cada vez mais destaque o recurso ao capital de risco (Cheng et al., 2017; Davila et al., 2003), disponibilizado por sociedades detentoras de meios financeiros libertos e know-how, para apoiarem as necessidades de empresas que apresentem dificuldades na obtenção de financiamento no mercado bancário. Alias, a razão da emergência e consolidação da ação das sociedades de capital de risco, resulta da constatação da existência de constrangimentos no financiamento de empreendedores, que dispõem de conhecimentos, aptidões ou ideias inovadoras, todavia, não detêm os recursos necessários para alavancar as jovens empresas, de pequena dimensão, porém, com alto potencial de desenvolvimento e elevado grau de incerteza e de risco (Bastos, 2016).

A escassez de recursos financeiros tem sido um fator de estrangulamento, que contribui em grande medida, para o fracasso das pequenas e médias empresas. Em contrapartida, o capital de risco é considerado a melhor fonte de financiamento para as PME, face ao impacto positivo que exerce no crescimento das empresas que financia (Momba et al., 2012). Enquanto promotor da inovação e do desenvolvimento tecnológico, o capital de risco desempenha um papel único e insubstituível e o seu processo envolve dois importantes grupos, nomeadamente, os capitalistas de risco e os empreendedores (Cheng et al., 2017). No entanto, a relação entre o capitalista de risco e o empreendedor é influenciada pela qualidade de cada uma das partes, sendo que, o acordo com capitalistas de risco de maior qualidade potencia o aumento do valor da *startup* (Ewens et al., 2021). Deste modo, as sociedades de capital de risco, servindo-se de uma oportunidade de negócio, resultante da ausência ou escassez de recursos em determinada empresa que, entretanto, ostente uma visão no médio-longo prazo, consubstanciada ao seu elevado potencial, estas investem na perspectiva de valorizarem as respetivas participações financeiras e procederem posteriormente à venda das mesmas. A pretensão destes investidores é apoiar o crescimento das empresas investidas, fornecendo liquidez e serviços, em troca de ganhos futuros, exponencialmente elevados (Lamain & Zimmerman 2011; Zhang, 2017).

Alguns estudiosos argumentam que o desenvolvimento da infraestrutura de Tecnologia de Informação e Comunicação (TIC) favorece o crescimento da indústria de capital de risco. Tal acontece pelo fato dos investidores de capital de risco financiarem tendencialmente empresas inovadoras, com elevado potencial de retorno do investimento no período de 10 anos (Pradhan et al., 2018). A falta de fontes de financiamento para os empreendimentos, associada a escassez

de especialistas em gestão, com expertise tecnológica e científica, para gerirem de forma inovadora e com eficácia os negócios, pode constituir impedimento para o financiamento de empreendimentos e conseqüentemente o desenvolvimento dos mesmos. No geral o investimento de capital de risco é significativo à escala global, apesar do declínio registado em 2017 (Andrusiv et al., 2020). Associada à crescente valorização da importância do capital de risco na atividade empresarial, existe uma nascente literatura sobre o investimento de capital de risco (Hsu, 2008), fenómeno que remonta dos anos 40, com a sua primeira manifestação nos Estados Unidos da América, como meio de mitigação das deficiências de tesouraria, decorrentes da ausência e/ou insuficiência das tradicionais fontes de Financiamento. Nesta conformidade o capital de risco aparece como fonte alternativa, que garante ao empresário, a agregação ao capital próprio, de recursos indispensáveis para dirimir o défice de tesouraria e desenvolver a atividade empresarial (Casado, Madrugo & Sousa, 2005). O risco inerente à atividade empresarial associado à assimetria da informação, afeta os níveis de incerteza das *startups* relativamente ao mercado em que operam. O investimento de capital de risco numa *startup* sinaliza a qualidade da mesma no mercado e diminui o grau de incerteza relativamente ao seu potencial (Davila et al., 2003).

São inúmeras as dificuldades que as empresas enfrentam na obtenção de créditos, devido ao elevado custo do financiamento, que varia por regra, de forma proporcional aos riscos do investimento. Neste contexto, as empresas servem-se como refere Lorenz (1989), de um financiamento de longo prazo, baseado em participações na estrutura acionista, onde a remuneração do investidor decorre fundamentalmente, por via dos ganhos do capital investido.

Morris, Watling & Schindehutte (2000) mostraram que o capitalista de risco além de atenuar as deficiências de insolvabilidade, por via do fornecimento de recursos financeiros, serve de igual modo de consultor, valendo-se do seu papel de acionista e em muitos casos de membro do órgão gestor da empresa que beneficia do financiamento. Por conseguinte as jovens empresas podem adquirir recursos financeiros e intangíveis, de capitalistas de risco com elevado nível de experiência acumulada (Jeong et al., 2020).

Gregory (2013) diferencia o capital de risco do financiamento, na medida em que, o investidor assume o risco do prejuízo na operação e o empreendedor não necessita de garantias e nem assume qualquer dívida. Contudo, em nosso entender o Capital de Risco é uma forma “camuflada” de financiamento, a qual atua nas ostes de investimento ou aplicação financeira, por via da participação temporária e minoritária de uma sociedade de Capital de Risco, ou de

indivíduos (*business angels*), no capital social de uma empresa, cuja contrapartida revela-se no valor acrescentado que o capital de risco proporciona às empresas onde participa. Tal abordagem se justifica também pelo fato de que, quando um capitalista de risco faz um compromisso de financiamento com um empresário, este quase sempre envolve a simulação de um financiamento, na medida em que, existe um compromisso de cedência dos fundos necessários, com o entendimento de que o financiamento futuro, seja dependente do desempenho positivo e viável da empresa (Mantell, 2009). Ou seja, só após a avaliação do desempenho e obviamente a verificação do alcance das metas preconizadas pela empresa, se decide sobre a continuidade do financiamento adicional, sendo, como refere Yitshaki (2008) a relação entre o capitalista e o empresário, formalmente estabelecida por meio de coordenação contratual, que determina os direitos e a forma de partilha dos dividendos.

No entanto, Mantell (2009), no seu estudo sobre os riscos envolventes ao financiamento através de capital de risco, alerta também para a existência de falhas na informação, aquando da decisão do financiamento por via do Capital de risco, as quais potenciam resultados ineficientes e inesperados. O Autor refere que, os empreendedores enfrentam riscos, mas alguns poderiam ser mitigados, se as informações relativas às preferências do capitalista de risco, nomeadamente sobre a capacidade de assunção de risco e o nível de retorno dos capitalistas, fosse previamente conhecido pelos empreendedores. Entretanto, o inverso também se aplica, isto é, certos riscos que os capitalistas de risco correm seriam mitigados e, o mercado de risco seria mais eficiente, caso as informações relativas ao risco e ao retorno do capital investido, fossem com precisão e transparência, dadas a conhecer ao capitalista de risco, ainda na fase de solicitação (Mantell, 2009).

Neste quesito, Cumming et al. (2023) referem que os intermediários financeiros desempenham um papel relevante como produtores de informações sobre o negócio e o mercado, necessárias para a avaliação da empresa, a sua seleção, contratação e monitoramento.

Na literatura encontramos também a problemática da informação assimétrica, no âmbito da seleção de estratégias de investimento, através do capital de risco, no contexto de mercados voláteis e imperfeitos, com elevado grau de défice de informação (Lednyov& Lednyov, 2013). Servindo-nos da incursão aos vários contributos feitos por estudiosos, em sede da questão sobre a informação assimétrica entre os vários agentes do mercado, apresentamos em síntese no quadro abaixo.

Quadro 2: Resenha da Evolução de Estudos sobre a Informação Assimétrica

Ano	Autores	Contributos
1966	Akerlof Stiglitz	Pesquisa sobre o impacto dos investimentos no desempenho da economia.
1969	Stiglitz	Estudo sobre a Teoria da Inovação.
1973	Kirzner	A concorrência e o empreendedorismo são descritos como Fatores importantes para o crescimento da economia.
1976	Jensen Meckling	Formulação da Teoria da Firma.
1978	Lucas	
1976	Jaffee Russell	Abordagem dos problemas de informações imperfeitas, incerteza e racionamento de crédito entre os agentes do mercado em condições de economia de mercado.
1981	Stiglitz Weiss	Confirmação da existência de problemas do crédito racionamento nos mercados com a informação incompleta.
1988	Stiglitz	
1990	Greenwald Stiglitz	A Teoria da Firma leva em consideração a informação assimétrica. Os autores destacaram que o défice de informação afeta não só a organização interna das empresas, como também as suas relações de trabalho, com os mercados de capital e de produto.
2007	Zhang	Reconhecimento que o investimento em capital de risco é caracterizado por um problema de informação assimétrica entre os investidores de capital e os empreendedores.

Ano	Autores	Contributos
2013	Pennacchio	O autor adverte que uma questão utilizada na literatura económica aquando da análise do papel do capitalista de risco, no âmbito do IPOs é a subvalorização, a qual resulta da diferença entre o preço das ações no primeiro dia de negociação e o preço das ações oferecidas aos investidores.
	V. Ledenyov D. Ledenyov	Os autores sugerem que as informações sejam cruzadas e moduladas durante os fluxos de informação assimétrica nos canais de transmissão de informações entre os vários agentes do mercado.

Fonte: Ledenyov& Ledenyov, 2013, p. 34.

O capital de risco é normalmente representado por pequenas entidades, agrupadas geograficamente e com a particularidade de, em muitos casos, trabalharem com as empresas participadas, sobre as quais recai o investimento, não só para apoiá-las com recursos financeiros, mas também, para orientá-las (Drover et al., 2017).

Concernente a sua distinção, o capital de risco classifica-se conforme o tipo da empresa recetora dos investimentos. Assim, distinguimos por um lado o *venture capital*, que abrange o financiamento empresarial desde o início do estágio de desenvolvimento da empresa e, por outro lado, o *private equity*, que inclui o financiamento em empresas mais maduras (Wright, 2015).

O objetivo de muitas empresas é o crescimento ou a expansão da sua atividade e para tal necessitam de recursos financeiros. Note-se que, um dos princípios básicos do *venture capital* centra-se na alavancagem, o que pressupõe a alocação de recursos financeiros e outros, nas pequenas e médias empresas, no seu estágio inicial, para potenciar a aceleração do crescimento, nas empresas sobre as quais recai o financiamento (Smolarski & Kut, 2011).

O *private equity* representa uma importante classe de ativos institucionais e compreende uma parte significativa dos investimentos realizados pelas universidades, fundações, fundos de pensão, fundos soberanos, e outros eventuais investidores (Ang et al., 2018). Os benefícios do investimento em *private equity* para uma empresa, podem transbordar para a economia local, gerando externalidades positivas e a criação de novos empregos (Cox & Bailey, 2020).

O *private equity* tem sido uma importante fonte de financiamento, sobretudo para as empresas com elevado potencial de retorno e pode estar representado de várias formas, incluindo *venture capital* (Gatauwa & Mwithiga, 2014). A importância dos mercados de *private equity* decorre do crescente interesse pela sua natureza e efeitos. O *private equity* envolve investimentos em empresas não cotadas, inclui o estágio inicial do *venture capital* e o *later stage buyouts* (Wood & Wright, 2009) e estão tipicamente disponíveis por um período de apenas quatro a sete anos (Upton & Petty, 2000).

Os financiamentos direcionados à cobertura de investimentos de empresa, que se encontrem em fase inicial de sua atividade, mas, com elevado potencial para geração de riqueza, denominam-se *venture capital*. Contrariamente, no caso do *private equity*, o capital tende a ser empregue na cobertura de investimentos de empresas mais maduras, com maior grau de consolidação no mercado em que operam e, por conseguinte, com maior grau de aceitação do (s) seu (s) produto (s) e capacidade de retorno do investimento (Kaplan & Schoar, 2005; Zhang, 2017). Esta diferença entre *Venture Capital* e *Private Equity* também se traduz ao nível dos diferentes papéis que os investidores exercem nas empresas que financiam, tornando-se visível na finalidade da disponibilidade dos recursos e na evolução da empresa após o primeiro investimento. Contrariamente ao que se regista no VC, em que as empresas participadas revelam melhoria da situação financeira, o PE apresenta maior dependência de investimentos para garantia e sustentabilidade do seu crescimento. Porém, esta distinção entre PE e VC suscita ambiguidade, na medida em que, PE pode ser entendido conceptualmente como uma categoria mais abrangente e incluir investimentos de VC. O PE além de ser empregue para a concretização de aquisições, bem como, expansão do negócio, em estágios mais desenvolvidos da empresa, também disponibiliza recursos para empresas não cotadas em bolsa, podendo ser utilizado para o desenvolvimento de novos produtos e novas tecnologias, isto é, numa vertente de *venture capital*. (Bertoni et al., 2013).

No entanto, alguns autores defendem que, as principais motivações da busca de financiamento *private equity* (visando o crescimento, a alocação de recursos não financeiros, ou alívio da escassez de liquidez), são mais evidentes em pequenas empresas, recém-constituídas, do que em empresas de maior dimensão e melhor estabelecidas (Schickinger et al., 2018).

O financiamento através de *private equity* registou num passado recente, um crescimento vertiginoso. Tal fato ocorreu em países de economias desenvolvidas, em economias em

desenvolvimento e ainda, em economias emergentes, sendo o recurso ao financiamento por *private equity*, em primeira escala realizado por as grandes empresas e secundadas pelas empresas de pequena e média dimensão. Neste contexto, o *Private Equity* revelou ser uma alternativa apropriada para viabilizar investimentos nas empresas, nos seus diferentes estágios. Atualmente, os fundos de *private equity*, encontram-se na sua maioria nos EUA, seguindo-se a Europa e posteriormente a China (Madi, 2020).

Investigadores em finanças corporativas e empreendedorismo investigaram de forma ampla o tema do financiamento em *Private Equity* e admitem que os investimentos em PE estão relacionados com melhorias no desempenho operacional. Os investidores de PE fornecem às empresas as ferramentas necessárias para que estas agreguem valor, na medida em que, concedem benefícios diretos, como por exemplo sessões de *coaching* e, indiretos como a certificação junto de terceiros, nomeadamente clientes, fornecedores, profissionais qualificados e intermediários financeiros. (Block et al., 2019). No geral, os fundos de *private equity* desempenham um preponderante papel, atuando como intermediários financeiros e servem-se da estratégia de diversificação, para mitigar o risco no sector. Em 2017, os países que mais se destacaram no sector de *private equity* foram os EUA, a Grã-Bretanha, a China, a Austrália e a Alemanha, com 55%, 10%, 8%, 4% e 2,4%, respetivamente, do volume de negócios à escala global (Madi, 2020).

Katz (2009) refere que o desempenho é geralmente superior quando os investidores de *private equity* têm uma posição maioritária na empresa. Lopez-de-Silanes et al. (2015) verificaram que, em aproximadamente 10% dos negócios não há lucros. Todavia, em 25% dos negócios, o retorno anual é superior a 50% do investimento. A maioria dos estudos mostrou que os fundos de PE tiveram bom desempenho (Acharya et al., 2013; Bernstein et al., 2017; Harris, et al., 2014) e as empresas de PE fornecem forte incentivo de desempenho à gestão de portfólio (Kaplan & Stromberg, 2009; Acharya et al., 2013). Entretanto, também existem estudos realizados em mais de trezentos fundos, com amostras representativas do fluxo de caixa entre investidores e fundos de *private equity* que demonstram que, o desempenho médio dos *buyout funds* é inferior ao *Standard and Poor's 500*, principal indicador do mercado público de ações, após dedução das taxas, que podem corresponder a 8% ao ano. As taxas são calculadas com base no volume do capital investido e das despesas operacionais, incluindo as despesas administrativas, realizadas no âmbito dos investimentos (Phalippou, 2009).

As empresas de PE para elevar o seu desempenho necessitam de ser dinâmicas, empreendedoras e assumir os riscos da atividade corporativa, conducentes à geração de valor. Os planos de negócio mais bem-sucedidos na geração de valor, são alicerçados por relações de confiança, baseados no alinhamento inicial da estratégia corporativa, de carácter abrangente, envolvendo todas as áreas suscetíveis de gerar valor e a execução da mesma é desenvolvida segundo critérios de responsabilização clara, monitoramento e gestão rigorosa das ações, que asseguram o progresso da organização. É importante notar que, o recurso de uma jovem empresa ao financiamento de *private equity*, pode ser influenciado pela opinião e aconselhamento de entidades que lhe são próximas, nomeadamente, clientes e fornecedores de relevada importância para o negócio, bem como familiares e amigos do jovem empreendedor (Schickinger et al., 2018 & Kreer et al., 2015). Todavia, para que as PE tenham sucesso é imprescindível que disponham e aloquem às suas empresas, recursos financeiros suficientes e assegurem capacidade e estruturas internas, necessárias para a realização da atividade corporativa e geração de valor (Behrends et al., 2019). Os parâmetros de desempenho representam insumos significativos à qualidade do negócio e ao seu valor, apesar de não afetarem a escolha da adquirente (Gemson, 2018).

A maioria dos fundos de *private equity* é organizada como sociedades limitadas, abrangendo empresas de *private equity*, que representam sócios dos fundos, como sendo investidores institucionais e indivíduos abastados, que garantem uma grande parcela do capital, através de parcerias limitadas que normalmente têm uma maturidade de dez anos. Os acordos celebrados no âmbito da parceria, aquando da constituição do fundo, definem especificamente os rendimentos esperados, podendo estes serem fixos ou variáveis (Metrick & Yasuda, 2010).

Quanto às estruturas de operacionalização do Capital de Risco distinguimos as Sociedades de Capital de Risco (SCR), os Fundos de Capital de Risco (FCR), os Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FRIE).

As SCR são constituídas sob a forma de sociedades anónimas e visam o fomento e promoção do tecido empresarial, através do investimento e participação temporária no capital social da empresa participada.

Já os FCR são Fundos de Investimento Mobiliário, fechados, que têm como particularidade, o investimento em sociedades não cotadas na bolsa de valores, mas com elevado potencial de crescimento, podendo ser administrados através de SCR ou por Sociedades de fomento empresarial, ou ainda instituições bancárias, enquanto sociedades gestoras.

Os FRIE podem de igual modo serem administrados por SCR e distinguem-se dos FCR por serem fundos abertos de investimento e destinarem-se essencialmente ao investimento em participações de empresas consubstanciadas ao processo de reestruturação ou que pretendam expandir a atividade para o exterior (Boavida, 1995).

Outrossim, concernente às estruturas utilizadas para investimento via capital de risco, *inter alia*, Sociedades de Capital de Risco (SCR) e Fundos de Capital de Risco (FCR), Marques, Souza, & Júnior (2015) desenvolveram um trabalho de investigação sobre os critérios utilizados pelos gestores de Fundos de Capital no processo de seleção de investimentos. Servindo-se de uma pesquisa exploratória, os autores realizaram questionários e entrevistas nas quais utilizaram vários critérios como base de pesquisa e confirmaram que, os gestores atribuem particular relevância à capacidade de gestão, distinguindo-a como critério mais importante, face a possibilidade de maximização, das chances de execução dos projetos (Marques, Souza, & Júnior, 2015). Os Autores referem ainda que, o processo de seleção abrange várias fases, nomeadamente a seleção, a avaliação, a decisão e a saída, tendo concluído que, a prioridade no processo de decisão reside na observância do seguinte:

1. Na equipa de gestão e suas competências, vinculada à expertise e capacidade da Administração gerir e potenciar ganhos;
2. No produto-mercado, abarcando os Fatores relacionados com a essência do produto e a natureza do mercado em que o fundo opera;
3. Nos critérios do fundo, consubstanciados sobretudo na localização e no alinhamento entre o Fundo e o produto (base do negócio).

Além dos supracitados critérios de decisão, na pesquisa de Marques, Souza, & Júnior (2015), constam de igual modo os seguintes: i) a capacidade competitiva e estratégica, ii) a capacidade de gestão financeira (no sentido de gerar valor, rentabilizando os investimentos; observando o *breaken even point* e a taxa de retorno do investimento) e iii) os critérios de cada acordo, relacionados com os aspetos específicos de cada Fundo, onde se destacou a capacidade de atrair novos investidores e novos financiamentos.

Sobretudo para as jovens empresas, a captação de recursos no mercado, constitui uma ação desafiante. Todavia, aliado aos Fatores supramencionados, que afetam a decisão dos investidores, adicionamos a mídia, face ao preponderante papel que esta exerce, como intermediária da informação dos mercados financeiros (Vanacker et al., 2020).

Crispim & Douglas (2009), com base no modelo de concorrência ampliada das cinco forças de Michael Porter¹, analisaram em que medida as empresas podem beneficiar dos investimentos dos Fundos de Capital de Risco tendo concluído que, além de investirem utilizando os seus próprios recursos, os Fundos criam condições e apoiam as empresas, para que estas obtenham recursos no mercado financeiro, em forma de empréstimos. De acordo com os autores, o fator determinante para a ocorrência de tal predisposição em investir, por parte dos Fundos, reside na diferenciação dos produtos, notando-se que, os fundos aportam às empresas, recursos adicionais para, potenciarem o desenvolvimento dos produtos (Crispim & Douglas, 2009).

Um dos pressupostos considerados na avaliação do investimento das sociedades de capital de risco é a taxa de rentabilidade (Upton, 1998). Por conseguinte, o compromisso de financiamento inicial é raramente para a supressão da generalidade das necessidades de financiamento do empreendedor (Mantell, 2009) e assenta no investimento ativo em empresas privadas com elevado grau de crescimento, onde a base da relação entre o capitalista de risco e o empreendedor, se conforma por três aspetos essenciais, nomeadamente, o compromisso de capital, a elevada taxa de rendimento e os fatores de compensações e incentivos (Sahlman, 1994a). E, não obstante, referenciando eventuais divergências de natureza conflituosa, decorrente de interesses diferentes, as pesquisas anteriores sobre os investimentos de capital de risco têm apontado os contratos entre os capitalistas de risco e os empresários como mecanismos de controlo, para salvaguarda dos objetivos das duas partes (Yitshaki, 2008).

No entanto, esta opinião já havia sido atestada por Sahlman, (1994a), ao defender que, os capitalistas de risco são compensados com base no desempenho do fundo e têm todo o incentivo para aumentar o valor, não só pela salvaguarda dos seus interesses, mas também das empresas em que investem. Pois que, só será possível ambas partes da transação / investimento beneficiarem, se houver a geração de valor.

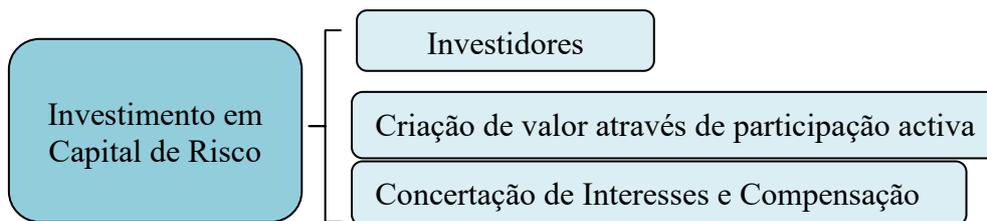
Rosenstein et al., (1993) avaliaram o impacto da contribuição dos representantes das Sociedades de Capital de Risco, na gerência das empresas em que participam e, concluíram que

¹ As cinco forças de Porter constituem a inspiração da análise de vários estudiosos, em matéria de economia, gestão e sobretudo estratégia empresarial, porque revelam na sua essência, a chave para a elaboração de um Plano Estratégico promissor, para qualquer empresa independentemente da sua tipologia. Em sede das cinco forças de Porter são colocados em evidência os factores, cujo domínio pode conduzir à estratégia competitiva de determinada empresa no mercado: Rivalidade de Concorrentes; Ameaça de Concorrentes; Capacidade de negociação com Clientes; Capacidade de negociação com Fornecedores e Ameaça de entrada de Produtos de Substituição.

existe maior propensão para agregar valor, por parte das Capitalistas de Risco de topo, relativamente às outras. Todavia, esta relação está subjacente, também à uma maior participação, em número, dos representantes das Sociedades de Capital de Risco de topo, no conselho de gerência das empresas investidas.

Caetano (2013) defende o modelo de investimento em sede do capital de risco, como sendo um conceito simples, comportando na sua base, três elementos essenciais:

Figura 3: Elementos Básicos para Investimento via Capital de Risco



Fonte: Caetano (2013)

- Concernente aos Investidores, a sua essência está subjacente à obtenção e aplicação de recursos disponíveis de investidores de longo prazo.
- Quanto à Criação de valor através de participação ativa, subentende-se que, para a ocorrência do investimento, o principal fator de atração seja a capacidade de rentabilizar os Ativos disponíveis e, este exercício tem implícita a geração de valor, de preferência de modo exponencial. Tal desiderato tem inevitavelmente na sua génese, a construção ou a reestruturação de planos de negócio, que alinham (e incorporam), a visão estratégica dos capitalistas de riscos, os quais exercem papel preponderante na supervisão da atuação dos gestores executivos e, em ato contínuo, após a execução dos planos e gerada a riqueza prevista (isto é, a mais-valia esperada), é ponderado o momento e as condições para o desinvestimento, podendo este ocorrer através da venda pública ou privada da companhia.
- Relativamente à Concertação de Interesses e Compensação, estes são delineados previamente, no quadro dos direitos dos investidores, enquanto Acionistas temporários de determinada companhia e em sede do seu portfólio de investimento em capital de risco. Deste modo, o capitalista de risco beneficia de uma comissão de gestão calculada, com base nos fundos obtidos (como por exemplo, com incidência sobre a rentabilidade do Fundo) e recebem ganhos com base nos proveitos extraordinários, que asseguram o

retorno aos investidores, através dos dividendos, segundo a carteira de participações e de eventuais alienações (Caetano, 2013).

A literatura existente sobre o capital de risco remete para várias abordagens, que vão desde a importância do capital de risco, para a alavancagem e expansão de empresas, ao relacionamento que se desenrola entre os promotores do compromisso financeiro, em sede do recurso ao capital de risco, bem como as reflexões sobre as vantagens do capital de risco, enquanto parceiro de gestão, e ainda as determinantes da rentabilidade da atividade de Capital de Risco. Contudo, outra vertente de destaque na literatura sobre o capital de risco, tem sido a abordagem relativa ao fluxo de caixa descontado (FCD), método utilizado para o cálculo do valor de determinada empresa e conseqüentemente, para analisar as decisões de investimento de capital de risco. Este método consiste em apurar o valor presente líquido, por via da utilização de uma taxa de desconto, o fluxo de caixa futuro da Empresa.

No âmbito da seleção da fonte de financiamento, para a execução da sua ideia de negócio, o empreendedor além dos seus recursos, dispõem de várias opções, nomeadamente: a) o recurso aos familiares; b) o recurso à banca comercial e c) recurso à investidores. No caso específico da alternativa considerada na alínea c), o empreendedor teria que demonstrar ao investidor a viabilidade do seu negócio e a sua capacidade de gerar lucros atrativos, para convencê-lo a tornar-se acionista. Assim, tendo como garantia o retorno do investimento, o investidor estará disposto a pagar por ação, no máximo, o valor presente, do montante que espera receber do investimento (Stulz, 2020), notando-se que, as variações verificadas na taxa de desconto influenciam significativamente o valor presente líquido (Brasil, 2002).

Tendo em consideração que para a determinação da taxa de desconto concorrem vários fatores, o seu cálculo encerra alguma subjetividade e em determinadas circunstâncias, estudos revelaram que não obstante o resultado de uma análise FCD demonstrar que o valor presente líquido do empreendimento é negativo, a opção pelo investimento em capital de risco é favorável. Hsu (2008) revela que uma razão crucial para a ocorrência deste fato é que a abordagem FCD não considera a flexibilidade obtida pela gestão de ativo. Recorrendo a Kester (1984), Hsu (2008), acentua, a importância da flexibilidade pelo facto de que, cerca de metade do valor de mercado de uma empresa em rápida expansão, poder ser atribuído às suas opções de crescimento.

Bruni & Famá (2003) referem que, as decisões financeiras requerem a análise e o entendimento dos fluxos de caixa. Entretanto, a taxa de desconto dos fluxos de caixa, conhecida

igualmente como taxa mínima de atratividade, revela o nível de retorno esperado pelos financiadores, razão pela qual se deve descontar os fluxos a essa taxa (Brasil, 2002). Sendo que, o Valor Presente Líquido (também conhecido por Valor Atual Líquido – VAL) superior a zero representa a geração de valor adicional, ao capital investido.

Porém, tendo em conta outra perspectiva de análise, utilizando a Taxa Interna de Retorno (TIR) como método de avaliação, são considerados os investimentos cujas taxas de desconto são inferiores a TIR (taxa que iguala a zero o VPL ou VAL), representando este, por conseguinte, o indicador da decisão sobre a aceitação ou reversão do investimento, conforme resultado. Assim, os investimentos cuja taxa de desconto é superior a TIR são recusados.

Neste sentido, o estudo de Mantell, (2009), fornece um valioso contributo às pesquisas relativas ao capital de risco, ao analisar como os fluxos de caixa, variáveis no tempo, em decorrência do financiamento por via da aplicação de capitais de risco, afetam a probabilidade de sucesso de um novo empreendimento. O estudo analisa as relações de risco e retorno num determinado cenário, no qual o empreendedor solicita compromissos financeiros às capitalistas de risco. Para Mantell (2009), a pesquisa na área de financiamento de capital de risco era necessária, devido a importância de novos empreendimentos, sendo o foco de sua pesquisa, o financiamento de capital de risco, concentrado na ação da atividade do empresário, ainda num estágio incipiente do processo de investimento, i.e., na fase de solicitação, na medida em que, este necessita de evidenciar a aptidão para gerar valor acrescentado, para que o financiamento em sede do capital de risco ocorra. Esta habilidade evidenciada pelo jovem empreendedor, de agregar valor, gerando resultados futuros, possibilita a remuneração do capital investido, além de propiciar a liquidação de potenciais compromissos futuros (Breia, Mata & Pereira, 2014).

Sahlman (1994b), a propósito do processo de governação das entidades de capital de risco, indicou que, o seu modelo tem evoluído, apresentando-se de forma bastante estruturada, sendo notória a evolução dos fundos e a sua organização em sociedades limitadas. Ele destacou que os contratos entre a empresa capitalista e o empreendedor são estruturados, apontando ações preferenciais e apresentando compromisso de capital, sendo o capitalista de risco um parceiro ativo e monitor do empreendimento. Esta visão para Sahlman (1994b), reflete um mecanismo inteligente e bem-sucedido para a gestão de Projetos com alto potencial e expostos ao elevado grau de incerteza. E desta forma, determinada empresa insolvente, independentemente do seu estágio de maturação, recorrendo ao capital de risco como instrumento de financiamento, por via da participação temporária e minoritária de uma sociedade de capital de risco no seu capital,

ela poderá não só ter à sua disposição, os recursos disponíveis para a execução dos seus investimentos, como também poderá partilhar de forma direta, com o seu sócio minoritário, os riscos do conjunto do investimento. Nesta senda, as sociedades de capital de risco ao promoverem a resolução do problema de insuficiência de capitais próprios, injetando recursos financeiros na empresa participada, elas partilham as expectativas de crescimento do negócio e tornam-se parceiras, perspetivando o ganho de ambos lados. Note-se que, o investimento efetuado por determinada sociedade de capital de risco, na empresa participada, poderá representar para aquela, uma oportunidade extremamente viável, para a rentabilização dos seus recursos. Contudo, também para as empresas participadas, o investimento feito por sociedades de capital de risco representa ganhos imensuráveis, visto que, além da componente financeira, a empresa beneficia de suporte na gestão, o qual poderá munir-lhe no médio/ longo prazo, das competências necessárias, para melhor abordagem e crescimento do negócio.

Neste contexto, temos que, o recurso ao capital de risco na perspetiva de financiamento atua não só na ótica da supressão das deficiências ao nível do autofinanciamento, ou do recurso ao crédito, no limite previamente acordado pelas partes, mas também, influi favoravelmente no desempenho da gestão, propiciando uma harmoniosa interação entre recursos financeiros, humanos e tecnológicos, disponíveis na empresa e ainda promove a mitigação dos riscos, o que inevitavelmente gera a criação das sinergias necessárias ao desenvolvimento empresarial.

Em suma, no que tange à abordagem sobre o capital de risco, embora esta tenha sido analisada por vários autores e no âmbito de perspetivas distintas, tendo em conta o objeto da presente pesquisa, julgamos pertinente a literatura consultada e destacamos de forma resumida, no quadro abaixo, os aspetos relevantes que sustentam o nosso entendimento sobre o capital de risco:

Quadro 3: Síntese de Abordagens sobre Capital de Risco

Autor	Perspetiva e Conteúdo da Abordagem	Ano
Maier, John B. e Walker, David A.	O capital de risco foi reportado como fonte primária e única de financiamento para pequenas empresas, face as inúmeras barreiras que estas enfrentavam, no acesso ao financiamento por via dos mercados de capitais tradicionais. Apesar deste entendimento, os Autores advertiram que o capital de risco não deveria ser considerado substituto perfeito de outras formas de financiamento, a exemplo do crédito bancário, pelo facto das pequenas empresas só serem suscetíveis de atrair o capital de risco, se evidenciassem um elevado potencial e garantia de retorno do investimento ao capitalista de risco.	1987
Lorenz	O Capital de risco foi referenciado como sendo um financiamento de longo prazo, baseado em participações do Capitalista de Risco, na estrutura acionista, onde a remuneração do investidor decorre fundamentalmente, por via dos ganhos do capital investido.	1989
Morris, Michael H. e Outros	Considerou que, o capital de risco além de atenuar as insuficiências de meios financeiros, através do fornecimento de recursos, serve de igual modo de consultor, valendo-se do seu papel de acionista e em muitos casos de membro do órgão gestor da empresa que beneficia do financiamento.	2000
Casado, Fátima e Outros	Para os autores, o capital de risco é uma forma alternativa de financiamento que possibilita às empresas participadas resolver os problemas relacionados com o capital próprio, necessário ao desenvolvimento da sua atividade, podendo representar para as empresas participadas fortes perspetivas para o futuro, não só a nível de risco	2005

Autor	Perspetiva e Conteúdo da Abordagem	Ano
	esperado, mas também, a nível de crescimento, através da combinação entre capital e competências de Gestão.	
Crispim e Douglas	Concluíram que Fundos, além de investirem utilizando os seus próprios recursos, criam condições e apoiam as empresas, para que estas obtenham recursos no mercado financeiro, em forma de empréstimos.	2009
Mantell, Edmund	Para o autor o Capital de risco envolve a simulação de financiamento no qual existe um compromisso de cedência dos fundos necessários, com o entendimento de que o financiamento futuro, seja dependente do desempenho positivo da empresa. Por outro lado, também observa que, os fluxos de caixa, variáveis no tempo, em decorrência do financiamento por via da aplicação de capitais de risco, afetam a probabilidade de sucesso de um novo empreendimento.	2009
José Esperança e Fernanda Matias	A semelhança de Maier, John B. e Walker, David A, os autores referenciam o capital de risco como sendo uma fonte prioritária para financiar a inovação, especialmente porque as empresas inovadoras enfrentam dificuldades na obtenção de fundos.	2010
Faury, Thiago Pinheiro e Carvalho, Marly Monteiro de	Para os autores, o recurso ao capital de risco além de proporcionar o investimento de dinheiro (capital), os fundos de capital de risco auxiliam os empreendedores na profissionalização da gestão do negócio, contribuindo por exemplo, com experiência profissional e expansão da rede de contactos.	2013

Autor	Perspetiva e Conteúdo da Abordagem	Ano
Caetano, Paulo	O capital de risco assume relevância como alternativa ao financiamento através de crédito bancário tradicional ou via cotação em bolsa.	2013
Gregory, Rodrigo	O investidor assume o risco do prejuízo na operação e o empreendedor não necessita de garantias e nem assume qualquer dívida.	2013
Marques, Vagner; Souza, António e Júnior, Atair	Os autores pronunciaram-se sobre o processo de seleção das empresas participadas, tendo identificado quatro fases, nomeadamente, a seleção, a avaliação, a decisão e a saída, sendo que na fase da decisão reconheceram que a prioridade no processo de decisão reside na observância do seguinte: 1. Na equipe de gestão e suas competências, vinculada à expertise e capacidade da Administração gerir e potenciar ganhos; 2. No produto-mercado, abarcando os Fatores relacionados com a essência do produto e a natureza do mercado em que o fundo opera; 3. Nos critérios do fundo, consubstanciados sobretudo na localização e no alinhamento entre o Fundo e produto (base do negócio). Ainda no âmbito dos critérios de decisão os autores distinguiram os seguintes: i) a capacidade competitiva e estratégica, ii) a capacidade de gestão financeira (no sentido de gerar valor, rentabilizando os investimentos; observando o breaken even point e a taxa de retorno do investimento) e iii) os critérios de cada acordo, relacionados com os aspetos específicos de cada Fundo, onde se destaca a capacidade de atrair novos investidores e novos financiamentos.	2015

Autor	Perspetiva e Conteúdo da Abordagem	Ano
Bastos, César F. Silva	O Autor considera o Capital de risco como forma de financiamento, na qual a entidade financiadora, a entidade de capital de risco, adquire uma participação minoritária e temporária no capital da empresa participada que é tipicamente de (muito) pequena dimensão. Do ponto de vista legal, capital de risco é a aquisição por um período limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização.	2016

Após resenha de algumas abordagens referenciadas neste trabalho e ainda tendo em conta o seu objetivo, apresentamos a síntese do nosso entendimento sobre o capital de risco. Deste modo, entendemos o capital de risco como sendo uma alternativa de financiamento, acomodada na estrutura do capital próprio da empresa investida pelo capitalista de risco, em decorrência da apresentação pelo empreendedor, de um negócio com elevado potencial, o qual além do investimento em meios financeiros, beneficia de assistência na gestão, informação privilegiada sobre o mercado, através da partilha de contactos, o que mitiga o risco intrínseco à atividade empresarial e permite ao Empreendedor desenvolver e/ou melhorar os seus processos de gestão dos recursos, granjear notabilidade no mercado, expandir, aumentar receitas e criar bases sustentáveis para a geração de novos empreendimentos. Por outras palavras, o financiamento através do capital de risco decorre da pré-disposição por parte do capitalista em assumir o risco de investir, em negócios ou projetos, potencialmente lucrativos, mas com elevado grau de incertezas, do qual na maior parte dos casos participa na gestão, pelo imperativo de no âmbito da parceria se ter tornado sócio temporário do negócio e sobretudo por ter como meta a rentabilidade máxima do capital investido.

O Ciclo Percorrido pelo Capital de Risco

O investimento e a captação de recursos de capital de risco têm aumentado de forma consistente nos últimos anos, ao longo das várias etapas do desenvolvimento das empresas. Na primeira etapa as jovens empresas encontram-se na fase inicial do estágio de crescimento

(semente) e enfrentam diversas carências, não só do fórum financeiro, mas, também de recursos humanos, em quantidade e qualidade, capazes de esboçarem um plano de negócio e colocarem-no em prática. Na segunda fase, as jovens empresas já são capazes de esboçar o seu plano de negócios, pois mesmo nos casos em que ainda não realizem um volume satisfatório de vendas, ganham já conhecimento do mercado, no que concerne à procura e por isso podem melhor delinear os produtos e serviços que pretendem fornecer ao mercado. Na etapa seguinte, a terceira, correspondente ao estágio de expansão, o foco das jovens empresas é a sistematização e organização dos métodos de trabalho, a melhoria no acabamento dos produtos e prestação dos serviços e, dispõem recurso com publicidade, para afirmarem-se no mercado.

Posteriormente, na quarta etapa, as empresas concentram-se no aumento da quota de mercado, sendo que, nem todas obtêm lucro. Deste modo, as empresas que não geram lucro tendem a modificar o seu produto e moldes de prestação de serviços, para melhoria da sua performance, aumento da quota do mercado e captação dos rendimentos necessários, para a preparação da fase seguinte, correspondente à saída por meio de "*Initial Public Offering* (IPO), fusões e aquisições. Na última etapa, correspondente à fase de saída, as empresas concentram-se no processo de IPOs, com cobertura de recursos próprios ou externos (Jeong et al., 2020). As estratégias implementadas na fase de saída em startups são fundamentais para capitalizar e incentivar os capitalistas de risco a reinvestirem capital em novos projetos empreendedores (Montanaro et al, 2022).

A percepção da lógica do financiamento através do capital de risco implica o conhecimento do ciclo de risco, o qual compreende quatro fases (Bernardes, Varela, Consoni & Sacramento 2013):

- Captação – Sendo esta a primeira fase do ciclo, inicia com a prospeção, que compreende o levantamento ou recebimento de propostas para financiamento, as quais são submetidas à análise e avaliação do risco, para posterior seleção e escolha daquelas, cujos Projetos se afiguram de elevado potencial.
- Investimento – O investimento é feito parcelarmente, havendo a possibilidade de suspensão do investimento e respetivo abandono da empresa, caso se verifique a não realização dos objetivos nas etapas perspectivadas que, no geral ocorrem nos três primeiros anos.

- Monitorização – Nesta fase, o capitalista de risco acompanha de forma próxima a gestão, para melhor perceção dos sinais relativos ao retorno do investimento. Por outro lado, decorrente da partilha de conhecimentos ao nível da gestão, observa-se de igual modo nesta fase a transmissão de *know how* que se traduz na adição de valor ao produto final e, melhoria no serviço prestado, ou no *modus operandi* da empresa.
- Saída – O mecanismo mais usual é a *Initial Public Offerings* – IPO. O processo ocorre, quando a empresa procede por via deste mecanismo de saída², o retorno do investimento ao Capitalista de risco, havendo a possibilidade de reinvestimento e com isso o reinício do ciclo.

Relativamente à última fase, importa salientar que alguns autores que se debruçaram ao estudo do Gerenciamento de Resultados (GR) em ofertas públicas, constataram que próximo do lançamento da IPO, ou oferta pública inicial, o GR é mais elevado em empresas emissoras de ações, comparativamente as não emissoras, sendo o GR a ingerência de forma intencional nos Documentos de Gestão, nomeadamente, Demonstrações Financeiras, Relatórios e Contas, com o objetivo de não espelhar a realidade do negócio (Gioielli, Carvalho, & Sampaio, 2013). Neste sentido, ao não espelhar a verdade material dos factos patrimoniais da empresa, a informação constante das Demonstrações Financeiras e respetivos Relatórios de Gestão, induzem os potenciais investidores a negociarem preços elevados.

Entretanto, usualmente o IPO não é utilizado como saída do investidor de *venture capital*, mas sim, como meio de obtenção de recursos para o financiamento da expansão do negócio (Bernardes et al., 2013). Assim, para minimizar ou mesmo impedir a manipulação da informação contabilística, o capitalista de risco estimula o cumprimento de boas práticas de gestão, através de mecanismos de boa governança e de controlo de gestão, para a salvaguarda dos seus investimentos e, em prol da manutenção da credibilidade do seu bom nome no mercado.

A melhoria do desempenho, resulta do engajamento dos investidores de capital de risco, no processo de mitigação do Gerenciamento de Resultados, aquando do IPO, sendo que, neste período, as ofertas públicas iniciais das empresas investidas por Capitalistas de Riscos, apresentam níveis de gerenciamento de resultados inferiores, àquelas empresas não investidas

²Bernardes et al (2013), citando (Gompers e Lerner, 2001) e referindo-se ao mecanismo de saída, no âmbito do ciclo de risco, salientam que a forma mais usual é a emissão pública inicial. Pg. 329.

por capitalistas de risco, em decorrência da ação do capitalista de risco, no que tange ao uso das melhores práticas, para preservação da sua reputação (Gioielli, Carvalho & Sampaio, 2013).

Por outro lado, note-se que, em sede da análise da informação financeira, existem situações que podem indiciar motivos para alerta, como por exemplo, algumas citadas por Breia, Mata e Pereira (2014), que as designaram indicadores de alarme, cuja origem deve ser identificada e analisada:

- Saldo elevado na conta Disponibilidade e simultaneamente coexistência de passivos remunerados elevados, pode indicar excesso de prudência por parte dos gestores, na gestão do ativo financeiro da empresa, ou a ocorrência de negligência no exercício de reconciliações de contas, ou ainda, nos casos considerados de maior gravidade, poderemos estar em presença de fraudes e manipulações contábilísticas.
- Aplicações financeiras sem o reflexo do seu retorno, indiciam insuficiências em termos de imparidades.
- Baixas taxas de depreciação de ativos (imobilizado tangível), pode ser o pronúncio da desaceleração das depreciações, decorrentes de eventuais manipulações de resultados de desempenho económico-financeiro. Notando-se, porém que, nos períodos em que se regista resultados negativos, o uso de taxas fiscais mínimas, potencia a ocorrência da sobrevalorização do ativo.

1.2.2. Vantagens, Desvantagens e Tipologia

O capital de risco teve a sua genesis no mercado financeiro americano e exerce influência de forma acentuada no desenvolvimento de empresas, podendo financiar as iniciativas empresariais, fomentando o crescimento de novos empreendimentos (Dyer et al., 2016).

Normalmente os capitalistas de risco possuem experiência em consultoria, investimento e empreendedorismo e investem em negócios inovadores, de indústrias novas, dinâmicas e potencialmente rentáveis, o que permite estabelecer uma maior assistência às empresas do seu portfolio e melhoria da performance das mesmas no mercado (Alperovych et al., 2012).

No investimento de médio e longo prazo, o empresário de uma pequena / média empresa, conta de entre outras fontes, com o financiamento por via do capital de risco, o qual se lhe apresenta, como sendo dos mais favoráveis, pelas vantagens que este recurso proporciona,

nomeadamente, a possibilidade do endividamento sem juros e sem comissões de montagem e / ou de gestão, que tipicamente estão associadas ao financiamento através do crédito bancário.

Por inerência do entendimento da noção básica do capital de risco, a principal garantia requerida no âmbito do financiamento por esta via é a projeção de ganhos futuros por parte da empresa participada, i.e., livre de outras condicionantes consubstanciadas às garantias secundárias. Deste modo, resulta que, o financiamento por esta via beneficia de igual modo, de isenção da apresentação de garantias colaterais.

Adicionalmente e como vantagem consideramos o facto de, aquando da efetivação do financiamento, registar-se (ainda que temporariamente), o aumento dos ativos nas empresas participadas, resultante da participação de Sociedades de Capital de Risco nas ações das mesmas. Este fato, ao aumentar temporariamente o capital próprio das empresas participadas, potencia-as, concedendo-lhes maior notoriedade no mercado e garantindo-lhes a performance necessária para a obtenção de credibilidade junto dos parceiros do mercado, onde se incluem, fornecedores, clientes, Bancos e outras instituições de crédito e Entes do Estado. Deste modo, face ao elevado valor agregado aos seus investimentos, a empresa participada pode dispor da rede de contactos do Capitalista de Risco, obter no mercado melhor performance comercial e maior credibilidade junto de instituições financeiras, destacando-se de entre estas os fundos de pensões, cuja representação no período correspondido entre 1985 e 2010 correspondeu a 20% de todos os compromissos de VC (Lamain & Zimmerman, 2011).

Esta realidade decorre do facto de que, além do capital investido, os fundos de VC apoiam os empreendedores, no domínio da profissionalização e gestão eficiente dos seus negócios, cedendo-lhes experiência profissional e proporcionando a expansão das suas redes de contactos (Faury & Carvalho, 2013). Neste contexto, uma empresa participada pode financiar-se no mercado, servindo-se dos vários produtos financeiros que a banca disponibiliza, porque com o apoio da SCR, ela está em condições de satisfazer na generalidade, os requisitos exigidos.

Ao participar minoritária e temporariamente no capital social de determinada pequena / média empresa, de per si, a SCR estará a confirmar a viabilidade no medio longo prazo da mesma, na medida em que, a remuneração do investimento está intrinsecamente consubstanciada às realizações e ganhos futuros. Tal justifica-se, pelo facto dos capitalistas de risco serem muito seletivos na alocação de seus recursos (Maier & Walker, 1987).

As SCR normalmente não disponibilizam o valor global das necessidades de uma empresa recém-formada, numa única *tranche*. As remessas de capital são efetuadas de forma faseada e no valor suficiente de cada etapa (Brealey & Myers, 1998). As decisões de investimento dos capitalistas de risco, normalmente são tomadas por etapa, na medida em que, numa primeira fase é concedido uma pequena quantidade de capital e, só com base no desempenho da start-up, é decidido o volume do investimento posterior (Ledenyov & Ledenyov, 2013). Tal procedimento permite ao capitalista de risco monitorar a evolução do negócio e aferir de forma contínua, a sua viabilidade económica e financeira. Nesta senda e com a visão do lucro no médio longo prazo, os capitalistas de risco investem financeiramente e prestam assessoria administrativa e técnica, com vista a otimização dos recursos disponíveis e a obtenção do maior lucro possível, decorrente da política de partilha de dividendos com a empresa participada. Portanto, ao participar financeiramente nas ações da pequena / média empresa participada, a SCR assume-se igualmente como acionista (embora minoritária), razão pela qual o seu envolvimento é abrangente aos níveis de organização e de gestão da empresa, não se cingindo, como acontece relativamente aos empréstimos bancários, ao interesse exclusivo do serviço da dívida do capital financiado.

Outrossim, por assumir-se como proprietária temporariamente, em caso de necessidade de recursos adicionais, a SCR reforça o capital na empresa participada, mediante a ponderação de um estudo de viabilidade, o qual poderá ser por si conduzido, contrariamente ao que sucederia se, de instituição de crédito tradicional se tratasse. Nesta linha, assinalamos também como vantagem, a partilha do risco implícita na atividade empresarial, sendo que, diante de uma eventual degradação da situação financeira da empresa participada, os capitalistas de risco só poderão recuperar o capital investido, após regularização de todas as dívidas contraídas junto de instituições de crédito (Vieito & Maquieira, 2013).

São várias as vantagens e também desvantagens, que os investidores de risco e os empreendedores incorrem, no âmbito da atividade de capital de risco (Schell, 2015; Shepherd & Zacharakis, 2015; Dyer et al., 2016).

Vantagens para o Investidor (capitalistas de risco)

- Potenciais ganhos decorrentes do retorno do investimento de risco
- Diversificação da carteira de investimentos
- Diluição do risco

Vantagem para a empresa investida (Empreendedor)

- Obtenção de experiência, através do monitoramento da atividade empresarial
- Desenvolvimento de competências operacionais e de gestão
- Investimento em planos estratégicos e projetos específicos do negócio
- Responsabilidade pelo seu próprio negócio

Desvantagem para o Investidor (capitalista de risco)

- Elevado nível de incerteza / risco
- Eventuais prejuízos decorrentes de análises e avaliações do risco mal projetadas
- Elevados custos de desinvestimentos

Desvantagem para empresa investida (Empreendedor)

- Custo do capital mais elevado comparativamente ao custo do financiamento bancário bonificado
- Necessidade da partilha de informação sobre decisões importantes relativamente ao negócio, com o capitalista de risco, o que leva à morosidade e limitações por parte da empresa investida, no processo de tomada de decisões.

Na qualidade de sócio / acionista por tempo previamente determinado, o capitalista de risco investe os seus ativos financeiros e / ou patrimoniais, podendo distinguir-se a seguinte tipologia (Vogelaar & Stam, 2021):

- *Seed Capital* (Capital Semente)

O financiamento ocorre na fase inicial do desenvolvimento do projeto, em empresas de pequena dimensão e destina-se a cobrir as despesas de investigação, avaliação e projeção do plano de negócio. Por conseguinte, o capital semente tem como finalidade, o financiamento das ações preliminares que visam a instalação e o desenvolvimento de determinado produto ou prestação de serviço no mercado, antes da instalação do negócio. De entre as ações destacamos os estudos de mercado, para a aferição da

viabilidade económico-financeira, bem como a identificação de conceitos inovadores e da capacidade de expansão de determinado Projeto.

- *Start-up Capital*

O financiamento ocorre na fase de arranque do negócio, destinando-se à cobertura de ações que visem ao lançamento e / ou desenvolvimento de produtos e à realização de marketing em empresas já em funcionamento, ou na fase de conclusão para o início da atividade de comercialização de produtos ou de serviços.

- *Early Stage Development Capital*

O financiamento ocorre na fase inicial do negócio, em empresas recém-constituídas, que tenham concluído a fase de desenvolvimento do produto e estejam já a comercializar, mas sem que tenham alcançado o *break-even point*. Neste sentido, o investimento visa o aperfeiçoamento do processo de produção, de comercialização e da estratégia de marketing.

- *Later Stage Development Capital*

O financiamento ocorre em empresas que tenham atingido a sua fase de maturidade, mas, não obstante tenham desenvolvido e comercializado determinado produto ou serviço, não conseguem expandir o seu negócio, necessitando deste modo de investimento, que vise o seu crescimento e expansão, através do recurso à mecanismos e técnicas mais eficientes de produção, comercialização e promoção da atividade da empresa.

- *Management Buy Out*

O financiamento destina-se a aquisição do controlo da empresa pelos gestores ou por sócios minoritários. Diferencia-se do Management Buy in, pelo fato deste último, caracterizar-se pelo financiamento destinado à aquisição do controlo da empresa, não por gestores afetos à mesma, mas sim, externos.

- *Mezzanine*

Este tipo de financiamento ocorre em resultado da contração de uma dívida não reembolsada no prazo acordado, podendo, por conseguinte, consubstanciar-se à sucessão de ações, tomada de controlo por parte de Gestores ou fusões de empresas.

- *Replacement equity (Capital de Substituição)*

Este instrumento proporciona o financiamento a um acionista minoritário, não pertencente a SCR, para a obtenção de ações de outros investidores, podendo estes serem individuais ou pertencentes a SCR.

- *Resgate – Turnaround*

Este financiamento ocorre quando a empresa apesar de estar no mercado e apresentar-se bem estruturada, revela uma situação financeira deficitária. Assim, a injeção de capital destina-se à sanar a débil situação financeira da empresa, evitando que esta atinja elevados níveis de insolvência e proporciona a recuperação da saúde financeira e da performance de mercado.

Aqui, a semelhança do que acontece nos restantes tipos de financiamento através de capital de risco, o interesse do investidor é a aplicação do capital, em empresas com elevado potencial, que garantam no futuro, aquando da alienação da sua participação, a obtenção de ganhos significativos.

Note-se que, os capitalistas de risco com maior disponibilidade financeira para investirem, preferem fazê-lo em fases posteriores de desenvolvimento da empresa, tendo em conta que o retorno do capital esperado será maior (Pandher, 2021).

Entretanto, importa reiterar que na literatura encontramos duas formas substanciais da operacionalização do financiamento por via do capital de risco, diferenciando-se por um lado o *Private Equity* e por outro lado, o *Venture Capital* (Madi, 2020).

Figura 4: Formas de Operacionalização do Capital de Risco



Fonte: Madi (2020)

Venture Capital (VC) diz respeito sobretudo aos fundos concedidos à uma empresa em estágio inicial ou, em estágio posterior de seu ciclo de vida de crescimento (Gatauwa & Mwithiga, 2014). Embora os investimentos em capital de risco em fase inicial tenham suscitado grandes questões relacionadas com o estímulo das políticas para mitigar défices de financiamento, o seu impacto económico e social é geralmente considerado positivo (Lockett et al., 2002). Os VCs preferem investir mais em estágios iniciais e menos em estágios posteriores do que outros tipos de investidores. (Block et al., 2019).

Quanto às características individuais, os profissionais de investimento, afetos às empresas de Venture Capital, revelam menos experiência como investidores, poucos têm formação empresarial e normalmente, apresentam formação em ciências naturais ou engenharia. No entanto, esses profissionais demonstram, elevado nível de experiência empreendedora, com histórico de trabalho qualificado, junto de *startups* ou Pequenas e Médias Empresas. (Block et al., 2019). O venture capital é uma importante fonte de financiamento para as jovens empresas, na medida em que, fornece os recursos necessários para estimular a inovação, assegura o investimento das novas iniciativas de alto risco, patrocina a manutenção do negócio, fomenta a geração de emprego e de fluxos de receitas para a economia. Adicionalmente, o VC proporciona às jovens empresas, monitoria e orientação estratégica, além de networks, para estas elevarem o seu potencial e melhorem a sua performance no mercado. (Pradhan et al., 2018).

Também o *private equity* tornou-se uma importante fonte de financiamento para as empresas, nas suas diversas etapas de desenvolvimento e alguns estudos salientam a sua contribuição positiva, no incentivo ao surgimento de novas tecnologias, na geração de emprego, na melhoria do desempenho das empresas e por conseguinte, no crescimento económico de um país ou região (Gatauwa & Mwithiga, 2014). Note-se que, os investimentos em *private equity* aumentaram consideravelmente nas últimas décadas e revelaram-se vantajosos não apenas no curto prazo, mas também no médio longo prazo. Quando os investidores de *private equity* investem o seu capital numa determinada empresa, estimulam outras empresas do mesmo ramo, que não tenham beneficiado de investimento de *private equity*, a recorrer às novas tecnologias para modernizarem-se, tornarem-se eficientes e competitivas, melhorando a sua performance no mercado, o que contribui em última instância, para o crescimento do sector real da economia (Aldatmaz & Brown, 2020).

Os investimentos de *private equity* são realizados em grande medida através de fundos fechados e, os investidores, na qualidade de sócios têm como missão, a alocação de recursos

financeiros. Todavia, as decisões relacionadas com o investimento são delegadas ao gestor de *private equity*, sendo que, com frequência os investidores têm recorrido aos gestores de *private equity* e investem os seus recursos, em empresas fora da estrutura de fundos, utilizando a atividade de co-investimento, a qual tornou-se uma prática relevante no negócio de *private equity*, pelo facto de fornecer aos investidores, oportunidades promissoras através de custos mais baixos (Braun et al., 2020).

Apesar da diferença supramencionada é importante notar que, alguns investigadores usam o termo *venture capital* como sinónimo para *private equity* (Schickinger et al., 2018).

Na segunda parte do trabalho, além do enquadramento teórico e geral dos conceitos essenciais, apresentamos o resultado da pesquisa sobre o financiamento de pequenas e médias empresas, beneficiadas pelas políticas de incentivo financeiro, ao abrigo do Programa Angola Investe, o qual como atrás referimos, após descontinuidade, deu lugar ao PRODESI. Outrossim, será feita alusão, ao impacto do financiamento através de iniciativas de capital de risco, no desenvolvimento empresarial.

Capítulo 2 – Enquadramento

2.1. Incentivos Financeiros à Luz dos Programas Angola Investe e PRODESI

É relevante o papel que o sector financeiro desenvolvido, assume na expansão e solidificação da indústria, permitindo o rápido aproveitamento de oportunidades, a proteção contra os riscos e ainda a conceção de estratégias de diversificação (Amaral & Monteiro, 1995). Aqui basicamente é evidenciada, a relevância do sistema financeiro como um todo, no desenvolvimento empresarial, destacando-se na abordagem o sector da Industria, onde inclui-se não só papel do sector bancário (no que refere a concessão de créditos, os quais podem ser bonificados, ou incorporarem condições que emanam de políticas de incentivo financeiro), como também o sector não bancário, a exemplo das seguradoras, as quais servem de alavanca na mitigação dos riscos inerentes a atividade empresarial, em situações decorrentes de contextos menos favoráveis no âmbito de eventuais processos de diversificação.

Os incentivos financeiros na economia de um país podem tomar corpo por via da implementação de várias políticas públicas, as quais surgem no processo de desenvolvimento das nações e regra geral, com o patrocínio do poder político.

Existe uma relação muito próxima entre incentivos e economia. O Prémio Nobel de ciências económicas de 1972, Kenneth J. Arrow, da Universidade de Stanford, considera que, o estudo dos incentivos para alcançar ganhos potenciais recíprocos, quando as partes têm diferentes graus de conhecimento, tem sido o mais importante desenvolvimento na economia, nos últimos anos. Embora Adam Smith tenha expressado os primeiros *inputs* sobre o assunto, apenas nos últimos anos a teoria dos incentivos, uma abordagem moderna no cerne da economia, tem vindo a ser amplamente explorada por alguns autores, de entre os quais distinguimos Laffont & Martimort (2002), que referem que Bernard (1938) terá sido muito provavelmente, o primeiro a tentar desenvolver uma teoria geral de incentivos, com uma visão ampla sobre a dimensão do entendimento da noção de incentivos, compreendendo a componente de incentivos monetários e de incentivos não monetários. Para os autores a prática de políticas de incentivo inadequadas implica a alteração dos objetivos estratégicos, podendo inclusive gerar a falência da organização. Por outras palavras, o desenvolvimento de uma empresa está intrínseco à sua capacidade de motivar os trabalhadores, através de políticas de incentivo adequadas, que estimulem o espírito de entrega individual e do coletivo e promovam a eficiência de processos de trabalho.

Landry et al (2017), no seu trabalho sobre “A relação entre incentivos financeiros, motivação e desempenho”, sugerem que o resultado da utilização de incentivos financeiros pode ser eficaz desde que administrados de forma adequada, provendo a motivação, a autonomia e o melhor desempenho do trabalhador (Landry et al., 2017), o que potenciará o crescimento da empresa e em última instância, favorecerá a economia à escala sectorial e, ato contínuo, poderá fomentar o aumento da produção nacional e eventualmente também o volume das exportações do País.

O estudo sobre a influência dos incentivos públicos, financeiros e fiscais, no volume de exportações, desenvolvido junto de várias empresas europeias, revelou que em grande medida, a dimensão da empresa é uma condicionante do acesso ao incentivo financeiro e as empresas que beneficiam desses incentivos públicos, tendem a apresentar melhor desempenho. Nesta senda, os autores instam os governos a criarem incentivos financeiros com cobertura de fundos públicos, no quadro de políticas de subsídios às empresas, para o fomento das exportações, sobretudo em períodos de crise financeira (Okafor et al., 2020).

Para promoverem o emprego, diminuírem os níveis de pobreza (sobretudo em economias de países em desenvolvimento), aumentarem os níveis de inclusão social, diversificarem a economia (caso particular de Angola), estimularem o empreendedorismo e a emergência de uma classe empresarial forte, diminuírem a dependência da importação e em substituição, fomentarem a produção interna e a exportação, os Estados implementam medidas de apoio às empresas, conducentes ao fomento de investimentos e subjacentes às políticas de subsídios, mormente de ordem financeira e fiscal. Os subsídios compreendem as participações e os recursos financeiros cedidos às empresas, que as compensam por gastos realizados em investimentos em capital fixo, ou na execução de despesas de bens e serviços de exploração (Bastos, 2016).

Os incentivos podem ser de natureza geral ou específica, consubstanciados respetivamente ao seguinte (Laffont & Martimort, 2002):

Incentivos Gerais

- a) Atratividade associativa
- b) Adaptação das condições habituais, métodos e atitudes
- c) Oportunidade de participação

d) Condições de congregação

Incentivos Específicos

- a) Incentivos Materiais
- b) Pessoais
- c) Condições Físicas Desejáveis
- d) Benefícios Ideais

Neste trabalho, a lógica da abordagem dos incentivos fará acento tónico aos estímulos financeiros e fiscais e terá subjacente o entendimento da implementação do Programa Angola Investe e o PRODESI. Assim podemos observar que no âmbito do Programa Angola Investe, mediante requisitos pré-definidos, as empresas, sobretudo do sector produtivo, beneficiaram de financiamento, cujos limites foram previamente estabelecidos, as taxas de juros foram bonificadas, com condições de reembolso bastante flexíveis e amortizações moderadas, a altura da expectativa de evolução/ crescimento do negócio. Santana (2002) refere que, os incentivos têm como principal propósito o estímulo do desempenho das empresas.

Em sede do Programa Angola Investe, iniciado em 2013, foram aprovados até Março de 2016, 468 financiamentos, no valor superior a Kz 87 Milhões, dos quais Kz 61 Milhões foram desembolsados, por 17, dos 20 Bancos do sistema financeiro angolano, consubstanciados à linha de financiamento Angola Investe.

Esta linha de financiamento de médio-longo prazo decorreu sob tutela do Ministério das Finanças de Angola, mas, acompanhada pelo Instituto Nacional de Pequenas e Médias Empresas (INAPEM), entidade tutelada pelo Ministério da Economia e Planeamento e, responsável pela certificação das empresas que se candidatam aos benefícios de programas de fomento empresarial. Associada à certificação, como condição precedente à obtenção do financiamento, as empresas necessitavam de dispor de um projeto de investimento e o processo de candidatura tinha de ser instruído junto de um dos bancos consubstanciados à *engenharia* do Angola Investe.

O executivo angolano para alavancar a micro, pequena e média empresa, além de conceber o Programa, garantiu através do Fundo de Garantia de Crédito do Estado, 70% do financiamento

às empresas, o que reduziu substancialmente, i.e., para 30%, o risco dos Bancos Comerciais envolvidos na operação do crédito bonificado.

Os termos do financiamento ao abrigo do programa Angola Investe, comportaram o montante máximo de USD 200 mil para as Micro e Pequenas Empresas e USD 5 Milhões para as Médias e Grandes Empresas. O custo do financiamento envolveu a taxa de juros de 5%, para um prazo de reembolso de 5 anos, com período de carência de 6 meses. Associado a este benefício financeiro, o programa comportou igualmente uma componente de incentivos fiscais, caracterizada pela redução ou isenção por determinado período, do pagamento de impostos, mediante fosse o sector e ou região do país, em que se localizasse o investimento.

A este propósito, a Lei dos Incentivos Fiscais em Angola estabelece sobre os critérios da concessão dos incentivos, que os mesmos são atribuídos, segundo seja a inserção dos investimentos nos sectores prioritários da economia, onde a agricultura e a indústria assumem a preponderância. Ainda sobre as exigências referenciadas na supracitada Lei, o artigo 7º, esclarece os requisitos, que sustentam os pressupostos, para que os contribuintes sejam elegíveis à obtenção dos benefícios legalmente previstos:

- a) Ter a autorização legal para o exercício da atividade e as obrigações fiscais regularizadas;
- b) Não se encontrar em situação de incumprimento, com dívidas vencidas, junto do Estado, da Segurança Social e do sistema financeiro no geral (banca comercial e outras instituições afins);
- c) Ter os fatos patrimoniais da empresa corretamente registados, isto é, ter a contabilidade devidamente organizada.

Deste modo, de acordo com o cumprimento das condições supra elencadas, as empresas podem obter os seguintes benefícios, em sede dos incentivos fiscais:

- Isenção do pagamento de direitos aduaneiros, por um período mínimo de 3 e máximo de 6 anos, para as ações de investimento, que comportem a aquisição no exterior do país de bens e de serviços para o início e desenvolvimento de Projetos de natureza prioritária.
- Isenção do pagamento do imposto industrial, num período mínimo de 8 e máximo de 15 anos, conforme a zona do país, de realização do investimento.

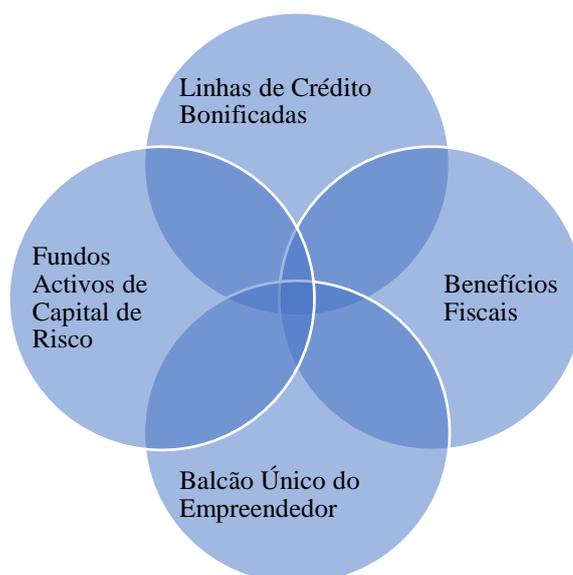
- Isenção do pagamento de imposto sobre a aplicação de capitais, relativamente ao lucro dos Acionistas, para o período que varia entre 5 a 15 anos, mediante a zona do país em que se realiza o investimento.
- Isenção do pagamento do imposto de sisa, aquando da aquisição de terrenos e imóveis que estejam ou venham a estar afetos ao investimento inserido num Projeto classificado como sendo de natureza prioritária.

De entre os sectores prioritários listamos, no âmbito do “Programa Angola Invest”, os que seguem:

- a) Agricultura, Pecuária e Pescas
- b) Construção
- c) Serviços de Apoio ao Sector Produtivo (onde destacamos incubadora de empresas com serviços de consultoria, contabilidade e marketing)
- d) Indústria Transformadora, Geologia e Minas

Em suma, ao abrigo do Decreto Presidencial nº 41/12 de 13 de Março, foi aprovado o modelo de implementação do Programa de apoio às Micro, Pequenas e Médias Empresas, o qual de acordo com o estabelecido no seu artigo 2º, “visa regulamentar as linhas gerais para promoção de incentivos fiscais, financeiros, organizacionais, reforço de competências e de inovação tecnológica das Micro, Pequenas e Médias Empresas (MPME's)”. Neste sentido, para cumprimento dos desideratos gizados, conforme artigo 6º do supracitado diploma, as MPME's tinham como suporte os seguintes instrumentos:

Figura 5: Instrumentos de Apoio ao Desenvolvimento das MPME's



Fonte: Lei das Micro, Pequenas e Médias Empresas; INAPME

- As Linhas de Crédito, enquanto instrumento de apoio ao desenvolvimento das MPME's têm como propósito garantir o empréstimo bancário em condições bonificadas e com garantia concedida pelo Estado angolano, sempre que o tomador do empréstimo (MPME) não disponha de colaterais suficientes para cobrir a solicitação do Banco.
- Quanto ao Fundo Ativo de Capital de Risco, a sua finalidade é assegurar a participação direta de capital, no crescimento sustentável de empresas privadas, com elevado potencial de competitividade, capazes de proverem a substituição das importações, bem como, a criação e a manutenção de emprego.
- Relativamente ao Balcão Único para o Empreendedor, este teve como cerne a simplificação do processo de constituição da empresa e início da atividade também de forma célere e menos dispendiosa, por via da obtenção de licenças e alvarás a custos mais económicos, em conformidade com os termos do Diploma que cria o Balcão Único. (Decreto Presidencial nº 40/12, de 13 de Março).
- Concernente aos Incentivos Fiscais, a incidência recai sobre a obtenção de benefícios fiscais, como sendo por exemplo, por via da isenção do imposto de selo e outros que potenciam a redução da carga tributária das MPME's e o alívio da pressão sobre as suas respetivas tesourarias.

A expectativa da abrangência do Programa Angola Investe ascendeu a 50 mil empresas. Em sede da Lei das Micro, Pequenas e Médias Empresas, respaldada pela Lei nº 30/11 de 13 de Setembro, aprovada pela Assembleia Nacional, “entende-se por empresa, as sociedades que, independentemente da sua forma jurídica, tenham por objeto o exercício de uma atividade económica.” (Vide artigo 4º da supracitada Lei). Concernente à distinção entre Micro, Pequenas e Médias Empresas, o artigo 5º da mesma Lei alude, especificando os critérios que, cada uma das tipologias deverá obedecer, tomando como base de comparação o nº de trabalhadores e a faturação bruta anual, conforme quadro que se segue:

Quadro 4: Critérios Identitários para Classificação das MPME's

Tipologia da Empresa	Critérios	
	Nº Trabalhadores	Faturação Bruta Anual
Micro	Até 10	Inferior ou igual a USD 250 Mil
Pequena	Superior a 10 e até 100	Superior a USD 250 Mil, até ao equivalente a USD 3 Milhões
Média	Superior a 100 e até 200	Superior a USD 3 Milhões, até ao equivalente a USD 10 Milhões

Fonte: Lei das Micro, Pequenas e Médias Empresas

Todavia, o executivo angolano após as eleições de 2017, procedeu à extinção do Programa Angola Investe, tendo em ato contínuo referenciado o surgimento de um novo Programa, o PRODESI. Trata-se da sigla que dá nome ao “Programa de Apoio à Produção, Diversificação das Exportações e Substituição das Importações”. A sua execução decorre da necessidade de corrigir os constrangimentos identificados nos Programas anteriores, impedindo-os de atingirem as metas pré-estabelecidas e de utilizar de forma mais racional, os recursos financeiros, humanos e outros, afetos à implementação perniciosos dos mesmos.

Neste sentido, com o propósito de maximizar a utilização racional dos recursos financeiros do Estado, colocados à disposição das Empresas elegíveis ao Programa, para estimular a capacidade e qualidade da produção interna, incentivar a geração e manutenção de emprego, a criação de riqueza, a diversificação da economia e potenciar a exportação de bens em substituição das importações, foi aprovado o PRODESI, através do Decreto Presidencial n.º 169/18 de 20 de Julho. De entre os sectores prioritários, no âmbito do Programa, destacam-se os não petrolíferos, como a Agro-indústria, os Recursos Minerais e os Florestais, com o objetivo

de fomentar a exportação e conseqüentemente, estimular a diversificação da fonte de captação das receitas cambiais. Neste contexto são encetadas de forma transversal e integrada, várias iniciativas, privilegiando a adequação da preparação dos Projetos, o acompanhamento e a monitorização da implementação das várias etapas, bem como a avaliação dos resultados das mesmas, corrigindo sempre que necessário, eventuais constrangimentos.

Assim, destacamos os seguintes eixos, de entre os vários existentes, no âmbito dos instrumentos da implementação do PRODESI:

- Conceber, aprovar e implementar, faseadamente, iniciativas de substituição de importações nos sectores da agricultura, pecuária, agro-indústria, pescas, indústria alimentar, indústria ligeira, indústria pesada, saúde, formação técnica e profissional e educação.
- Criar e ajustar incentivos fiscais e cambiais à diversificação das exportações e substituição das importações.

Importa realçar que o Programa tem respaldo ao mais alto nível, considerando que o mesmo é coordenado pela Comissão Económica do Conselho de Ministros, que por sua vez é chefiada pelo Titular do Poder Executivo (TPE), o Presidente da República. Do ponto de vista de execução, o Programa é coordenado pelo Ministério da Economia e Planeamento, cuja competência é de conduzir a equipa interministerial, integrada por representantes de vários Ministérios, designadamente, da Justiça e Direitos Humanos, das Finanças, da Agricultura e Pescas, dos Recursos Minerais e Petróleos, da Cultura, Turismo e Ambiente, das Obras Públicas e Ordenamento do Território, da Indústria e Comércio, das Telecomunicações, Tecnologias de Informação e Comunicação Social, da Energia e Águas e ainda o Governador do Banco Nacional de Angola (BNA).

Para o financiamento das ações aportadas ao PRODESI, foi criado o Projeto de Apoio ao Crédito (PAC), sendo a decisão do limite do financiamento, da competência do Promotor do Investimento e do Banco Comercial, isto é, do credor da operação.

Quanto aos termos da operação de crédito, os mesmos variam amplamente, consoante o sector da atividade e, mediante sejam concedidos pelo Banco de Desenvolvimento de Angola – BDA, ou por outro banco comercial, sendo as condições no primeiro caso, menos onerosas. No entanto, relativamente à maturidade do financiamento (prazo do reembolso) e à carência

(período em que não se regista o pagamento dos juros), os limites mínimos são 2 e 1 ano, respetivamente.

Também de realce, no âmbito das condições para a obtenção de crédito no quadro do PRODESI, é a obrigatoriedade das empresas terem que demonstrar por um lado, que têm a contabilidade organizada, bem como a obrigação fiscal regularizada e por outro, apresentar evidências da capacidade de organização e de gestão dos respetivos planos de negócio, atestada pela proficiência técnica e profissional dos seus gestores, certificada documentalmente. Adicionalmente, devem os gestores e os proprietários das empresas que beneficiam do crédito no âmbito do PRODESI, atestarem a sua idoneidade, mediante respaldo documental, que confirme a regularidade da situação legal e fiscal dos mesmos.

2.2. Incentivos Financeiros no Desenvolvimento Empresarial

Este ponto compreende a abordagem, do subponto 2.2.1. sobre os pressupostos teóricos do Desenvolvimento Empresarial, na dimensão da Empresa e do Empresário, bem como, do subponto 2.2.2 sobre os Incentivos Financeiros, o Desenvolvimento Empresarial e os fundamentos do Programa Angola Investe.

2.2.1. Pressupostos Teóricos

A abordagem sobre o desenvolvimento empresarial não é concebível sem o entendimento dos conceitos de empresa e de empresário. O desenvolvimento empresarial pressupõe a existência de empresas sustentáveis, capazes de gerar valor, quer seja pelo financiamento através de capital próprio (auto sustentando-se financeiramente), quer seja pelo financiamento no mercado, por via do recurso ao crédito contraído junto de instituições financeiras (cumprindo os termos do serviço da dívida contraída), ou ainda através de instrumentos financeiros com características híbridas. Mas, para tal, impõe-se que exista como alicerce a visão estratégica de um empresário, competente o suficiente, não só para a leitura dos sinais do mercado e o reconhecimento das oportunidades de negócio daí resultantes, mas sobretudo, com a expertise de definir estratégias

com metas SMART³, que visem proporcionar o crescimento da empresa considerando as três dimensões que capitalizam o desenvolvimento empresarial, nomeadamente, a componente económica, a social, e a ambiental.

Em Julho de 2017, Luís Todo Bom, no âmbito de uma conferência sobre “Condições para o Crescimento da Economia”, tendo como referência a realidade portuguesa, apresentou quatro perspectivas de áreas críticas para o desenvolvimento empresarial, as quais julgamos serem transversais às outras sociedades, como a angolana, e, por conseguinte, serão aqui referenciadas não no sentido de serem neste trabalho aprofundadas, mas como contribuições para eventuais estudos futuros. Assim, as quatro áreas críticas apresentadas são as seguintes:

a) Dimensão e *rating* das empresas. Neste ponto, o entendimento é de que, as empresas de menor dimensão enfrentam maiores obstáculos para a penetração e sobrevivência aos níveis de competitividade impostos pelos mercados internacionais, cuja robustez e dimensão é maior.

b) Eficiência do sistema de inovação empresarial. Neste quesito defende-se a existência de um portal de inovação, com potencialidade para gerir uma rede de empresas que facilite o conhecimento, de forma integral, por um lado e por outro também se defende que a inovação tecnológica incida não apenas ao nível dos produtos e serviços oferecidos, mas também, dos processos e procedimentos.

c) Tomada de decisões estruturais com base em fundamentos teóricos pouco sustentados, os quais afetam negativamente a qualidade da gestão. Aqui, a chamada de atenção é sobre as decisões de investimento, de carácter extremamente importante, que são tomadas, tendo como base premissas de estudos débeis, que conduzem à planos e estratégias de atuação pouco sólidas e sem a necessária consistência, as quais afetam negativamente o desempenho da gestão e, por conseguinte, condicionam o resultado esperado.

Não nos detendo ao nível do sector real da economia e considerando o esforço que Angola tem feito no sentido de diversificar a economia, acrescendo a dinâmica que se tem imprimido no sentido da captação cada vez maior de investimento, sobretudo estrangeiro, urge refletir sobre a solidez dos estudos prévios e principalmente sobre a viabilidade dos mesmos, sob risco de ao invés de diversificarmos a economia estarmos a agravar um cenário sombrio e cada vez

³Para que sejam SMART, as metas devem agregar as seguintes características: “Specific (Específica); “Mensurable” (Mensurável); “Attainable” (Atingível); “Realistic” (Relevante) e “Time” (Prazo para o seu cumprimento).

mais volátil (devido à elevada exposição aos choques externos), para saúde financeira como herança e sob gestão das futuras gerações, caracterizada pelo elevado nível do *stock* da dívida pública. Importa aqui referir que, parte considerável da dívida pública angolana, gerada internamente, teve como credor o sector empresarial e, a não regularização do passivo por parte do Estado, condiciona a gestão de tesouraria das empresas, conduzindo-as em alguns casos à situação de falência técnica, diante da situação gravosa de falta de liquidez, à que as mesmas são expostas.

d) A atuação dos gestores que no exercício do dever apresentam desculpas e arrependimentos ao invés de referirem-se aos instrumentos e formas de resolução dos problemas identificados, como constrangimento ao alcance de determinado objetivo.

Como se pode verificar, a abordagem sobre o desenvolvimento empresarial apesar de ter como premissa a existência da empresa e do empresário, abrange também a envolvente conjuntural, caracterizada pelo ambiente de negócios, subjacente ao estado das infraestruturas existentes, das condições macroeconómicas, aspetos socioculturais, ambientais, de literacia e de natureza tecnológica, não excluindo, os de ordem política, que atuam como o principal niveladores da confiança dos agentes económicos e conseqüentemente, quando conjugado com os demais fatores supracitados, constitui o barómetro para a aferição da atratividade do investimento, independentemente do setor da economia, devido ao elevado risco e incerteza da recuperação dos recursos investidos.

No contexto empresarial distinguimos quatro dimensões, nomeadamente: i) o ambiente político e legal; ii) o ambiente tecnológico; o ambiente económico; e o ambiente sociocultural (Carvalho, L., 2014).

- O ambiente político e legal está relacionado com o quadro político do país bem como com os Diplomas e normativos que regem a atividade que corresponde ao objeto social de determinada empresa.
- O ambiente tecnológico corresponde ao nível de desenvolvimento e ao respetivo acesso às tecnologias de comunicação e informação, em que a empresa se encontra inserida.
- O ambiente económico é revelado pela conjuntura dos mercados ao nível nacional e internacional e abrange os fatores de ordem microeconómica bem como os indicadores

macroeconómicos, que inferem o clima de negócios e a confiança dos agentes económicos, afetando o ritmo do desenvolvimento empresarial.

- O ambiente sociocultural está consubstanciado aos aspetos de ordem social e cultural, marcados por questões éticas, nível de escolaridade, literacia financeira e outros, que influenciam as escolhas e preferências no consumo de determinado produto ou serviço.

Em sede da abordagem relativa às vantagens competitivas, vale recordar o modelo desenvolvido por Michael Porter, no seu livro sobre “As Vantagens Competitivas das Nações”, cuja lógica foi também aplicada às empresas no âmbito das chamadas “Cinco Forças de Porter”.

O Modelo das cinco forças de Porter distingue em sede da análise das vantagens competitivas entre empresas, a) A rivalidade entre os concorrentes (tendo como objetivo conhecer o número e a natureza dos produtos ou serviços oferecidos pelos concorrentes que operam no mesmo segmento do mercado); b) Ameaça da entrada de novos Agentes (cujo desempenho pode ser influenciado pelas barreiras de entrada no mercado, tais como acesso a informação privilegiada, capacidade financeira; economia de escala e canais de distribuição); c) Poder de decisão dos clientes quanto ao preço e qualidade dos produtos e serviços ditado pelas forças do mercado; d) Poder de decisão dos fornecedores de matéria-prima e serviços, num determinado nicho, ditado pelas forças do mercado; e) Ameaça de Produtos substitutos (pode ser dirimida através de investimentos em pesquisas e novas tecnologias que visem a melhoria da qualidade do produto oferecido ou do serviço prestado).

Em suma, existe uma relação de reciprocidade entre o Desenvolvimento Empresarial e a competitividade. A competitividade ao influenciar na melhoria dos processos de produção e distribuição de produtos ou serviços, estimula o aumento da produtividade, dos níveis de eficiência e eficácia na empresa e, por sua vez, a produtividade estimula o aumento do grau de competitividade das empresas. Por tudo que foi anteriormente referenciado, entendemos o desenvolvimento empresarial como sendo a execução expurgada, madura e inovadora, de determinada estratégia, baseada em estudos consistentes sobre a conjuntura económica, política e sociocultural, do ambiente em que a mesma é concebida, com a finalidade de fomentar e promover a competitividade e a geração de valor da empresa, através da otimização e, da gestão eficiente e racional dos seus recursos.

A Empresa

No sentido lato, a empresa é uma unidade económica e constitui fonte de criação de riqueza e geração de emprego, sendo por isso instrumento de desenvolvimento da economia de um país.

No seu percurso histórico, o conceito de empresa encontra entendimento em várias dimensões e é abordado de forma multidisciplinar. Pappas, Brigham & Hirschey (1983), no trabalho sobre a natureza e o âmbito da economia de gestão, distinguem a empresa como sendo a combinação de pessoas, bens físicos e informação, cuja principal finalidade é a maximização da riqueza, ou do valor dos recursos à disposição da mesma. Olhando para a perspetiva histórica, diferenciamos a abordagem Clássica, Neoclássica, Marxista e Sistémica, da empresa.

O modelo clássico exhibe a empresa como resultado da combinação de fatores produtivos, sendo a principal função, a produção e a venda do produto no mercado e o objetivo essencial o lucro.

Na perspetiva neoclássica, encontramos empresas mono produtoras que atuam no mercado como fragmento de um todo, sendo a expressão máxima, a teoria geral dos preços e do equilíbrio económico.

A perspetiva marxista apresenta a empresa como o expoente das relações sociais, subalternizando o seu carácter económico e financeiro.

A conceção sistémica apresenta a empresa como sistema de fluxos de entradas e de saídas, em permanente interação com o exterior, assumindo o sector financeiro neste particular, uma importante dimensão. Note-se que esta também foi a linha de abordagem de Amaral & Monteiro (1995), ao referirem que, cada vez mais, os aspetos financeiros são decisivos na definição das estratégias empresariais. Importa aqui destacar que, esta abordagem, é aquela na qual nos revemos, na medida em que, apesar de reconhecermos a importância dos recursos humanos, das novas tecnologias e da informação, acreditamos na relevância dos recursos financeiros, enquanto fator determinante da ação do empresário.

O Empresário

Tal como o conceito de empresa, também o de empresário encontra-se exposto ao cenário de multiplicidade de abordagens, onde distinguimos a clássica, a neoclássica, a schumpeteriana e a kirzneriana.

Relativamente a perspetiva clássica, fortemente consubstanciada ao pensamento de Jean Baptista Say, o empresário é o cerne dos fatores de produção, constituindo o elemento central

deste processo. Para Say, um empresário é um agente supervisor. O Autor e economista francês, protagonista da famosa Lei de Say, segundo a qual, a oferta cria a sua própria procura, identificou no indivíduo as qualidades de um empresário e distinguiu-as de um capitalista puro. Em suma, a perspetiva clássica reconhece no empresário, o agente supervisor e coordenador do processo produtivo, sendo o seu principal atributo, a capacidade de administrar, tomar decisões e gerar lucros no mercado, estimulando a acumulação de capital, através de processos de produção e da realização desta, de forma eficiente.

A conceção neoclássica está subjacente a perspetiva do “*one best way*”. Nesta vertente, o agente económico, está em contato com o meio envolvente e por conseguinte, está em condições favoráveis para obter informações sobre as variantes exógenas da empresa e formular a melhor estratégia de afetação dos seus recursos. A lógica de ação do empresário, nesta perspetiva é de natureza utilitarista e está subjacente à existência do equilíbrio, num mercado de concorrência perfeita e com fluidez na informação.

Na perspetiva schumpeteriana, identificamos que tal como Say, Schumpeter também distingue as qualidades do empresário, das qualidades de um capitalista. Todavia, Schumpeter realça no agente económico, a particularidade da inovação, como intrínseca à atividade empresarial. Ou seja, Schumpeter retoma a perspetiva conceptual de Say e melhora, introduzindo o atributo de inovador às qualidades do empresário, pela capacidade deste, de criar e desenvolver produtos, em processos de produção mais eficazes, com novas tecnologias e para novos mercados. A abordagem de Schumpeter por conseguinte destaca o papel desenvolvimentista do empresário, para o crescimento da empresa e sua expansão. Importa também realçar que, para Schumpeter, a ocorrência de crises no funcionamento da economia é inevitável, razão pela qual critica a teoria neoclássica, sobre o equilíbrio geral e considera o lucro, uma variável diretamente consubstanciada à capacidade inovadora do empresário.

Na perspetiva de Kirzner, o elemento marcante é a habilidade para a vigilância que o agente económico demonstra, ao descobrir no mercado novas formas de penetrar e explorar oportunidades, para maximizar o seu lucro. Nesta senda, Kirzner contesta a perspetiva neoclássica, considerando que a mesma anula o papel do empresário, na medida em que, ignora a capacidade deste influenciar o mercado. Por outro lado, Kirzner censura de igual modo Schumpeter, referindo que, o empresário não é inovador, na medida em que, a informação da qual o mesmo se serve na sua atividade, já se encontra no mercado. Para Kirzner o que faz de facto diferença e marca a figura do “empresário puro”, relativamente ao indivíduo que

simplesmente se encontra no mercado, é a capacidade deste, descobrir no mercado a informação, interpretar e desvendar as oportunidades, para otimizar recursos e maximizar os ganhos. (Kirzner, 1973). De facto, julgamos ser inevitável, a existência de uma simbiose entre a empresa e o mercado, bem como, entre o mercado de bens / serviços e o mercado financeiro.

2.2.2. Pressupostos Fundamentais do Programa Angola Investe

Os incentivos financeiros constituem uma das várias formas de financiamento dos investimentos das empresas. Neste ponto iremos elencar em linhas gerais, os pressupostos básicos da aplicação de um dos programas que fortemente contribuiu, através de incentivos financeiros, para alavancar as empresas de Micro, Pequena e Media dimensão em Angola, denominado “Angola Investe” (substituído em ato contínuo, mas ajustado, pelo PRODESI, como atrás referenciamos).

Assim, destacamos que a execução do supra referenciado programa foi parte integrante de um conjunto de ações, que no âmbito do apoio ao empresariado angolano, visava assegurar a “proteção ao desenvolvimento da competitividade do sector privado nacional:”⁴

- a) Fomentar a emergência da classe empresarial, por via de programas de capacitação e formação.
- b) Operacionalizar o Fundo de Fomento Empresarial.
- c) Dar continuidade a implementação do Programa Angola Investe, “com vista à facilitação do acesso ao crédito por parte das MPME's, ao desenvolvimento de programas de capacitação às MPME's, à desburocratização do processo de constituição e licenciamento das MPME, concessão de apoios institucionais e fiscais às mesmas...”⁵
- d) Dar continuidade ao programa “Feito em Angola” e o “Programa de Apoio ao Pequeno Negócio – PROAPEN”, para fomento da contratação e consumo de produtos nacionais e a facilitação ao acesso ao crédito, respetivamente.

⁴Programa do Governo para 2012-2017, Pag. 109

⁵Programa do Governo para 2012-2017, Pag. 109

- e) Identificar no âmbito de programas em curso, jovens talentosos com elevado potencial empreendedor, para em sede de programas específicos e com apoio de incubadoras de empresas, promover ações de incentivo e desenvolvimento de tais competências.
- f) Promover através de recursos do Estado, ou com recursos do sector privado, a criação de uma Sociedade Gestora de Capital de Risco, a qual deve apoiar a elaboração de planos estratégicos de pequenas e médias empresas, garantir a adoção de boas práticas de gestão e de controlo nas empresas investidas, bem como estimular nestas, o surgimento de vantagens competitivas. No âmbito do modelo de criação da Sociedade Gestora de Capital de Risco, a perspectiva é da constituição de parceria público-privada, com a utilização de fundos públicos, em sede de capital semente. Neste contexto, conjectura-se o retorno do capital investido, à esfera pública, na fase de maturidade do investimento.

Em sede do capítulo que aborda o resultado da pesquisa, referenciamos numa perspectiva estatística o impacto da aplicação do suprarreferido Programa Angola Investe e dos incentivos associados ao mesmo, no desenvolvimento das empresas, mormente, de pequena e média dimensão.

2.3. Sistema Financeiro Angolano – Conjuntura e Desafios

2.3.1. Perspetiva Histórica

A atual Lei do Regime Geral das Instituições Financeiras, a Lei nº 14/21 de 19 de Maio, contempla três grupos, *inter alia*, as instituições financeiras bancárias, as instituições financeiras não bancárias e outras legalmente classificadas, conforme o disposto no nº1, do Artigo 7º da supracitada Lei.

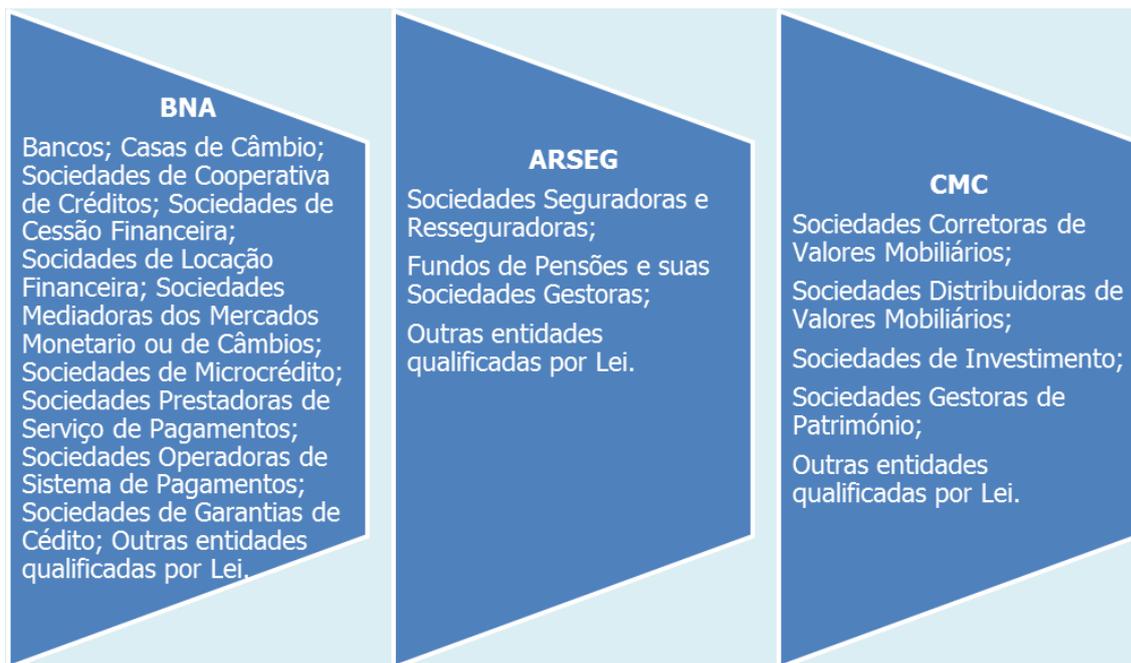
O primeiro grupo, as Instituições Financeiras Bancárias, abrange a atividade dos bancos comerciais, bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, caixas de crédito agrícola mútuo e outras empresas legalmente qualificadas para o efeito, sendo a supervisão da responsabilidade do Banco Nacional de Angola.

O Segundo grupo, as Instituições Financeiras não Bancárias, compreende três níveis, nomeadamente:

- a. As instituições financeiras não bancárias ligadas à moeda e crédito, como por exemplo, as Casas de Câmbio, as Instituições de Micro finanças, as Sociedades de locação financeira, Instituições de moeda eletrónica, etc., reguladas e supervisionadas igualmente pelo Banco Nacional de Angola;
- b. As instituições financeiras não bancárias consubstanciadas à atividade de seguros, resseguros e fundos de pensões, reguladas e supervisionadas pela Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros;
- c. As instituições financeiras não bancárias, cuja atividade esta relacionada com o mercado de valores Mobiliários e é supervisionada pelo Mercado de Capitais.

No esquema que se segue enquadrámos a natureza das várias instituições, que conformam os três supervisores do sistema financeiro angolano.

Figura 6: Órgãos Supervisores e Entidades Supervisionadas do Sistema Financeiro



Fonte: Lei nº 14/21 de 19 de Maio - Lei do Regime Geral das Instituições Financeiras

Concretamente sobre a reflexão numa perspetiva histórica, o ponto de partida da abordagem referente ao Sistema Financeiro Angolano, é o período pós-independência, proclamada em 11 de Novembro de 1975. Na altura operavam em Angola apenas seis Bancos, dos quais um, o Banco de Angola, exercia simultaneamente as funções de emissor e comercial, sendo que os demais (5) atuavam como bancos comerciais com as seguintes designações:

Banco Comercial de Angola (BCA); Banco de Crédito Comercial e Industrial (BCCI); Banco Totta Standard de Angola (BTSA); Banco Pinto & Sotto Mayor (BPSM) e Banco Inter Unido (BIU).

Aos supracitados bancos, juntavam-se no quadro do sector financeiro existente na época, quatro instituições de crédito, designadamente as que seguem:

Instituto de Crédito de Angola (ICRA); Banco de Fomento Nacional (BFN); Caixa de Crédito Agro-pecuária (CCAP) e Montepio de Angola.

A abordagem sob a perspetiva histórica e o respetivo enquadramento legal do setor financeiro em Angola é melhor percebida quando associada ao contexto socioeconómico e político. Nesta senda distinguimos em Angola dois períodos, nomeadamente, o da primeira República, entre 1975 e 1991 e a Segunda República, entre 1991 até a presente data.

A Primeira República foi marcada pela predominância da guerra fria que deixou o mundo dividido, entre os blocos capitalista, por um lado, e socialista por outro. Neste contexto, tendo Angola optado por “abraçar” os ideais do marxismo-leninismo que constituía a doutrina de base do bloco socialista, adotou do ponto de vista político o regime mono partidário, o qual era sustentado pelo sistema de economia planificada centralmente. A luz deste modelo económico, que defende o controlo do Estado sobre a economia, a atividade dos sectores da banca e dos seguros converteu-se em monopólio do Estado (Peres, João Leão, 2009: 4-7). Para o efeito foram produzidos Diplomas, nomeadamente as Leis N° 69/76 e a N° 70/76, ambas de 05 de Novembro, dando o respaldo legal à constituição do Banco Nacional de Angola (BNA) e do Banco Popular de Angola, respetivamente. Deste modo, por via da nacionalização, os supracitados Bancos absorveram o ativo e o passivo do então Banco de Angola e do BCA, respetivamente. Até ao início dos anos 90’, o BNA exercia cumulativamente as funções de Banco Central, Comercial e Emissor, notando-se também que a atividade bancária era exclusivamente desempenhada pelos Bancos estatais, a luz da Lei n° 4/78 de 25 de Fevereiro.

Ainda na primeira República registou-se a criação em 1978 da Empresa Nacional de Seguros de Angola (ENSA), a qual viria em 1981 a absorver o ativo e o passivo das demais empresas de seguros existentes na época.

Com a queda do muro de Berlim em 1989 e a Perestroica na Rússia, consumava-se o desmoronamento do bloco socialista, e países como Angola, que inicialmente haviam optado pelo modelo de economia centralizada, abriram na oportunidade, espaço às leis do mercado.

Aos primeiros sinais do desmoronamento do modelo socialista, Angola reagiu com a implementação do Programa de Saneamento Económico e Financeiro (SEF), implementado em 1987, o qual se consubstanciava na reforma do sector financeiro para a consequente estabilização do quadro macroeconómico.

Assim, do ponto de vista político, a segunda República está intimamente relacionada com o fim do mono partidarismo, enquanto na perspetiva económica, está consubstanciada à era da economia de mercado. No sector bancário assistiu-se à descentralização das funções do BNA, ao abrigo da Lei nº 4/91 (Lei Orgânica do BNA) e da Lei nº 5/91 (Lei das Instituições Financeiras), ambas de 20 de Abril. Neste contexto o BNA passou a desenvolver as funções de Banco Central, emissor, regulador e supervisor do sistema financeiro e deixou de exercer a função de banco comercial, passando esta atividade a ser realizada por Bancos comerciais. O novo quadro legal do sector bancário proporcionou a entrada no mercado, de novos Bancos, públicos e privados e, revolucionou a dinâmica de funcionamento destas instituições, impulsionando o surgimento de Diplomas para conformar a nova realidade, tendo neste âmbito de entre outras, sido aprovada a Lei 5/97, de 11 de Julho – a Lei Cambial e mais tarde a nova Lei das Instituições Financeiras – a Lei 1/99, de 23 de Abril, a qual conferia maiores poderes ao BNA, na qualidade de Banco Central. Importa notar que, foi também no âmbito das reformas verificadas no sector bancário no quadro da transição e posteriormente vigência da II República, que assistimos a liberalização cambial, deixando a taxa de ser administrativamente fixada pelo Estado.

No sector segurador a mudança verificou-se muito mais tarde. Em 1998, ao abrigo do Decreto – Lei nº 4/98 de 30 de Janeiro foi criada a entidade reguladora e supervisora do sector dos seguros, na época o Instituto de Supervisão de Seguros, substituído em 2013 ao abrigo do Despacho Presidencial nº 141/13 de 27 de Setembro, que cria a Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros (ARSEG). Importa reter que a liberalização no sector dos seguros registou-se em decorrência da aplicação da Lei nº 1/2000, de 03 de Fevereiro, Lei Geral da Atividade Seguradora. No entanto, foi recentemente, aos 24 de Março do corrente ano, aprovada pela Assembleia Nacional, a Lei da Atividade Seguradora e Resseguradora, que surge no âmbito da atualização do quadro legislativo do sector segurador em Angola.

Concernente ao Mercado de Capitais, registamos o Decreto nº 9/05, de 18 de Março e a Lei dos Valores Mobiliários (Lei nº 12/05, de 23 de Setembro) que refere os pressupostos da atuação do regulador e supervisor do sector, bem como os termos que estabeleceram a

institucionalização da Bolsa de Dívida e Valores de Angola (BODIVA), cuja atividade iniciou em Dezembro de 2014, tendo como missão assegurar com transparência e eficiência a gestão das transações nos mercados regulamentados de valores mobiliários.

Grosso modo, a atividade do Mercado de Capitais encontra-se ainda muito voltada para ações referentes ao seu quadro normativo sendo de destacar neste âmbito a aprovação e publicação dos seguintes diplomas legais:

- Lei nº 22/15 de 30 de Agosto, sobre o Código de valores Mobiliários;
- Decreto Legislativo Presidencial nº 4/15, de 16 de Setembro, sobre o Regime dos Organismos de Investimento Coletivo de Capital de Risco;
- Decreto Legislativo Presidencial nº 6A/15, de 16 de Novembro, sobre o Regime Jurídico dos Organismos de Investimento Coletivo de Titularização de Ativos.

Apesar da Bolsa de dívida e Valores já ter iniciado a sua atividade, neste trabalho, a referência será feita apenas ao sector bancário e ao segurador, devido a dinâmica de desenvolvimento dos respetivos mercados.

2.3.2. Evolução e Caracterização do Setor Bancário

A expansão do setor bancário iniciou em 1991, aquando da constituição de 2 Instituições bancárias do sector público, nomeadamente, o Banco de Comércio e Indústria (BCI) e a Caixa de Crédito Agro-pecuária (CCAP), vindo esta última a ser extinta por razões de insolvência em Maio de 2000. Importa notar que foi também em 1991 que o atual Banco de Poupança e Crédito (BPC), igualmente órgão da administração pública, substituiu por via do Decreto-Lei nº 47/91, de 16 de Agosto, o então Banco Popular de Angola.

Ao nível do setor privado, as primeiras Instituições financeiras licenciadas pelo BNA entraram em funcionamento em 1993 e eram sucursais de Bancos Portugueses, designadamente, o Banco Totta & Açores (BTA) e o Banco de Fomento Exterior (BFE), juntando-se à estes, em 1994, o Banco Português do Atlântico (BPA). Ainda no âmbito do sector bancário destacamos outro importante marco, o qual se prende com a execução do Aviso nº 1/00 de 8 de Fevereiro que referenciava o Sistema de Pagamentos de Angola e cuja execução iniciou com a constituição da EMIS, empresa responsável pela operacionalização do sistema

interbancário de pagamentos automáticos. Nesta conformidade, surgiram em 2002 os caixas automáticos (Multicaixas). Entretanto em 2005 é aprovada a Lei nº 5/05 de 9 de Julho e implementado o Sistema de Pagamentos em Tempo Real.

O Banco Nacional de Angola, Banco Central e emissor do país, é atualmente regido pela Lei 24/21, de 18 de Outubro e, no quadro da sua missão tem como prioridade, a estabilização de preços, para salvaguarda do valor da moeda domestica e, a garantia da estabilidade do sistema financeiro angolano.

Relativamente a caracterização do setor bancário, em Dezembro de 2022, o setor contava com 23 Bancos, sendo do ponto de vista dos depósitos liderado pelo Banco Angolano de Investimentos (BAI), Banco de Fomento Angola (BFA) e o Banco Millennium Atlântico (ATL), tendo o Banco de Desenvolvimento de Angola (BDA) e o Banco Económico (BE) ocupado o 22º e 23º lugar, respetivamente. Entretanto, note-se que, o BDA, pela natureza da sua atividade, não dispõe de depósitos captados e o Banco Económico não disponibilizou informação.

Quadro 5: Estrutura dos Depósitos no Setor Bancário Angolano (2022)

Depósitos de Clientes - 2022			
Nº	Instituições Bancárias	Valores (em Milhões de AKZ)	%
1	BAI - Banco Angolano de Investimentos	2 637 146,00	20,79
2	BFA - Banco de Fomento Angola	2 040 285,00	16,09
3	ATL - Banco Millennium Atlântico	1 364 668,00	10,76
4	BIC - Banco BIC	1 233 088,00	9,72
5	BPC - Banco de Poupança e Crédito	1 227 905,00	9,68
6	SBA - Standard Bank Angola	743 388,00	5,86
7	BSOL - Banco Sol	706 033,00	5,57
8	BCGA - Banco Caixa Geral Totta de Angola	656 158,00	5,17
9	BCI - Banco de Comércio e Indústria	650 980,00	5,13
10	KEVE - Banco Regional do Keve	493 668,00	3,89

11	BNI - Banco de Negócios Internacional	254 199,00	2,00
12	BIR - Banco de Investimento Rural	169 787,00	1,34
13	BCS - Banco de Crédito do Sul	113 517,00	0,89
14	FNB - FINBANC Angola	95 224,00	0,75
15	Banco YETU -	79 381,00	0,63
16	VTB - Banco VTB África	77 557,00	0,61
17	BCA - Banco Comercial Angolano	49 453,00	0,39
18	BVB - Banco Valor	37 313,00	0,29
19	BCH - Banco Comercial do Huambo	23 943,00	0,19
20	SCBA - Standard Chartered Bank Angola	22 936,00	0,18
21	BOCLB - Banco da China Limitada (Sucursal em Luanda)	7 341,00	0,06
22	BE - Banco Económico **	N. D.	
23	BDA*	N. A.	
	Total Depósitos	12 683 970,00	100,00

*Sem captação de depósitos

** Informação financeira não disponível

Fonte: Deloitte – Banca em Análise 2023

Com relação ao crédito concedido, não obstante as políticas do Executivo angolano para estimular o crédito à economia, sobretudo às empresas, facto é que, os bancos comerciais privilegiam operações como o financiamento da dívida pública, em detrimento do crédito ao cliente (particulares e empresas), fundamentalmente, face aos constrangimentos que enfrentam na relação com as empresas, que apresentam-se sem garantias reais, com défice na gestão do negócio, na prestação de contas e na capacidade de reembolso da dívida, culminando na geração de créditos-mal-parados.

Quadro 6: Crédito Concedido pelo Setor Bancário Angolano (2022)

Crédito Líquido a Clientes - 2022			
Nº	Instituições Bancárias	Valores (em Milhões de AKZ)	%
1	BIC - Banco BIC	603 277,00	17,34
2	ATL - Banco Millennium Atlântico	453 783,00	13,04
3	BFA - Banco de Fomento Angola	417 426,00	12,00
4	BAI - Banco Angolano de Investimentos	392 351,00	11,28
5	SBA - Standard Bank Angola	297 185,00	8,54
6	BDA - Banco de Desenvolvimento de Angola	263 013,00	7,56
7	BSOL - Banco Sol	246 897,00	7,10
8	BPC - Banco de Poupança e Crédito	185 592,00	5,33
9	BCGA- Banco Caixa Geral Totta de Angola	168 282,00	4,84
10	KEVE - Banco Regional do Keve	120 992,00	3,48
11	BNI - Banco de Negócios Internacional	113 478,00	3,26
12	BCS - Banco de Crédito do Sul	50 183,00	1,44
13	BCI - Banco de Comércio e Indústria	50 169,00	1,44
14	BIR - Banco de Investimento Rural	35 348,00	1,02
15	FNB - - FINBANC Angola	21 609,00	0,62
16	Banco YETU	18 917,00	0,54
17	BOCLB - Banco da China Limitada (Sucursal em Luanda)	14 921,00	0,43
18	VTB - Banco VTB África	14 720,00	0,42
19	BCA - Banco Comercial Angolano	5 648,00	0,16
20	BVB - Banco Valor	3 370,00	0,10

Crédito Líquido a Clientes - 2022			
Nº	Instituições Bancárias	Valores (em Milhões de AKZ)	%
21	BCH - Banco Comercial do Huambo	1 980,00	0,06
22	SCBA - Standard Chartered Bank Angola	426,00	0,01
23	BE - Banco Económico*	N.D	
	Total de Créditos	3 479 567,00	100,00

*Informação financeira não disponível

Fonte: Deloitte – Banca em Análise 2023

É importante notar que, a disponibilidade de dados pelas instituições bancárias ainda é de difícil cedência, todavia tornasse possível o seu acesso, através de estudos realizados por entidades de consultoria de relevada credibilidade no mundo em geral.

2.3.3. Evolução e Caracterização do Setor Segurador

Desde o ano de 2000, altura em que o mercado foi liberalizado, por via da aprovação da Lei nº1/2000, de 3 de Fevereiro, que se assiste a um crescente e notório nível de desenvolvimento do setor segurador. Inicialmente, após a descentralização da atividade, cujo monopólio pertencia a ENSA, o mercado contava apenas com mais uma seguradora, a AAA Seguros, que tinha na sua carteira de negócios, maioritariamente o seguro petrolífero. Contudo, com o surgimento de outros *Players*, o mercado adquiriu outra dinâmica e a luz do disposto nos Artigos 16º e 18º do Decreto nº 06/01 de 2 de Março, sobre regimes especiais de co-seguro e sobre o funcionamento do regime especial do co-seguro, respetivamente, foi instituída a obrigatoriedade da contratação dos seguros na atividade petrolífera, em regime de co-seguro. Importa referir que, que esta prerrogativa abrangia outros setores da economia, nomeadamente, a aviação (do setor público), a atividade diamantífera e o seguro agrícola.

Importa referir que, no seguimento da evolução natural do sistema financeiro angolano, o qual registava a explosão do setor bancário e a criação da Comissão de Mercado de Capitais (nos últimos anos também a constituição da Bolsa de Dívida e Valores de Angola – BODIVA), impunha-se de igual modo, o *up grade* do sector segurador. Para o efeito, o executivo

recomendou um estudo-diagnóstico, onde de entre outras medidas foi sugerida a alteração dos moldes de atuação do regulador e supervisor do setor dos seguros (que incorpora os resseguros e fundos de pensões), o que implicou a criação da Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros – ARSEG, por via do Decreto Presidencial nº 141/2013, de 27 de Setembro, em substituição do Instituto de Supervisão de Seguros de Angola (ISS).

A conjuntura levou a que o atual regulador, de entre outras medidas, no âmbito da sua atividade, propusesse ao Executivo angolano, a alteração dos termos de funcionamento do co-seguro petrolífero, para maior transparência e equilíbrio do mercado. Tendo sido aceite a supra-referida proposta através do Despacho Presidencial nº 39/16 de 30 de Março, estão em curso os pressupostos necessários à alteração do quadro do co-seguro petrolífero.

No âmbito da atividade seguradora, o mercado conta com outras iniciativas legislativas, nomeadamente a possibilidade do seguro de importação de mercadorias e bens, passar a ser obrigatoriamente coberto por empresas angolanas. Ao acontecer, esta medida afetará positivamente os cofres do Estado, na medida em que, o país deixará de exportar divisas, em sede do pagamento do seguro contratado no exterior e por conseguinte as importações de bens e produtos, segundo as modalidades do INCOTERM, deixarão de ser nos termos Cost Insurance and Fret (CIF) e passaram aos termos Fret On Bord (FOB) ou Cost & Fret (C&F). Por outro lado, esta medida poderá alavancar as empresas de seguro a operar em Angola, proporcionando-lhes um maior volume de negócios, decorrente do seguro de importação, facto que em última instância, poderá incidir no aumento da taxa de penetração do setor, que é determinada pelo peso do volume de prémios do seguro direto, no Produto Interno Bruto (PIB) do País, atualmente inferior a 1%, pelo que constitui um dos desafios do atual Regulador, aumentar a supracitada cifra, cuja média em África atinge cerca de 3%.

Quadro 7: Índice de Penetração do Seguro em Angola

Descrição	2018	2019	2020	2021	2022
Prémios / PIB	0,67%	0,87%	0,70%	0,60%	0,60%

Fonte: Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros, ARSEG – Relatório do Mercado 2020 e 2022

Outro desafio de destaque remete para a constituição da primeira Resseguradora Angolana, cujas condições precedentes encontram-se em curso, mas, numa fase embrionária. Como se pode constatar através de alguns dos desafios mencionados, trata-se de um mercado promissor,

o qual tem registado muitos avanços, que se traduzem na confiança dos operadores do mercado e no aumento significativo do nº de seguradoras, sobretudo desde 2013, altura em que o mercado conheceu nova dinâmica com a constituição da ARSEG. Neste quesito, do ponto de vista endógeno, o maior desafio tem sido a formação de quadros capazes para corresponderem as exigências do mercado, no que concerne à supervisão atuante e prudencial. Entretanto, apesar do exposto, destacamos a inexistência ainda da cultura de seguros, fator que influencia negativamente no índice de densidade de seguro, (que se traduz no total dos prémios de seguro direto por habitante), o qual registou em 2022, uma taxa baixa, apesar da tendência crescente, verificada nos últimos anos.

Quadro 8: Densidade do Seguro em Angola (Valores em AKZ)

Descrição	2018	2019	2020	2021	2022
Prémios/População	4.777	5.734	7.116	8.654	9.172

Fonte: ARSEG – Relatório do Mercado 2020 e 2022

Analisando a estrutura do sector, verificamos que houve um ligeiro aumento do número de seguradoras no mercado, num período inferior a um ano. Assim, de acordo com a entidade supervisora do setor segurador, os dados no início do ano e no final de 2022, apontam para o aumento em 2 seguradoras, passando de 22, para 24 em Dezembro de 2022, das quais 1 constituída por capitais públicos, a ENSA e, 23 formadas por capitais privados, operando todas o ramo vida e o ramo não vida.

Quanto à intermediação, operavam no mercado em Dezembro de 2022, 1352 mediadores individuais e 104 mediadores pessoas coletivas.

Concernente à quota de mercado, apresentamos no quadro abaixo a sua distribuição, notando que quatro seguradoras absorvem cerca de 67,07% do negócio no sector segurador, nomeadamente: ENSA SEGUROS, NOSSA SEGUROS, FIDELIDADE ANGOLA e SANLAM ANGOLA.

Quadro 9: Quota do Mercado do Segurador Angolano

Nº	SEGURADORA	2022
1	ENSA SEGUROS	30,19%
2	NOSSA SEGUROS	14,17%

3	FIDELIDADE ANGOLA	11,77%
4	SANLAM ANGOLA	10,94%
5	MUNDIAL SEGUROS	6,13%
6	BIC SEGUROS	4,20%
7	ALIANÇA SEGUROS	3,64%
8	FORTALEZA SEGUROS	2,84%
9	GLOBAL SEGUROS	2,79%
10	PROTTEJA SEGUROS	2,77%
11	STAS SEGUROS	2,75%
12	LIBERTY & TREVO	1,94%
13	TRANQUILIDADE ANGOLA	1,62%
14	PRUDENCIAL SEGUROS	1,44%
15	SOL SEGUROS	1,42%
16	GIANT SEGUROS	0,76%
17	ROYAL SEGUROS	0,29%
18	TRIUNFAL SEGUROS	0,28%
19	CONFIANÇA SEGUROS	0,05%
20	SUPER SEGUROS	0,02%
21	UNISAÚDE SEGUROS	0,00%
22	VIVA SEGUROS	0,00%
23	BONWS SEGUROS	0,00%
24	INTERNACIONAL SEGUROS	0,00%
TOTAL		100%

Fonte: ARSEG – Relatório do Mercado 2020 e 2022

O Sector segurador compreende igualmente o mercado de fundo de Pensões, o qual em Dezembro de 2022 contava com 8 Entidades Gestoras de Fundos de Pensões e 37 Fundos de Pensões, designadamente, 28 fechados e 9 abertos.⁶

⁶ ARSEG, Relatório do Mercado 2022.

No conjunto das Entidades Gestoras de Fundo, notamos que, 4 são sociedades gestoras (Gestão de Fundos, S.A.; Fenix Pensões, S.A.; Económico Fundos, S.A. e Sonangol Vida, S.A) e 4 são empresas de Seguros (ENSA Seguros, S.A.; Nossa Seguros, S.A.; Global Seguros, S.A. e Fortaleza).

Relativamente aos Fundos de Pensões, como referido, 9 são abertos (FÉNIX DINÂMICO; FÉNIX PRUDENTE; VIDA TRANQUILA; GLOBAL EMPRESAS; NOSSA REFORMA; MULTIPLANOS; BESA OPÇÕES REFORMA; 1-5-10 POR DIA; e Fortaleza Segura) e 27 são fechados (BFA; BPC; FUTURO SEGURO; SONILS; ARSEG; BNA; BP ANGOLA; CPA DAS ALFÂNDEGAS; ENSA; FINA; OPS; PORTO DE LUANDA; SONAMET; STATOIL Angola Block 17 AS; CASEA ANGOLA; SCHLUMBERGER; BAI; FUTURO; SOGESTER; CATOCA; BANCO SOL; MINISTÉRIO DOS PETRÓLEOS; ENE; UNITEL; SONANGOL Vida; Fundo de Pensões dos Trabalhadores da ANPG; Millennium Atlântico; e ENDIAMA).

Por outro lado, também no mercado de fundos de pensões, apesar da tendência crescente assistida no ano de 2022, a taxa de penetração no PIB é baixa, à semelhança do que verificamos no sector segurador, sendo 0,72%, na perspetiva do cálculo segundo as contribuições arrecadadas no período (2022) e 1,93%, considerando o montante do valor dos fundos.

Quadro 10: Taxa de Penetração dos Fundos em Angola

Descrição	2018	2019	2020	2021	2022
Valor dos Fundos / PIB	1,09%	1,97%	1,79%	1,26%	1,93%
Valor das Contribuições/ PIB	0,21%	0,59%	0,24%	0,21%	0,72%

Fonte: ARSEG – Relatório do Mercado 2020 e 2022

Relativamente à densidade dos fundos, em 2022, registou-se o valor de 25.286,05 Kwanzas, considerando o rácio entre o valor dos fundos e o índice populacional.

Quadro 11: Densidade dos Fundos em Angola (Valores em AKZ)

Descrição	2018	2019	2020	2021	2022
Valor dos Fundos/ População Residente	7.731	13.555	18.173	16.493,56	25.286,05

Fonte: ARSEG – Relatório do Mercado 2020 e 2022

No geral, apesar dos avanços que o sistema financeiro angolano vem conhecendo, marcado quer pelos instrumentos financeiros aprovados, assim como pelas reformas e políticas⁷ combinadas da vertente cambial, monetária e fiscal, que têm sido afluídas pelo Executivo, com vista ao equilíbrio e a estabilidade do ambiente macroeconómico, existe ainda uma trajetória desafiante a considerar, sobretudo tendo em conta a conjuntura volátil da economia e dos mercados financeiros, à escala mundial.

Em sede do tema em assunto, importa referir que a legislação em vigor prevê conforme os princípios de diversificação prudencial, que os investimentos das seguradoras no âmbito dos seguros vida “podem no seu conjunto as aplicações financeiras em ações e títulos de participação, aplicações em fundos de capital de risco, nacionais e estrangeiros, atingir 45% da carteira global”⁸. No entanto, concernente ao investimento em fundos de capital de risco, o produto ainda não é explorado por parte das seguradoras que operam em Angola, devido em nosso entender, ao estado incipiente das iniciativas de capital de risco no país. Os fundos de capital de risco estão maioritariamente estruturados sob a forma de responsabilidade limitada, com maturidade de cerca de dez anos, sendo os fundos de pensões e os outros investidores os sócios limitados (Brealey; Myers, & Allen, 2013).

Recentemente, o Banco Africano de Desenvolvimento (BAD), aprovou o plafon de 9,8 milhões de euros, para estimular o investimento através de capital de risco em África, nas startup's, desde a constituição até a fase mais madura, a de crescimento.⁹ Neste sentido, com relação a realidade angolana, acreditamos tratar-se de uma questão de tempo e sobretudo amadurecimento quer do sistema financeiro (mas concretamente no que concerne ao desenvolvimento do mercado de capitais e ao desenvolvimento do setor segurador, destacando-

⁷Além de uma profunda reforma tributária, o sistema financeiro angolano, decorrente da actual crise financeira (provocada pela baixa do preço do petróleo verificada em 2020 e 2021, que reduziu substancialmente as receitas de exportação e fiscal), tem adoptado políticas contracionistas, sobretudo para contenção dos níveis de inflação. Assim, destaca-se dentre outras medidas a contenção da despesa pública (salvo raras excepções, desde o último trimestre de 2014 que foram congeladas novas admissões e promoções na função publica), aumento dos níveis da reserva legal da banca comercial (o que implicou a diminuição do crédito à economia) e a disponibilização de divisas ao mercado de forma selectiva, com prioridade para os casos de saúde, formação e importação de bens da cesta básica no exterior do país.

⁸Regulamento sobre Condições de Acesso e de Funcionamento da Actividade Seguradora. Artigo 13º, nº 1, alínea f). Decreto Executivo nº 5/03 de 24 de Janeiro. Ministério das Finanças.

⁹ Institucional MINFIN, Edição de 26 de Abril de 2022.

se aqui os fundos de pensões), quer de políticas de incentivo financeiro e melhoria do ambiente macroeconómico, bem como do ambiente de negócios, que estimule a poupança, para aposta no investimento do desenvolvimento de empresas robustas, do ponto de vista financeiro e sobretudo da gestão eficiente dos recursos de várias ordens, com elevado nível de competitividade, para que esteja assegurada a sua longevidade, geração de valor e criação de emprego. Todavia, não obstante o sentido competitivo, intrínseco à atividade empresarial, todo o sistema económico e financeiro, incluindo a Administração Pública, os Sindicatos e o sistema educativo, devem ser globalmente competitivos (Reis, 2011).

2.4. O Capital de Risco como Instrumento de Financiamento

2.4.1. Conjuntura e Fatores de Constrangimento

O crescimento económico impulsiona a confiança dos agentes económicos e o surgimento de novos *players* no mercado, que por sua vez estimula a concorrência empresarial. No geral, as pequenas e médias empresas, constituem a força motriz da economia (Staniewski, 2016).

Alguns países implementaram políticas como a utilização de fundos de capital de risco governamentais, como um instrumento para suprir o défice financeiro nas pequenas e médias empresas, principalmente as recém-constituídas, esperando que este mecanismo potencie igualmente externalidades positivas para a sociedade (Cumming & Vismara, 2017). O empreendedorismo é um mecanismo de geração de emprego (Staniewski et al., 2016) e influencia positivamente o nível de rendimento das famílias e o bem-estar das mesmas.

Outrossim, com o propósito de aumentar o nível de competitividade das start-ups, os Governos de vários países financiam indústrias de *venture capital*. Todavia, apesar de ser notória, nos países mais desenvolvidos, a forte relação entre o desenvolvimento da indústria de capital de risco e o crescimento económico, em alguns países em desenvolvimento, a indústria de capital de risco ainda é quase inexistente. Por conseguinte, nesses países, a relação entre crescimento económico e desenvolvimento da indústria de capital de risco, é insignificante (Pradhan et al., 2018).

A primeira e principal Sociedade de Capital de Risco em Angola, aprovada por Decreto Executivo N° 252/12 de 06 de Agosto, denomina-se Fundo Ativo de Capital de Risco Angolano – FACRA e tem como missão alavancar a micro, pequena e média empresa, através do

investimento por via da participação no capital das empresas, em todos os setores da economia angolana, exceptuando o setor imobiliário, mineiro e petrolífero.

O FACRA é um fundo de natureza pública, cuja perspectiva inicial de dotação foi de USD 250 milhões. Contudo, devido à atual conjuntura, caracterizada pela crise financeira, foram mobilizados apenas cerca de USD 32 milhões para investimento em 10 Projetos que se encontram em curso, aguardando-se que o equivalente a USD 200 milhões sejam brevemente investidos em novos Projetos. Se por um lado o risco é intrínseco à atividade empresarial, por outro, o engajamento na busca do retorno do capital, configura o grau de risco percebido pelo investidor, que almeja a prosperidade da empresa investida, para obter maior rendimento do seu capital investido (Magalhães, Daudt, & Phonlor, 2009).

A par da atual conjuntura económico-financeira, contamos entre os principais constrangimentos, um frágil sentido de inovação, bem como debilidades na formação e capacitação dos empresários na elaboração e gestão de planos de negócio credíveis e sustentáveis. Esta realidade ofusca a pretensão de investidores, que não se sentem suficientemente confortáveis e atraídos para a criação de sociedades de capital de risco, por falta de mercado, associado ao incipiente ambiente regulamentar.

Neste contexto, a economia angolana conta de igual modo com o Fundo Soberano Angolano (FSDEA), que constituiu adicionalmente 7 Fundos de carácter *mezanino*, os quais têm como finalidade servir de catalisadores de investimento de capital de risco nos ramos da agricultura, mineração, madeira e saúde. O Fundo Soberano de Angola foi estabelecido em 2012, com uma dotação de USD 5 mil milhões, tendo como missão concentrar o investimento na geração de rendimento financeiro sustentável que favoreça o povo, o desenvolvimento económico e o sector industrial de Angola.

Em Maio de 2016, de um total de cerca de USD 4,7 mil milhões, o FSDEA tinha o equivalente a 58% alocado à Fundos de Capital de Risco. Deste modo, cerca de USD 2,7 mil milhões da carteira de investimentos do FSDEA constituía recursos para Fundos de Capital de Risco, sendo que, do supra referenciado valor, USD 407 milhões foram aplicados em investimentos diretos, para uma maturidade entre 3 a 5 anos e um período de alocação até 10 anos. De acordo com a literatura consultada, o tempo médio de permanência dos investimentos em capital de risco, nas empresas participadas, varia de três a sete anos, onde o capitalista de risco espera obter os ganhos do seu investimento (Magalhães, Daudt & Phonlor, 2009).

Importa referir que, o regime jurídico dos organismos de investimento coletivo de capital de risco foi aprovado apenas em 2015, constituindo este, um importante passo para a expansão do surgimento de entidades afins em Angola. Neste âmbito e de acordo com o regime jurídico de Capital de Risco, consideram-se três tipos de organismos de investimento coletivo de capital, nomeadamente, os Fundos de Capital de Risco, Sociedades de Capital de Risco e Investidores. Deste modo poderão emergir na economia angolana no médio / longo prazo, novos Fundos de investimento em capital de risco, destacando-se aqui, as pretensões manifestadas pelas sociedades gestoras, “Angola Capital Partners” e a “Odell Global Investors”, as quais prepararam-se para criar fundos de capital de risco, tendo por base a legislação relativa ao regime jurídico das organizações de investimento coletivo de capital de risco recentemente aprovado.

Ledenyove Ledenyov(2013) analisaram as diferentes estruturas organizacionais das empresas de capital de risco, de entre elas, sociedades de capital de risco, empresas de *private equity*, *fundos venture capital*, bem como, empresas públicas de financiamento de capital de risco e concluíram que, o capital de risco pode afetar positivamente os indicadores macroeconómicos de um país, favorecendo a criação de novas indústrias, promovendo a geração de riqueza e o aumento do produto interno. Outrossim, o capital de risco pode promover a redução da taxa de desemprego das sociedades, através da geração de novos postos de trabalho. São vários os países, cujos Governos intervêm cada vez mais no mercado de capitais de risco (Vogelaar & Stam, 2021). O governo chinês ocupa um lugar de destaque na orientação de Fundos de capital de risco, face aos recursos estratégicos que possui. Nesta senda, o Governo incentiva o desenvolvimento do mercado de capitais de risco, propiciando as condições para o envolvimento de investidores nas parcerias público-privadas, numa perspetiva do governo local. (Wanget al., 2013).

Neste contexto, o Estado angolano é chamado a mitigar todas as barreiras inibitórias do desenvolvimento promissor da atividade de capital de risco e, em substituição, criar uma envolvente persuasora, provida de instrumentos catalisadores da atração e da disseminação (junto da classe empresarial, potenciais empreendedores, universidades, associações e demais instituições afins), dos benefícios decorrentes dos financiamentos obtidos por via do capital de risco, sendo por conseguinte imperativo, promover as ações que concorram para a expansão de redes de capitalistas de risco, criação de fundo de investimentos, sociedades de capital de risco, enfim, investidores institucionais ou individuais, que disponham de meios libertos para investimento em atividades de risco, no médio / longo prazo, com elevado potencial de retorno. O desenvolvimento do sistema financeiro de um país promove o crescimento da economia e, a

ação do capitalista de risco gera a criação de externalidades positivas que reforçam esse crescimento (Aldatmaz & Brown, 2020). Um quadro regulamentar desenvolvido, facilitaria o aumento da atividade financeira e induziria à criação de um ambiente mais favorável à ação da indústria de capital de risco (Gatauwa & Mwithiga, 2014).

2.4.2. O Fomento Empresarial Através do Capital de Risco

O capital de risco potência a inovação tecnológica e o desenvolvimento das empresas (Tian et al., 2020). A possibilidade de desenvolvimento da atividade empresarial através do capital de risco, constitui uma perspetiva já aflorada por alguns autores, entre os quais destacamos Gaspar (2008), com o seu trabalho, “Fomentar o empreendedorismo através do capital de risco e da incubação de empresas – Um estudo empírico em Portugal”.

O autor serve-se de dois instrumentos, nomeadamente o capital de risco e a incubação de empresas para avaliar a influência destes, na criação e manutenção das jovens empresas, tendo como base o método explicativo, desenvolvido através da recolha de dados primários quantitativos. Dependendo de seus objetivos específicos, as *startups* desenvolvem-se ao longo de 5 etapas (mencionadas no capítulo anterior), sendo que, em cada etapa, as suas necessidades de financiamento dependerão do seu estágio de desenvolvimento e o seu desempenho estará relacionado com a sua capacidade de captação de recursos financeiro e também, pela absorção das experiências acumuladas na relação com o investidor de capital de risco. Por outro lado, a motivação das jovens empresas para recorrerem ao capital de risco, está relacionado com o défice de recursos em cada etapa do seu desenvolvimento (Jeong et al., 2020) e será tanto maior, quanto for a necessidade de capital financeiro dessas empresas.

Citando Schumpeter e outros estudiosos, Gaspar (2008) apresenta a atividade empreendedora como fonte de criação de emprego, geradora de inovação na economia e do progresso nas sociedades, bem como, meio de opção de carreira para uma considerável franja da sociedade, em idade laboral ativa. Outrossim, o Autor destaca o papel das pequenas e médias empresas nos Estados Unidos da América, sendo estas responsáveis pela geração de emprego e inovação, sobretudo na década de 80 e 90.

Bernardes, Varela, Consoni e Sacramento (2013), ao investigarem sobre a matéria, identificaram de que forma atividades consubstanciadas ao capital de risco estimulam iniciativas empresariais e destacam que, a ação do capital de risco favoreceu o desempenho da

atividade empresarial norte americana na década de 80. Os autores defendem que foi a procura de novos negócios com elevada competitividade e alto nível de lucratividade, que fez com que agentes económicos investissem em atividades de elevado risco e incertezas, que na altura ficaram conhecidas como iniciativas de capital de risco, sendo estas entendidas como alternativas perfeitas para a cobertura e a condução de estratégias empresarias.

Foi também neste contexto, que na década de 80 se assistiu nos EUA, a um acentuado crescimento dos níveis de investimento na investigação e no desenvolvimento, tendo desta ação resultado a geração de cerca de 20 milhões de postos de trabalho e o fomento de 24 vezes mais de inovação, por cada dólar investido, pelas pequenas e médias empresas (Gaspar, 2008). Importa também acrescer que, o surgimento de Fundos de Capital de Risco nos Estados Unidos da América, maioritariamente formado por companhia de seguros, recursos de famílias abastadas, fundos de pensões, entre outros, impulsionou a tendência do crescimento exponencial e o desenvolvimento de pequenas e médias empresas, sempre associadas à lógica do risco e da incerteza no médio longo prazo. Os investimentos de capital empresarial, para a cobertura dos custos da inovação e do desenvolvimento nas empresas, são essencialmente suportados por capitalistas de risco, capitalistas de risco corporativos, investidores-anjo, *crowdfunding* e *accelerators*. O capital de risco apesar de financiar os jovens empreendimentos através da participação insignificante e reduzida em *start-ups* tende a ser a forma mais reconhecida de financiamento patrimonial (Drover, et al., 2017).

Considerando a necessidade de elevado nível de liquidez, associado ao risco inerente à atividade empresarial, por um lado e, por outro, à elevada expectativa de retorno do investimento no longo prazo, veículos como o capital de risco são particularmente atrativos para investidores (individuais ou institucionais), com elevado nível de riqueza. Aquando do seu surgimento nos Estados Unidos da América, na década de 1940, após a Segunda Guerra Mundial, o capital de risco teve como marco, o investimento realizado por capitalistas de risco em empresas com elevado potencial de crescimento, normalmente na fase de desenvolvimento incipiente, resultante da ação de ex-executivos abastados, de empresas norte-americanas, que investiram os seus recursos financeiros e o seu know how acumulado durante a sua vivência profissional (Rind, Kenneth, 1981).

O estudo realizado por Bates & Bradford (2008), para aferir o desempenho de investimentos maduros realizados por fundos de capital de risco especializados no financiamento de empresas minoritárias, destacou que o investimento provido pelos fundos de

pensões representou 64% do financiamento total. Muitas vezes, o capitalista de risco reúne o capital obtido dos investidores, nomeadamente, fundos de pensão e outros investidores institucionais, e faz investimentos dominados por participações na estrutura societária de jovens empresas privadas (Bates & Bradford, 2008). Ademais, os Fundos de Capital de Risco acrescem aos empreendimentos, a expertise da gestão e ampliam o potencial do sucesso nos negócios recém-constituídos (Magalhães, Daudt & Phonlor, 2009). Tal decorre do facto dos fundos de capital de risco revestirem-se de especificidades, que os distinguem das demais empresas de investimento, nomeadamente, pelo seu envolvimento significativo na gestão do empreendimento, decorrente da sua participação temporária na estrutura acionista da empresa, o que favorece a rápida transformação da estrutura económica das empresas investidas (Takahashi, 2006).

Por outro lado, note-se que, a indústria de Capital de Risco possibilitou às pessoas que tinham dificuldades de aprovar as suas ideias de novos negócios, nas grandes corporações, deixassem os seus postos de trabalho e criassem as suas próprias empresas, com o apoio dos investimentos de Capital de Risco (Faury & Carvalho, 2013).

No geral, os fundos de VC apresentam as seguintes características: servem de intermediários entre investidores e empreendedores; diligenciam o financiamento para empresas privadas; realizam o investimento na forma de capital próprio e/ou dívida convertível; e promovem a combinação entre a participação na estrutura patrimonial e o envolvimento direto e intensivo, no desenvolvimento da empresa investida (Bates & Bradford, 2008).

Keuschnig (2002) recorreu à análise estatística para investigar como a inovação e o crescimento são influenciados pelo capital de risco, tendo proposto um modelo de equilíbrio entre o capital de risco, o empreendedorismo e a inovação, na medida em que, o capitalista de risco não só financia, mas também, promove o exercício de aconselhamento, sobretudo aos empresários que estejam no estágio inicial dos seus negócios (start-up), podendo agregar valor e impulsionar o crescimento. Para o Autor, a experiência e o know how do Capitalista de Risco constituem aspetos determinantes na eficácia do aconselhamento e do suporte financeiro, considerando que, o empreendedor participa no negócio com a chave tecnológica de uma ideia inovadora, para o início de uma nova empresa, enquanto o capitalista de risco contribui com a assessoria na gestão (Keuschnig, 2002).

Bernardes, et al (2013), avançaram na sua investigação, tendo como metodologia, a realização de estudos de caso de duas empresas e como questões fundamentais de pesquisa,

pressupostos teóricos baseados na literatura, segundo os quais, para a obtenção do sucesso financeiro, as empresas necessitam de dispor de um ambiente organizacional, alinhado às iniciativas da inovação. Para tal, os autores admitem ser necessário que se identifique na organização três elementos, nomeadamente: i) a liderança, encarregue da conceção e da disseminação da estratégia, garantindo a manutenção da visão, na busca dos objetivos; ii) a cultura organizacional, que conforta e sustenta as iniciativas e o comportamento inovador; e iii) a capacidade de gerir e mitigar riscos. Adicionalmente foram também pesquisados os objetivos estratégicos do fundo de risco consubstanciado às empresas alvo da pesquisa, as quais tinham no seu elenco pesquisadores, que defendiam que, a falta de capital de risco faz com que ideias não se transformem em negócios. Nesta senda e no que concerne ao resultado da pesquisa, uma das constatações a que os autores chegaram foi da relevância do capital de risco para a inovação e o desenvolvimento de novas tecnologias, bem como a importância das universidades como geradoras de conhecimento.

Outrossim, o estudo revelou que o capital de risco, por um lado contribui para a execução das estratégias das empresas em que participa e, por outro lado, facilita a ação formativa das mesmas, através da partilha da gestão. Destarte, a realização de ações formativas aos gestores, bem como, a possibilidade de obter acessos ao mercado mediante a reputação do grupo investidor, eleva a capacidade de sobrevivência de pequenas empresas (Bernardes et al., 2013).

A ação do capital de risco assume papel preponderante na proteção e manutenção das empresas participadas, na medida em que, favorece a gestão e a mitigação das incertezas e riscos assumidos pelas empresas e contribui para o desenvolvimento de empresas mais competitivas, através da seleção das empresas com maior probabilidade de serem bem-sucedidas (Takahashi, 2006). Todavia, o sucesso de um novo negócio carece fundamentalmente, do empenho dos seus gestores. Por este motivo, as sociedades de capital de risco tentam estruturar acordos, que asseguram aos gestores um incentivo efetivo, para que estes se engajem ao máximo (Brealey, R., Myers, & Allen, 2013). Tal reflexão remete-nos para a consideração da necessidade da existência de estímulo ao bom desempenho e à meritocracia dos gestores, para que estes se esmerem no cumprimento dos objetivos estratégicos da empresa.

Servindo-se do método de entrevistas exploratórias, Crispim & Douglas (2009) analisaram a importância que os Fundos de Capital de Risco desempenham, como catalisadores de capital, na viabilização e sustentabilidade das empresas investidas, no mercado em que estão inseridas e destacaram que o investimento através de instrumentos de capital de risco expressa a aquisição

de títulos de renda variável (Crispim & Douglas, 2009). Para os autores, este pode ser o sentido mais amplo de entendimento da essência do capital de risco, visto que, o investimento por vezes também é feito em empresas de capital aberto, que detêm suas ações no mercado, lembrando que, um dos mecanismos para a realização do investimento (aquando da saída) é justamente, a colocação de ações em oferta pública. Entretanto, também referem que o capital de risco é intrínseco a aplicação de recursos em empresas emergentes, sendo que nestas, o risco é superior ao que envolve as empresas que tenham suas ações a serem negociadas na bolsa, uma vez que estas apresentam maior maturidade e tempo no mercado, bem como, melhores estruturas organizativas, de gestão e de *compliance*.

Outra abordagem de realce é expressa pelo papel do capital de risco corporativo. O entendimento é de que, as empresas estabelecidas são favorecidas com o benefício primário do investimento de *corporate venture capital* – CVC, através da obtenção de informações tecnológicas valiosas, por parte de capitalistas de risco, ao engajarem-se em atividades de capital de risco corporativo, o que as torna melhor preparadas para os desafios do mercado e os empreendedores aptos para monitorar os seus projetos externos (Benson & Ziedonis, 2009).

O capital de risco diferencia-se de outros tipos de financiamento, pelo facto do empreendedor na sua relação com o fundo de capital de risco, estar isento de dívidas, caso o investimento não se valorize na dimensão projetada. Nos casos em que, o investidor representa uma empresa de grande porte e investe na aquisição de participações em empresas menores, o capital adquire a classificação de capital de risco corporativo (*corporate venture capital* – CVC) e a operação é intitulada de *external corporate venturing* (Faury & Carvalho, 2013).

Note-se, no entanto, que os capitalistas de risco corporativo (CVC) têm uma vida útil relativamente curta, quando comparados com os capitalistas de risco independentes, contudo, tendem a apresentar melhor desempenho financeiro. Tal facto, tem na sua base, factores como os objetivos dos investimentos, o nível de comprometimento, o grau de autonomia, a estrutura organizacional, a inter-relação e ainda o tamanho da CVC (Brinkmann & Kanbach, 2023).

Outra vertente de análise é apresentada por Magalhães, Daudt & Phonlor (2009), no estudo desenvolvido, para o reconhecimento da motivação e as vantagens decorrentes da união em rede de cooperação num contexto de capital de risco. Os autores elencam inúmeras vantagens resultantes das redes de cooperação e destacam que estas (as redes) baseiam-se em uniões procurando obter vantagens estratégicas (Magalhães, Daudt & Phonlor, 2009). Segundo os autores, o capital de risco mais do que mero sistema de financiamento, é uma rede. A rede de

cooperação de capital de risco ocorre num ambiente com a existência de dois atores principais, onde por um lado encontramos a figura do investidor, que dispõe de recursos e procura investimentos para os rentabilizar e por outro, o empreendedor ou as empresas que almejam alavancar e desenvolver os seus empreendimentos, podendo desta união obter-se as seguintes vantagens: maior competitividade; custos concorrenciais; partilha de recursos e do risco; maior e rápido acesso à informação e novas tecnologias; trocas de experiência, maior poder negocial e especialização, podendo formar cadeias competitivas, devido a sua capacidade de criatividade e flexibilidade. Eles atestam que, o capital de risco além de alavancar o empreendedorismo, constitui uma forma de investimento para os detentores dos recursos, sendo que, ao empreendedor lhe proporciona a oportunidade de obtenção da expertise, melhoria de processos e mecanismo de gestão, bem como a partilha do risco, e ao Capitalista de risco, oferece alternativas e melhores oportunidades para remunerar seus recursos (Magalhães, Daudt & Phonlor, 2009).

Strebulaev e Gornall (2015) avaliaram o impacto do capital de risco na economia dos EUA, no período compreendido entre 1975 a 2015 e concluíram que 43% das empresas públicas foram apoiadas por capital de risco, sendo que, as referidas empresas representavam 57% da capitalização do universo do mercado e empregavam 57% da força de trabalho. Também em Portugal¹⁰, verificou-se no âmbito do quadro comunitário de apoio que vigorou entre os anos 1994 e 1999, o recurso ao capital de risco, bem como ao sistema de incentivos a engenharia financeira, para impulsionar a atividade empresarial, através de fusões, aquisições, ou outras formas atrativas de exploração de novas tecnologias, para obtenção de novos produtos e conquista de novos mercados. (Amaral & Monteiro, 1995).

De entre os vários autores que se pronunciaram sobre a influência do capital de risco no desenvolvimento das empresas financiadas, incluímos Mejia (2010) que, servindo-se de uma pesquisa realizada através de estudo de caso, analisou a relação entre a estratégia de investimento de capital de risco e o desempenho das empresas financiadas por esta via. De acordo com a autora, o desempenho de empresas financiadas por capitalistas de risco com estratégia de investimento ativa, tendem a ter melhor desempenho do que, as financiadas por capitalistas de risco com estratégia passiva.

¹⁰ A actividade de capital de risco em Portugal iniciou em 1986, tendo como respaldo a vigência do Decreto – Lei Nº 17/86, de 05 de Fevereiro, o qual alude sobre o enquadramento legal das Sociedades de Capital de Risco, no quadro da política de promoção do investimento e da inovação tecnológica.

Conforme seleção das supracitadas estratégias de investimento, o capitalista de risco, identifica as ações no pós-investimento podendo estas serem agregadas em dois grupos, nomeadamente, nas atividades de monitoramento e nas atividades que agregam valor. Sendo que, o monitoramento está presente nas ações do pós-investimento, independentemente da estratégia de investimento utilizada pelo capitalista de risco. Entretanto, nos casos em que se verifica a implementação de uma estratégia de investimento ativa, associada às atividades de monitoramento, estamos perante a agregação de valor, que se consubstancia pelas seguintes ações (Mejia, 2010, p. 350):

- Aconselhamento na formulação de Planos Estratégicos;
- Análise de informações e assessoria financeira para obtenção de novos créditos ou reestruturação dos mesmos;
- Informações sobre novas oportunidades de negócio, possibilitando a expansão do mercado, incluindo a internacionalização;
- Suporte da promoção da imagem corporativa por parte do capitalista de risco através de marketing.

Importa realçar que, no âmbito do exercício da estratégia ativa, o capitalista de risco, participa na gerência da empresa financiada, através da monitorização, para o alcance do fortalecimento e melhoria dos processos de gestão, reservando-se por isso ao direito de impor medidas e tomar decisões excepcionais, como o afastamento do empreendedor, da gerência da empresa, caso se registre por negligência deste, o incumprimento dos objetivos traçados (Mejia, 2010). Em contrapartida, a participação passiva ocorre, quando o capitalista de risco se limita ao financiamento do capital, isto é, não interferindo na gestão da empresa financiada, como se verifica com grandes empresas cotadas na bolsa. Porém, no caso das médias empresas, cuja característica reside de entre outras na assimetria de informação e nos problemas de liquidez, os investidores adotam uma postura mais atuante, ao invés de passiva, em virtude da necessidade objetiva de controlar os custos de agência. De uma forma geral, as sociedades de capital de risco assumem a postura de investidoras ativas e não passivas. Além de monitorarem rigorosamente as empresas investidas, oferecem, aconselhamento e, em muitos casos têm um papel decisivo, na escolha da equipa de gestores de topo (Brealey, Myers & Allen, 2013).

Em termos gerais, por tudo que foi atrás referenciado, é reconhecível o papel do capitalista de risco no desenvolvimento do tecido empresarial de determinada economia, sobretudo, naquelas onde é notória a dificuldade do financiamento das pequenas e médias empresas, pelas vias tradicionais, nomeadamente, através do setor bancário. Todavia, não obstante o reconhecimento do capital de risco como instrumento de promoção do financiamento de iniciativas empresariais, com forte pendor nos conteúdos de inovação tecnológica e geração de valor, também enfatizamos as objeções resultantes dos problemas¹¹ de governança corporativa, as quais se consubstanciam ao facto dos capitalistas de risco usufruírem de direitos de controlo de gestão nas empresas participadas. Porquanto, o capitalista de risco investe na formação dos empresários, bem como, na qualidade do capital humano da equipa de gestores das empresas participadas e monitora o desempenho da gestão dos mesmos. Assim, se por um lado os capitalistas de risco financiam o investimento, promovem o aconselhamento, as redes de contato e apoiam na gestão, por outro lado, exigem o rigoroso cumprimento de condições por si estabelecidas, que visem a redução do risco inerente ao negócio e, o asseguramento da rendibilidade do capital investido, porque ao investir na empresa, o capitalista de risco torna-se sócio e parceiro de negócio até a etapa da alienação da sua participação. Em suma, o capitalista de risco apoia o desenvolvimento das start-ups, servindo-se da sua maturidade e do seu elevado estatuto (Bellavitis et al., 2016).

Em África, a indústria de capital de risco é menos desenvolvida comparativamente a outros mercados, face à pobreza, corrupção e má governação (Neubert, 2019).

No entanto, note-se que, em 2018 a África do Sul registou o melhor índice de atratividade, no mercado de *Private Equity / Venture Capital* africano (situando-se na posição 36^a de 125), secundado pelo Quênia (53^a), Marrocos (64^a), Egito (65^a), Tunísia (67^a) e Nigéria (72^a) (Groh et al., 2018).

¹¹Por não constituir o objecto da pesquisa, o assunto não será desenvolvido no âmbito do presente trabalho.

Capítulo 3 – Realização e Tratamento da Pesquisa Empírica

3.1. Formulação das Questões de Pesquisa e Objeto do Trabalho de Investigação

3.1.1. Questões de Pesquisa

A tese procura estudar se o capital de risco e o incentivo financeiro contribuem para o desenvolvimento de pequenas e médias empresas em Angola.

O trabalho de pesquisa comporta uma questão de pesquisa principal e duas secundárias estruturadas da seguinte forma:

Questão de Pesquisa Principal

1: *Os Incentivos Financeiros e o Capital de Risco constituem instrumentos catalisadores do desenvolvimento empresarial em Angola?*

Questões de Pesquisa Secundárias

1A: *Os incentivos financeiros constituem instrumentos catalisadores do desenvolvimento empresarial das PME's em Angola?*

1B: *O capital de risco constitui um instrumento catalisador do desenvolvimento empresarial das PME's em Angola?*

3.1.2. Objeto da Investigação

Na atual conjuntura de crise, a alavancagem da pequena e média empresa impõe a necessidade da procura de fontes de financiamento, de entre as quais incluímos o capital de risco e os incentivos financeiros, cuja análise do seu impacto no desenvolvimento empresarial constitui o objeto da nossa pesquisa.

Assim, no que concerne a formulação do principal objeto da pesquisa, podemos concluir que o mesmo consiste na análise do Capital de Risco e dos Incentivos Financeiros como Instrumentos de Financiamento de Pequenas e Médias Empresas, sustentado pela abordagem teórica das seguintes Palavras-chave:

Fontes de Financiamento, Capital de Risco, Incentivos Financeiros e Desenvolvimento Empresarial.

3.2. Método de Recolha e Tratamento de Dados da Pesquisa

3.2.1. Método da Pesquisa

A metodologia foi baseada em estudos de casos. A nossa escolha do método de pesquisa encontra respaldo na abordagem de Yin (2003), segundo a qual existem três condições a observar, aquando da seleção do método mais adequado para a realização de uma pesquisa, nomeadamente: o tipo da questão da investigação; a capacidade do controlo por parte do investigador sobre os acontecimentos comportamentais reais e o foco em acontecimentos contemporâneos em oposição a eventos históricos. De acordo com o Autor, a decisão de utilização do método de estudo de caso é recomendável, nas situações em que observamos simultaneamente as seguintes condições:

1. A formulação da questão fundamental da pesquisa associada aos advérbios interrogativos, “como” e “porquê”.
2. A pesquisa não requer controlo de eventos comportamentais.
3. O cerne da pesquisa são os eventos contemporâneos.

Para melhor elucidarmos a razão da nossa escolha, servimo-nos do quadro infra, que espelha a perspectiva de Yin (2003), considerando vários métodos de investigação.

Estratégia (Método de Investigação)	Tipo da Questão da Pesquisa	Requer o controlo de eventos comportamentais?	Foca-se em eventos contemporâneos?	Recomendável para a nossa pesquisa?
Método Experimental	como? porquê?	Sim	Sim	Não, porque requer controlo de eventos comportamentais.
Levantamento	quem, o quê, onde, quantos, quanto?	Não	Sim	Não, porque o tipo de questão difere da formulação da nossa pergunta de pesquisa “como?”

Estratégia (Método de Investigação)	Tipo da Questão da Pesquisa	Requer o controlo de eventos comportamentais?	Foca-se em eventos contemporâneos?	Recomendável para a nossa pesquisa?
Análise de Arquivo	quem, o quê, onde, quantos, quanto?	Não	Sim / Não	Não, porque o tipo de questão difere da formulação da nossa pergunta de pesquisa “como?”
História	como? porquê?	Não	Não	Não, porque o foco da pesquisa é a abordagem de fatos contemporâneos.
Estudo de Caso	como? porquê?	Não	Sim	Sim, porque cumpre os requisitos das três condições.

A nossa questão fundamental cumpre a primeira premissa, na medida em que, o cerne do trabalho consiste em saber “como é que o capital de risco e o incentivo financeiro contribuem para o desenvolvimento de pequenas e médias empresas?”

Importa realçar que, considerando a questão fundamental, a nossa alternativa para a estratégia do método de pesquisa seria o método experimental. Todavia, tal opção foi descartada pelo facto de não dispormos de amostra mais representativa, face à dificuldade, no acesso à mais casos, ou seja, de obtermos empresários disponíveis e predispostos à pronunciarem-se sobre a gestão de suas empresas. Entretanto, também excluimos à partida, as demais opções de métodos de pesquisa, por julgarmos incompatíveis com a nossa questão fundamental.

Quanto à segunda e terceira condição, também se aplica, considerando os objetivos do trabalho, na medida em que, a nossa pesquisa tem como foco, a apresentação do desempenho das empresas financiadas através de capital de risco, ou que tenham beneficiado de incentivos financeiros e para tal, não é requerido o controlo de eventos comportamentais, nem a

manipulação direta ou sistemática, no âmbito da pesquisa. O estudo que pretendemos apresentar baseia-se em fatos contemporâneos, consubstanciados aos programas de políticas gizadas, para estimular o fomento empresarial, na atual conjuntura de crise económica e social.

Por outro lado, salientamos que realizamos a pesquisa junto de três empresas e não apenas de uma, porque tal cenário só é recomendável, nas seguintes situações: a) se o caso constitui um teste crítico da teoria já existente; b) se representa um contexto raro ou único; c) se o caso for representativo ou típico; d) se o propósito for revelador ou e) longitudinal (Yin, 2003).

Assim, estamos em presença de uma pesquisa baseada em múltiplos casos, tendo em conta a envolvimento de mais de uma empresa no estudo.

Importa igualmente referir que, a pretensão da realização do método de estudo de caso na nossa pesquisa, deveu-se ao facto de este ser o mais apropriado, para responder as questões configuradas nas preposições como ou porquê (no âmbito da questão fundamental da tese) e permite a descrição de um fenómeno de forma livre e genuína, no seu ambiente natural, sem manipulações ou controle experimental, apesar do seu carácter exploratório.

Concernente aos instrumentos de recolha de dados, começámos com a análise bibliográfica para suporte da abordagem conceptual e teórica, salientando que, uma particular incidência foi atribuída a exploração de aspetos e estudos inerentes ao capital de risco, para melhor entendimento deste instrumento, numa perspetiva de catalisador do desenvolvimento das empresas, enquanto veículo de financiamento de Pequenas e Médias Empresas.

Foram realizadas entrevistas semiestruturadas a stakeholders do mercado, para apoio na identificação das empresas a estudar e desenvolvimento dos questionários.

O trabalho de campo foi realizado em Angola. Pretendeu-se selecionar 3 empresas que fossem PMEs que tivessem sido apoiadas através de incentivos financeiros e/ou capital de risco.

Por outro lado, relativamente ao critério de escolha das empresas, considerando o elevado grau de sensibilidade da informação e a dificuldade para a obtenção da mesma, recorreremos ao critério de escolha por conveniência.

Nesse sentido, identificaram-se 3 empresas, tendo como base de seleção, a facilidade na obtenção da informação por parte das mesmas, sendo que, duas beneficiaram de incentivos financeiros, nomeadamente, programas associados à concessão de crédito bonificado à PME's,

onde destacamos, o Programa Angola Investe (o qual como atrás referido, deu posteriormente lugar ao PRODESI) e outra empresa cuja génese se atribui à ação do Capital de Risco.

Após a identificação das empresas, recorreremos à análise documental e a um questionário para aferir e descrever o impacto dos incentivos financeiros e do financiamento via capital de risco, no desenvolvimento empresarial, pela natureza, atuação e abrangência desses instrumentos, no aporte financeiro dos respetivos negócios.

Finalmente, recorreu-se a entrevistas semiestruturadas a gestores das 3 empresas, permitindo uma maior abrangência e profundidade da análise.

Na prática, a metodologia seguiu estes passos: Revisão da Literatura -> Entrevistas a stakeholders -> Análise documental das empresas -> Questionários a empresas -> Entrevistas a gestores das empresas.

3.2.2. Delimitação da Pesquisa

O trabalho remete para a análise do tema em duas dimensões, sendo uma referente aos incentivos financeiros e outra às questões que norteiam a utilização do capital de risco, no estímulo ao desenvolvimento empresarial, onde a referência recai para a abordagem do financiamento às Pequenas e Médias Empresas. No entanto, não obstante a referenciação na tese às Pequenas e Médias Empresas, o trabalho aqui apresentado absteve-se da discussão teórica, sobre a caracterização e tipologia das empresas, quanto a sua dimensão e / ou natureza.

3.3. Detalhe do Método da Pesquisa

A pesquisa empírica tem na génese a realização de estudos de casos, em que, após a análise da literatura, se usaram entrevistas para melhor conhecimento da realidade, a recolha e análise documental das empresas, a realização de questionário inicial, e entrevistas a gestores das empresas.

Após a recolha e análise documental, para compreender melhor o enquadramento do financiamento ao investimento de PMEs e a realidade do mercado e para apoiar na decisão da identificação das empresas a estudar, em sede do método de estudo de caso, foram realizadas entrevistas semiestruturadas a profissionais afetos a Instituições bancárias, que estiveram

envolvidas no processo de conceção de financiamento, à luz da execução do Programa Angola Investe, bem como da ação de capitalistas de risco. Foram na mesma senda, entrevistados quadros seniores e responsáveis do Banco de Desenvolvimento de Angola (BDA), Banco Sol, Banco Angolano de Investimento (BAI), Banco de Fomento de Angola (BFA) e Banco BIC. Os entrevistados pertenciam todos à estrutura central dos respetivos bancos, encontravam-se na faixa etária entre 40 e 55 anos e eram maioritariamente homens, com exceção do BAI.

Por outro lado, destacamos de igual modo que, além de encontros mantidos com quadros afetos ao Ministério das Finanças, foram realizadas entrevistas abertas, de duração média de 30 minutos, com responsáveis do Ministério da Economia e Planeamento e do Instituto Nacional de Apoio às Pequenas e Médias Empresas.

Posteriormente à identificação das empresas, foi elaborado um Questionário à luz de pressupostos teóricos da literatura utilizada, tendo o mesmo sido dividido em três partes, nomeadamente, a primeira referente à apresentação da empresa, a segunda relativa à caracterização do financiamento através de Crédito Bancário no âmbito de Programas de Incentivos Financeiros (à luz do programa Angola Investe) e a terceira, considerando o Financiamento através do recurso ao Capital de Risco.

Neste sentido, no âmbito da apresentação da empresa foram colocadas as questões que seguem, com vista a obtenção de respostas para a caracterização das mesmas.

Quadro 12: Questionário (Parte I – Caracterização da Empresa)

Qual a denominação Social (Facultativo)
Qual o regime jurídico
Qual o valor do capital social
Qual o ano de constituição
Qual o ano de início de atividade
Qual o objeto social
Setor de atividade económica
Qual a localização
Qual o nº de empregados
Qual o volume anual de receitas (valores em Kwanzas)
Qual a fonte de financiamento utilizada no início da atividade: a) Capital Próprio; b) Capital alheio; c) Ambos; d) Nenhum
Qual o tipo de capital alheio

Relativamente a segunda parte do questionário foram abarcadas as questões que se seguem sobre o financiamento da empresa, através de empréstimos bancários, cujos parâmetros de resposta (também destacados no quadro abaixo), se configuram na fundamentação teórica da literatura referenciada neste trabalho.

Quadro 13: Questionário (Parte II – Financiamento Bancário)

Em que fase de desenvolvimento recorreu ao financiamento: a) Arranque; b) Crescimento; c) Expansão; d) Diversificação; e) Maturidade; f) outro (especificar)
Porque razão recorreu ao Crédito: a) para subscrição do capital inicial; b) para despesas de arranque; c) para cobrir défice de tesouraria; d) para expansão; e) para diversificação (indicar atividade)

Qual o tipo de financiamento bancário: a) Empréstimo de curto prazo; b) médio prazo; c) longo prazo; d) Leasing; e) Factoring; f) Outro (indicar)
Qual a entidade Credora (Banco)
Qual o valor do crédito
Qual a fase atual do Financiamento: a) Desembolso; b) Reembolso; c) Período de Carência; d) Período de Graça
Quais os Incentivos de que beneficia: a) Taxa de Juros bonificada; b) Isenções de Garantia na obtenção de Crédito; c) Prazo de Reembolso dilatado; d) Isenções de pagamento de imposto; e) Outro (indicar)
Qual a taxa de juros
Qual o Prazo de reembolso
Quais as comissões afetas ao financiamento: a) comissão de montagem ou de estruturação b) comissão de gestão; c) ambas; d) outras (indicar)
Quais as garantias bancárias
Quais os benefícios do recurso ao crédito: a) Melhoria da situação financeira; b) Novos mercados/novos negócios; c) Know How; d) Outro (especificar)
Quais os Constrangimentos: a) Acessibilidade/Dificuldades na obtenção do financiamento; b) Morosidade na disponibilização do capital; c) Burocracia; d) Valor do Crédito inferior ao necessário; e) Taxas de juro elevadas; f) Comissões elevadas; g) Excesso de Garantias; h) Outro (especificar)
Qual o nível de Dificuldade na obtenção do financiamento: a) Muito Elevado; b) Elevado; c) Moderado; d) Baixo; e) Inexistente
Qual a taxa de Retorno sobre o Investimento (ROI): a) Elevada; b) Moderada; c) Baixa; d) Nula

De igual modo, na terceira parte do Questionário, a semelhança do observado na segunda, foi feita a referência sobre o financiamento da empresa, mas desta feita para a obtenção de informação relativa ao recurso ao capital de risco, tendo a formulação das perguntas e respetivas opções de respostas obedecido a construção e ordem a seguir descrita:

Quadro 14: Questionário (Parte III – Financiamento através do Capital de Risco)

Em que fase de desenvolvimento recorreu ao capital de risco: a) seed capital; b) start-up; c) Early Stage Development Capital; d) Later Stage Development Capital; e) Management Buy Out; f) Mezzanine; g) Replacement equity; h) Resgate-Turnaround
Qual a quota de participação do Capitalista de Risco (Fundo/Sociedade de Capital de Risco) detém no capital social da empresa
Qual a Sociedade de Capital de Risco
Qual o âmbito da intervenção do Fundo/ Sociedade de Capital de Risco na Gestão: a) Gestão Estratégica; b) Gestão Financeira; c) Formação; d) Apoio Tecnológico; e) Outro (especificar)
Qual o grau de importância que atribui à intervenção do Fundo/ Sociedade de Capital de Risco no crescimento da empresa: a) Indispensável; b) Muito relevante; c) Relevante; d) Pouco Relevante; e) Dispensável
Qual a participação da entidade financiadora na assunção dos risco e perdas da atividade empresarial: a) Assume na totalidade; b) Assume Parcialmente; c) Não Assume
Em que fase de desenvolvimento recorreu ao financiamento: a) Arranque; b) Crescimento; c) Expansão; d) Diversificação; e) Maturidade; f) outro (especificar)
Qual o Prazo do investimento
Quais os benefícios do recurso ao crédito: a) Melhoria da situação financeira; b) Novos mercados/novos negócios; c) Know How; d) Outro (especificar)
Quais os Constrangimentos: a) Dificuldades na obtenção do financiamento; b) Morosidade na disponibilização do capital; c) Burocracia; d) Valor do Crédito inferior ao necessário; e) Taxas de juro elevadas; f) Comissões elevadas; g) Excesso de Garantias; h) Outras (especificar)
Qual o nível de Dificuldade na obtenção do financiamento: a) Muito Elevado; b) Elevado; c) Moderado; d) Baixo; e) Inexistente
Qual a taxa de Retorno sobre o Investimento (ROI): a) Elevada; b) Moderada; c) Baixa; d) Nula

Tendo como base a perspectiva de análise de Ledenyou & Ledenyov (2013), segundo a qual as decisões de financiamento dos capitalistas de risco são operacionalizadas por etapas, começando por investir em start-up, com a possibilidade de reinvestir, conforme o desempenho, a terceira parte do Questionário teve como propósito, identificar as várias fases de financiamento, mediante o nível de desenvolvimento da empresa investida e a finalidade da obtenção por esta, dos recursos financeiros.

Por outro lado, para a construção do Questionário consideramos de igual modo, o estudo de Mantell (2009), o qual analisa as relações de risco e do retorno de capital, tendo como foco a ação do empresário no estágio incipiente do processo de investimento. Neste contexto e tendo em conta os critérios de decisão de investimento, desenvolvidos na pesquisa de Marques, Souza & Júnior (2015), foram adicionalmente observados, os aspetos inerentes à gestão financeira da empresa, compulsados pela capacidade de geração de lucro e da rentabilidade dos investimentos, evidenciada pela taxa de retorno do investimento.

À luz das questões fundamentais da pesquisa realizada por Bernardes et al, (2013), na sua investigação através de estudos de caso de duas empresas, também incluímos no Questionário, elementos que permitiram aferir na empresa financiada por capitalista de risco, o nível de intervenção na liderança; a cultura organizacional, bem como as habilidades e práticas na gestão e no controle de riscos.

No seguimento das considerações expressas sobre o Questionário, apresentamos infra o resultado da agregação das três partes que compõem o mesmo:

Parte I – Caracterização da Empresa
Qual a denominação Social (Facultativo)
Qual o regime jurídico
Qual o valor do capital social
Qual o ano de constituição
Qual o ano de início de atividade
Qual o objeto social
Setor de atividade económica
Qual a localização
Qual o nº de empregados
Qual o volume anual de receitas (valores em Kwanzas)
Qual a fonte de financiamento utilizada no início da atividade: a) Capital Próprio; b) Capital alheio; c) Ambos; d) Nenhum
Qual o tipo de capital alheio
Parte II – Financiamento Bancário
Em que fase de desenvolvimento recorreu ao financiamento: a) Arranque; b) Crescimento; c) Expansão; d) Diversificação; e) Maturidade; f) outro (especificar)
Porque razão recorreu ao Crédito: a) para subscrição do capital inicial; b) para despesas de arranque; c) para cobrir défice de tesouraria; d) para expansão; e) para diversificação (indicar atividade)
Qual o tipo de financiamento bancário: a) Empréstimo de curto prazo; b) médio prazo; c) longo prazo; d) Leasing; e) Factoring; f) Outro (indicar)
Qual a entidade Credora (Banco)
Qual o valor do crédito

Qual a fase atual do Financiamento: a) Desembolso; b) Reembolso; c) Período de Carência; d) Período de Graça
Quais os Incentivos de que beneficia: a) Taxa de Juros bonificada; b) Isenções de Garantia na obtenção de Crédito; c) Prazo de Reembolso dilatado; d) Isenções de pagamento de imposto; e) Outro (indicar)
Qual a taxa de juros
Qual o Prazo de reembolso
Quais as comissões afetas ao financiamento: a) comissão de montagem ou de estruturação b) comissão de gestão; c) ambas; d) outras (indicar)
Quais as garantias bancárias
Quais os benefícios do recurso ao crédito: a) Melhoria da situação financeira; b) Novos mercados/novos negócios; c) Know How; d) Outro (especificar)
Quais os Constrangimentos: a) Acessibilidade/Dificuldades na obtenção do financiamento; b) Morosidade na disponibilização do capital; c) Burocracia; d) Valor do Crédito inferior ao necessário; e) Taxas de juro elevadas; f) Comissões elevadas; g) Excesso de Garantias; h) Outro (especificar)
Qual o nível de Dificuldade na obtenção do financiamento: a) Muito Elevado; b) Elevado; c) Moderado; d) Baixo; e) Inexistente
Qual a taxa de Retorno sobre o Investimento (ROI): a) Elevada; b) Moderada; c) Baixa; d) Nula
Parte III – Financiamento através do Capital de Risco
Em que fase de desenvolvimento recorreu ao capital de risco: a) seed capital; b) start-up; c) Early Stage Development Capital; d) Later Stage Development Capital; e) Management Buy Out; f) Mezzanine; g) Replacement equity; h) Resgate-Turnaround
Qual a quota de participação do Capitalista de Risco (Fundo/Sociedade de Capital de Risco) detém no capital social da empresa
Qual a Sociedade de Capital de Risco

Qual o âmbito da intervenção do Fundo/ Sociedade de Capital de Risco na Gestão: a) Gestão Estratégica; b) Gestão Financeira; c) Formação; d) Apoio Tecnológico; e) Outro (especificar)
Qual o grau de importância que atribui à intervenção do Fundo/ Sociedade de Capital de Risco no crescimento da empresa: a) Indispensável; b) Muito relevante; c) Relevante; d) Pouco Relevante; e) Dispensável
Qual a participação da entidade financiadora na assunção dos risco e perdas da atividade empresarial: a) Assume na totalidade; b) Assume Parcialmente; c) Não Assume
Em que fase de desenvolvimento recorreu ao financiamento: a) Arranque; b) Crescimento; c) Expansão; d) Diversificação; e) Maturidade; f) outro (especificar)
Qual o Prazo do investimento
Quais os benefícios do recurso ao crédito: a) Melhoria da situação financeira; b) Novos mercados/novos negócios; c) Know How; d) Outro (especificar)
Quais os Constrangimentos: a) Dificuldades na obtenção do financiamento; b) Morosidade na disponibilização do capital; c) Burocracia; d) Valor do Crédito inferior ao necessário; e) Taxas de juro elevadas; f) Comissões elevadas; g) Excesso de Garantias; h) Outras (especificar)
Qual o nível de Dificuldade na obtenção do financiamento: a) Muito Elevado; b) Elevado; c) Moderado; d) Baixo; e) Inexistente
Qual a taxa de Retorno sobre o Investimento (ROI): a) Elevada; b) Moderada; c) Baixa; d) Nula

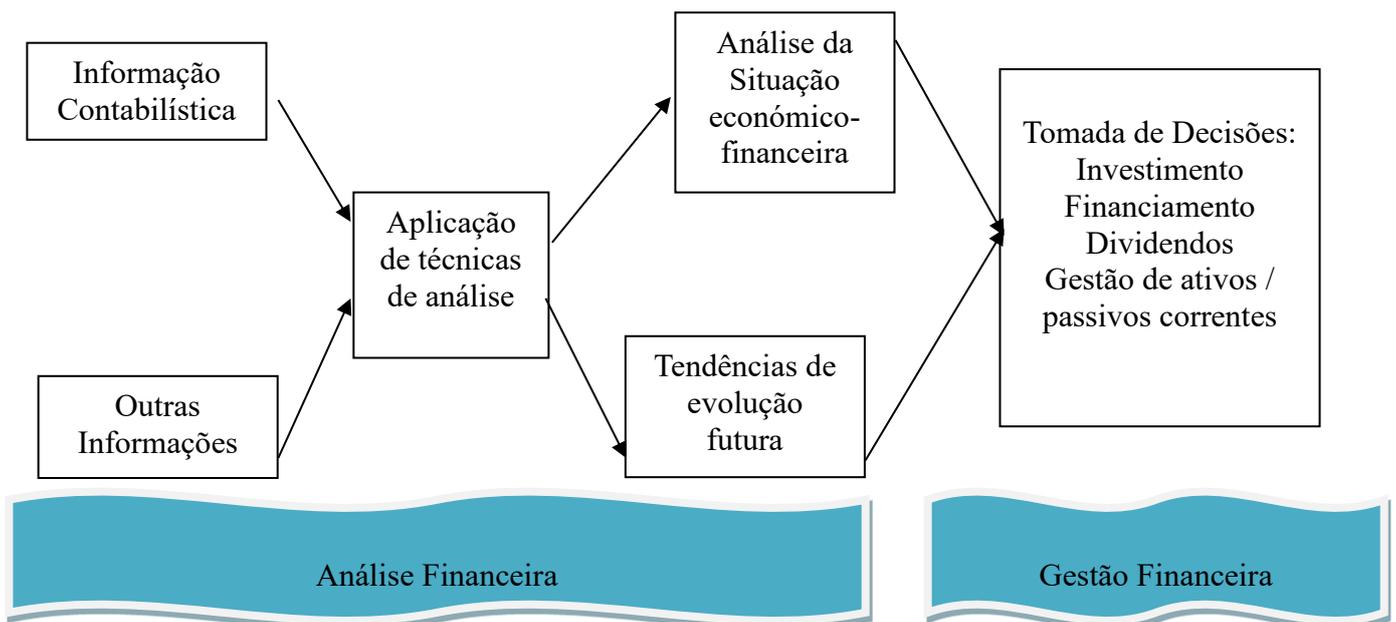
Importa referir que, no âmbito dos estudos de casos realizados, o resultado extraído da parte II e III do Questionário apresentado aos empresários como guião, comporta o suporte da pesquisa e, revela a confirmação da nossa hipótese inicial, atestando deste modo, a importância dos incentivos financeiros e do capital de risco no desenvolvimento empresarial, apesar dos constrangimentos identificados, aquando da execução dos referidos instrumentos de financiamento.

Relativamente à última questão constante na segunda e terceira parte do questionário, sobre o retorno do investimento (ROI), que expressa o grau de rendibilidade do investimento realizado, foram utilizados na pesquisa, instrumentos base de gestão financeira que permitiram a análise de indicadores, que conduziram ao apuramento e certificação dos resultados, expressos de forma qualitativa, concernentes às empresas que foram alvo de estudo no presente trabalho.

$$\text{ROI} = (\text{Ganho obtido} - \text{Investimento}) / \text{Investimento}$$

De entre os vários instrumentos supracitados, listamos os seguintes Mapas de Gestão e Documentos de Informação Contabilística: Balanços, Demonstrações de Resultados e respetivos Relatórios e Contas. A análise às informações expressas nos referidos Documentos alude sobre a situação financeira da empresa, num dado período e é relevante à tomada de decisões, na gestão de curto-medio e no limite, até de longo prazo, quando o horizonte temporal ultrapassa a barreira dos 5 anos.

Figura 7: Fluxograma da Informação Financeira para Tomada de Decisões



Fonte: Fernandes, Peguinho, Vieira & Neiva (2014, p. 32)

Como facilmente observamos na Figura acima, o processo inerente à análise financeira serve de suporte para a tomada de decisão em sede da gestão empresarial. Trata-se de um processo que compreende várias técnicas e onde a informação contabilística é relevante para o conhecimento sobre a saúde financeira da empresa e posterior ponderação sobre a estratégia futura, em função dos recursos disponíveis. Tal processo é crucial, para as distintas partes

intervenientes e, interessadas nas boas práticas de gestão, designadamente, os gestores, os credores, os investidores, o Estado e, eventualmente clientes (Neves, 2005).

Comecemos pelo capital humano de uma entidade empresarial, os trabalhadores: a estes, interessa a salvaguarda do posto de trabalho, bem como a maior (em termos numéricos) e melhor (em termos equitativos), distribuição dos rendimentos, no caso apresentada na forma de remuneração mensal (salários), aos quais podem ou não ser acrescido, eventuais subsídios vigentes na empresa. Ao Estado interessa a participação tributária da empresa, o Imposto Industrial, para cobertura da despesa pública, inscrita no Orçamento Geral do Estado, sendo a base do cálculo o Resultado Bruto anual da empresa. Aqui importa realçar que, concernente às obrigações fiscais, além do Imposto Industrial, em Angola, não obstante o processo de implementação do Imposto de Valor Acrescentado (IVA), se encontre numa fase incipiente (sendo obrigatório apenas para os grandes contribuintes), este imposto e outras obrigações (como exemplo o Imposto sobre o Rendimento de Trabalho), constam dos encargos tributários das empresas, de forma direta (para os sujeitos passíveis de tributação do IVA) ou indireta (para as empresas que não aderiram ao regime do IVA, porém suportam-no nas suas transações comerciais). Aos credores interessa conhecer a situação financeira da empresa para melhor conhecerem a capacidade da mesma honrar os seus compromissos e proceder a devolução de créditos obtidos. Ao investidor, obviamente interessa a partir da informação contabilística e sistemática de determinado período, apurar qual o histórico da situação financeira, para perspetivar a viabilidade de eventual investimento, bem como os termos do mesmo, sobretudo no que concerne ao montante e à área a investir. Aos gestores interessa que esta informação seja contínua e rigorosamente fiável, pois dela depende em grande medida o seu desempenho, visto que, através da informação contabilística são compilados os Relatórios de Gestão da Empresa e são estes que, elucidam aos gestores sobre as áreas críticas da empresa e fornecem os imputes necessários, para a realização dos Planos de Ação para os períodos seguintes, além de proverem os subsídios essenciais, para a decisão dos investidores, como referido no parágrafo anterior. Deste modo é imprescindível que a empresa tenha contabilidade organizada e que disponha dos três importantes Mapas de Gestão, que expressam de forma resumida, todas as informações económico-financeiras (Neves, 2005). Em sede da nossa pesquisa, após a análise documental e a obtenção dos dados relativos ao questionário atrás referenciado, para a sustentação da informação obtida, realizámos entrevistas semiestruturadas, em profundidade, com os diferentes *stakeholders*, designadamente, responsáveis das empresas que participaram na pesquisa, através do método de estudo de caso, seguindo um guião com o objetivo de recolher

informação em abrangência e profundidade. Para o efeito elaborámos estas 11 perguntas que abaixo listamos, para servir de guião às entrevistas semiestruturadas.

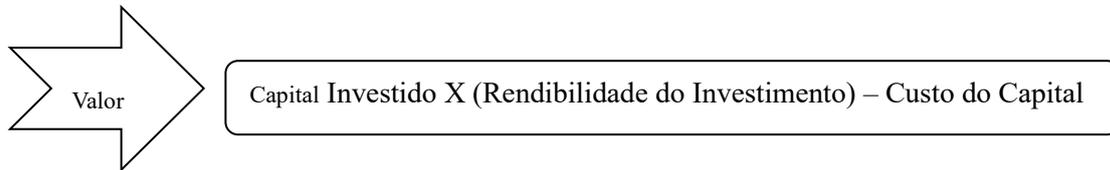
1. Como nasceu a ideia do negócio?
2. Como evoluiu o negócio?
3. Quais as áreas influenciadas pelo recurso ao Capital de Risco ou Incentivos Financeiros?
4. Governança Corporativa (Papel do Acionista e dos Gestores; Boas práticas)
5. Definição de Estratégias;
6. Evolução do Volume de Vendas;
7. Política de Marketing;
8. Estrutura dos Recursos Humanos;
9. Motivação e Desempenho;
10. Investimentos e Rendibilidade
11. Como o financiamento influenciou no desenvolvimento da empresa?

No geral, realçamos que, concernente ao fluxo de tarefas no âmbito do método de recolha de dados, foram realizados questionários à 3 empresas, com o objetivo de conhecê-las e não de entender o sector em que as mesmas atuam, apesar da referência que se faz à atividade económica que desenvolvem. Outrossim, em sede do fluxo de tarefas foram adicionalmente realizadas entrevistas semiestruturadas às 3 empresas, que serviram essencialmente para esclarecer o conteúdo da abordagem referente ao conhecimento das empresas em referência, bem como, agregar informação adicional, como por exemplo o tema da *governance* da empresa. Entretanto, as entrevistas semiestruturadas foram previamente realizadas junto de entidades do Ministério das Finanças, Ministério da Economia e Planeamento, Instituto Nacional de Pequenas e Médias Empresas e Bancos que participaram da materialização do Programa Angola Invest, com o fito de explorar e perceber a essência envolvente do tema de investigação. As entidades selecionadas têm um conhecimento profundo da temática, tendo sido obtida esta amostra por conveniência. Em suma, a realização de entrevistas permitiu aferir que o financiamento quer através do Capital de Risco, quer através das Instituições Bancárias, ao abrigo do Programa Angola Invest, impulsionou o desempenho económico-financeiro das

empresas estudadas, tornou-as robustas no mercado, com capacidade competitiva, competências de gestão e inovação.

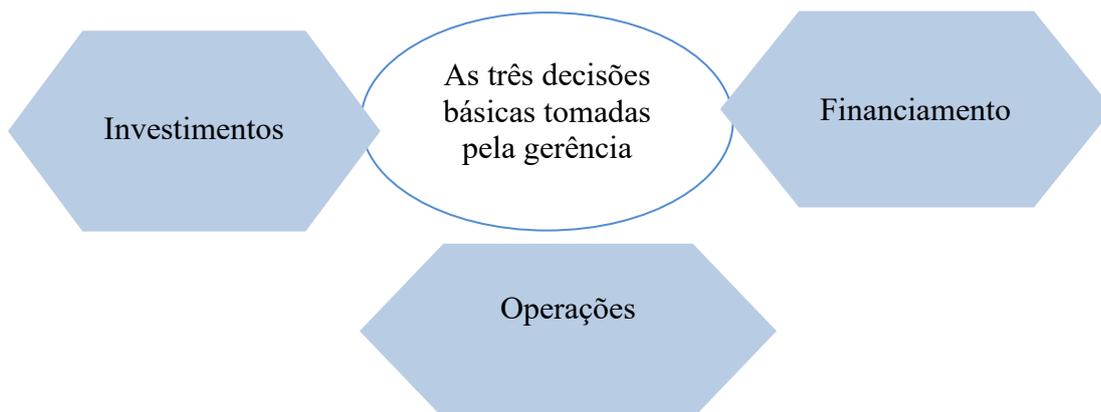
Capítulo 4 – Análise e Discussão de Resultados

Existe uma relação biunívoca entre Investimento e Financiamento, de tal ordem que o financiamento afeta a geração de valor, que por sua vez, resulta da diferença entre os fluxos de caixa gerados pelo investimento e os fluxos de caixa associados aos capitais inerentes ao financiamento (Silva, Mota & Queirós, 2018). Assim,



Conforme anteriormente referido na Revisão da Literatura, Helfert (2000), aponta três áreas básicas de atuação da atividade empresarial, em torno das quais se consubstanciam as decisões dos gestores:

Figura 8: Decisões Básicas da Gerência



Fonte: Helfert, (2000, p. 19)

Os três pilares supracitados, de decisões da gerência de uma empresa estão interligados, na medida em que, a afetação de recursos para determinado investimento está vinculada aos limites da sua fonte de financiamento, cujo grau de execução afeta a eficiência das operações (execução física ou implementação do investimento).

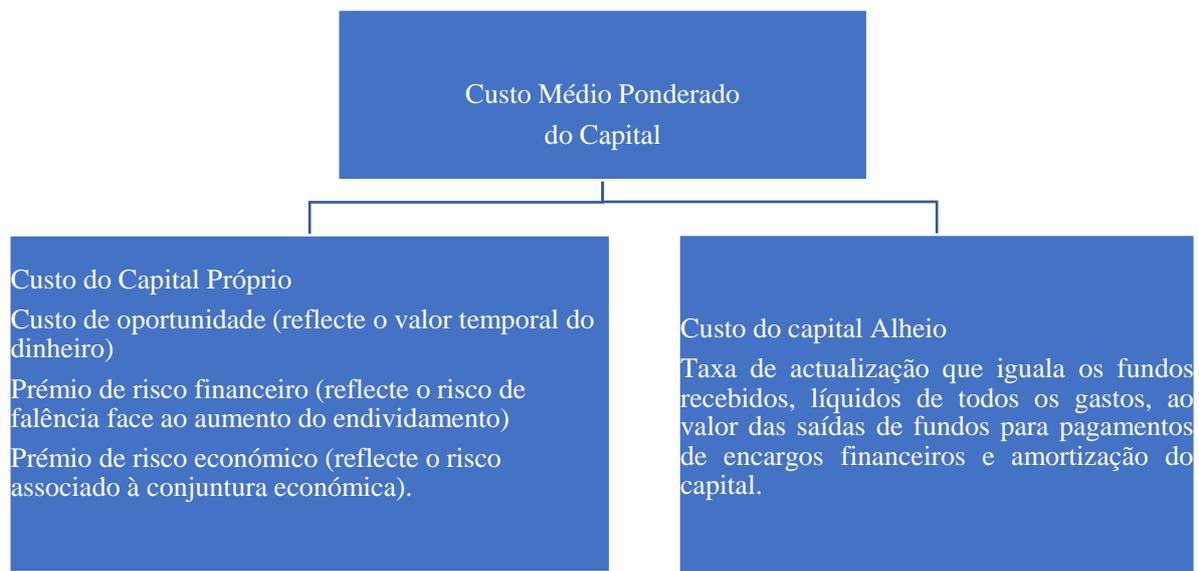
Como referenciamos nos capítulos anteriores, as empresas contam genuinamente com duas fontes de financiamento: Capital Próprio e Capital Alheio.

Também vimos atrás que, um dos principais métodos considerados na decisão de investimentos é o Valor Presente Líquido ou o Valor Líquido Atual, o qual é obtido por via da taxa que desconta os cash-flow.

A taxa de desconto, normalmente é expressa pela taxa de juro do projeto, ao preço de mercado, sendo o custo do capital, o preço dos fundos investidos no projeto. Assim, a taxa de desconto representa a taxa de rentabilidade que o investimento deve oferecer, para que o valor de mercado da empresa se mantenha inalterado ou aumente (Barros, 2007). Nesta sequência e como adverte o supracitado Autor, a taxa de desconto, a taxa de juros, o custo do capital, bem como dos fundos investidos representam o mesmo, permitindo-nos a obtenção do Valor Presente Líquido e deste modo, conhecermos a viabilidade ou não de determinado investimento, na medida em que, a decisão de financiamento sobretudo de médio-longo prazo esta intrínseca à captação de recursos para investimentos, potenciando a dispersão do risco pelas fontes de financiamento interno (capital próprio) e financiamento externo (capital alheio).

Por outro lado, o facto da empresa contar com fontes distintas de financiamento, o custo do capital deverá resultar da média ponderada das diferentes fontes do investimento, conforme figura que a seguir ilustramos:

Figura 9: Componentes do Cálculo do Custo de Capital



Fonte: Barros (2007)

Embora não seja o foco do trabalho, mas, por ser importante para o cálculo da taxa de corte e de influência na decisão de investimento, importa salientar que este método é alvo de críticas pelas limitações que apresenta, de tal modo que, a observância do custo de capital como taxa de corte nas decisões de investimento, impõe que o seu valor permaneça inalterável ao longo do tempo, sendo fundamental que, a estrutura de capital e o custo das partes de financiamento permaneçam igualmente estáveis (Barros, 2007).

Contudo, a atividade empresarial é dinâmica e foi tendo em atenção a volatilidade da conjuntura em que a atividade das empresas abordadas se desdobra, que apresentamos neste capítulo o resultado da pesquisa, onde a primeira observação, em jeito de destaque, vai para o conteúdo da entrevista aberta, concedida pela Direção do Instituto Nacional de Pequenas e Médias Empresas (INAPEM), na qual foi possível extrair o seguinte, relativamente, ao seu papel no quadro da Implementação do Programa Angola Investe, que visa o desenvolvimento empresarial através de incentivos financeiros e que comporta igualmente a componente de capital de risco:

De acordo com a entrevista concedida pelo responsável máximo do INAPEM e pela Chefe de Departamento de Consultoria e Assistência Técnica, a referida entidade, no âmbito do Programa Angola Investe, apenas intervém na fase inicial, nomeadamente: a) para prover o suporte de formação em gestão empresarial; b) para a certificação das empresas e; c) para a assistência técnica às empresas, relativa aos Estudos de Viabilidade, enquanto condição precedente para que as empresas beneficiem dos incentivos em sede do supracitado Programa.

- a) No que concerne ao suporte de formação em gestão empresarial diferenciamos dois níveis, sendo que o primeiro diz respeito as ações formativas no quadro da Iniciação Empresarial e o segundo, às ações de formação inerentes à Iniciação Empresarial Avançada.

Conforme os entrevistados, no contexto das ações formativas e em sede do primeiro nível da Iniciativa Empresarial, estas são grátis e agregam às seguintes formações:

- ✓ Como iniciar um negócio
- ✓ Como administrar o negócio
- ✓ Contabilidade básica

Relativamente às ações formativas em Iniciativa Empresarial Avançada, estas ao contrário das primeiras, o seu ónus é coberto pelos Empresários e consubstanciam-se nas matérias que visam ao aprendizado sobre como aumentar as vendas e atendimento ao cliente.

- b) Quanto à certificação das empresas, esta rege-se pela Lei 30/11 de 13 de Setembro, que estabelece os preceitos sobre a tipologia das empresas, subdividindo-as conforme sua

dimensão e de acordo com o postulado no supramencionado Diploma, em micro, pequenas e médias empresas.

Segundo os entrevistados a certificação influi no processo de obtenção de crédito bonificado, no âmbito do Programa Angola Investe e deve ser anualmente renovada, permitindo tal atualização anual, o acesso da empresa requerente aos benefícios de ordem fiscal, nomeadamente, redução do imposto industrial e isenção do imposto de selo. Contudo, também foi referenciado que após a obtenção do crédito, um elevado número de empresas não efetua a desejada renovação anual, não podendo desta feita usufruir dos benefícios aportados ao certificado anual que o INAPEM concede as empresas, que o requerem.

- c) Relativamente ao apoio na elaboração do estudo de viabilidade económico-financeira do negócio, os entrevistados referiram que a cobertura dos custos é assegurada em 75% pelo INAPEM e apenas 25% pelo promotor do Projeto, isto é, o Empresário. Também foi esclarecido que após a realização da consultoria económica e financeira para elaboração do estudo de viabilidade, o mesmo é remetido para a aprovação num dos Bancos comerciais que, no âmbito do Programa Angola Investe e a luz do protocolo assinado com o executivo tenha o compromisso de conceder crédito, assente nos termos e condições consubstanciados nos incentivos financeiros, conforme os pressupostos indicados no Programa Angola Investe.

Outrossim, os entrevistados referiram que, em caso de aprovação do estudo de viabilidade, o Banco comercial em assunto, aciona o Fundo de Garantia de Crédito, entidade responsável ao abrigo do Angola Investe, em assumir como garante por parte do Estado, 70% do financiamento, cabendo o remanescente, i.e., 30%, ser garantido pelo Mutuante, ou promotor do Projeto.

Importa referir que, de entre os vários constrangimentos assinalados pelos nossos interlocutores, no quadro da execução do Programa em assunto realçamos dois, nomeadamente:

1. Morosidade na aprovação do crédito
2. Incumprimento na execução de planos de desembolsos por parte da entidade credora.

Não obstante os supracitados constrangimentos, de acordo com as informações prestadas pelo INAPEM, no período compreendido entre 2012 e 2017, ao abrigo do Programa Angola Invest, a referida instituição formou 91.256 empreendedores e certificou 21.718 empresas.

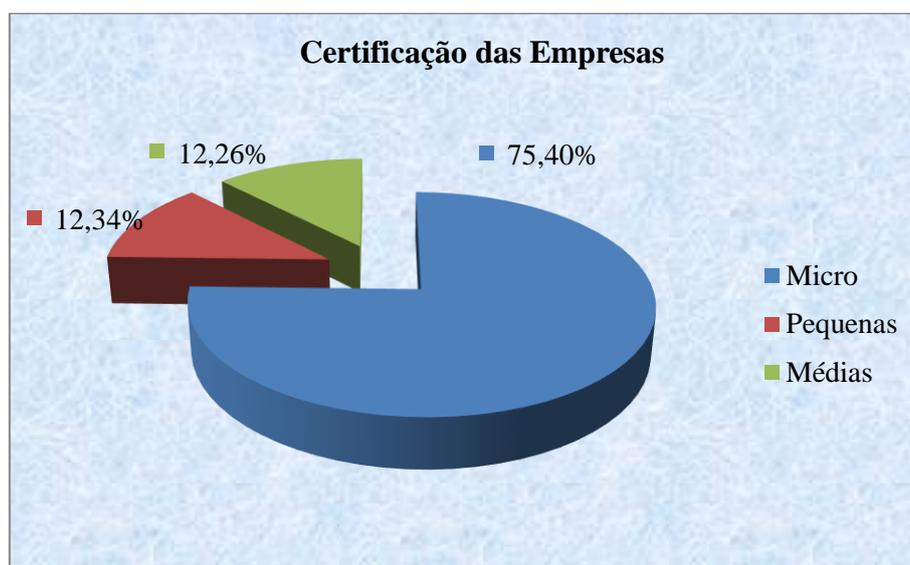
De entre as entidades certificadas no período referenciado, a informação estatística (fonte INAPEM) revela que na sua maioria são microempresas, perfazendo estas, o total de 16.376, seguindo-se as pequenas empresas e posteriormente a média empresa, em termos de ordem numérica, *inter alia*, 2.680 e 2.662, respetivamente.

Quadro 15: Empresas Certificadas pelo INAPEM (2012 à 2017)

Certificação das Empresas	
Tipologia	Número
Micro	16.376
Pequenas	2.680
Médias	2.662
Total	21.718

Fonte: INAPEM (Janeiro 2018)

Figura 10: Empresas Certificadas pelo INAPEM entre 2012 e 2017



Como ilustrado no gráfico acima, entre 2012 e 2017, ao abrigo do Programa Angola Invest, $\frac{3}{4}$ do universo das entidades certificadas é representado por Micro empresas. O remanescente, i.e., $\frac{1}{4}$ é partilhado entre as pequenas e médias empresas, realçando-se o ligeiro pendor de supremacia numérica da pequena empresa (2.680 certificações), relativamente a média empresa (2.662 certificações).

Sobre a certificação de empresas por parte do INAPEM, importa igualmente referenciar que, no período compreendido entre 2012 e 2017, ao abrigo do Programa Angola Invest, o último ano foi o que registou maior fluxo de registos, tendo este crescido 552,28% relativamente ao ano anterior, como ilustra o quadro abaixo.

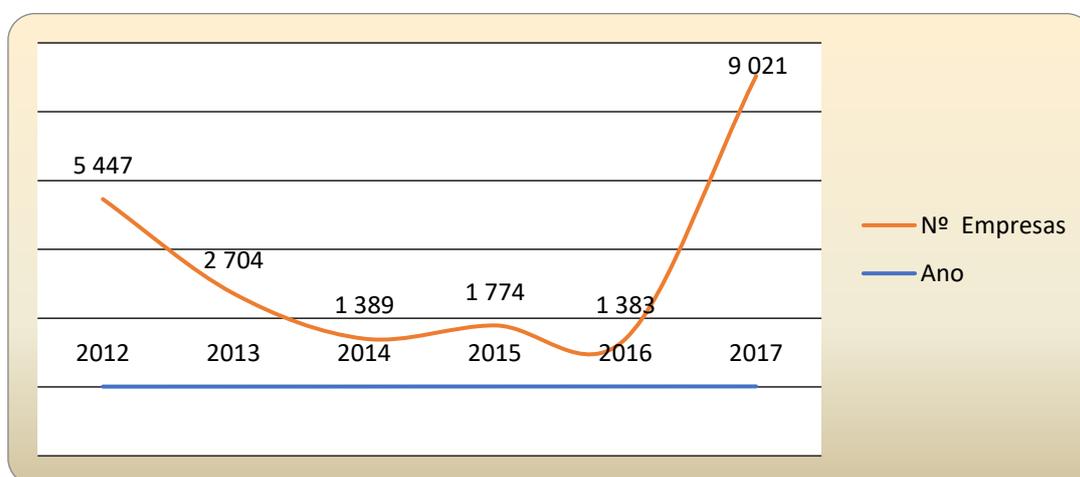
Quadro 16: Variação Anual da Certificação de Empresas

Certificação Anual		
Ano	Nº Empresas	Variação
2012	5.447,00	
2013	2.704,00	-50,36%
2014	1.389,00	-48,63%
2015	1.774,00	27,72%
2016	1.383,00	-22,04%
2017	9.021,00	552,28%
Total	21.718,00	

Fonte: INAPEM (Janeiro 2018)

Ao analisarmos a tendência evolutiva das certificações de empresas no período em referencia, verificamos que a mesma foi decrescente entre os anos de 2012 e 2015, altura em que o curso tendencial inverteu, face ao crescimento de 27,72% alcançado no referido ano (2015), comparativamente ao anterior (2014). Entretanto, o crescimento assentado registou-se em 2017, comparativamente ao ano anterior conforme o quadro acima e respetiva ilustração no gráfico que segue.

Figura 11: Evolução do Número de Empresas Certificadas entre 2012 e 2017



No que concerne a tendência evolutiva das ações formativas realizadas pelo INAPEM verificamos que a maior cifra registou-se em 2014, fato este que em nosso entender poderá ter influenciado positivamente no nível de certificações de empresas no ano seguinte, passando este indicador de 1389 certificações em 2014, para 1774 em 2015, como verificamos no quadro acima.

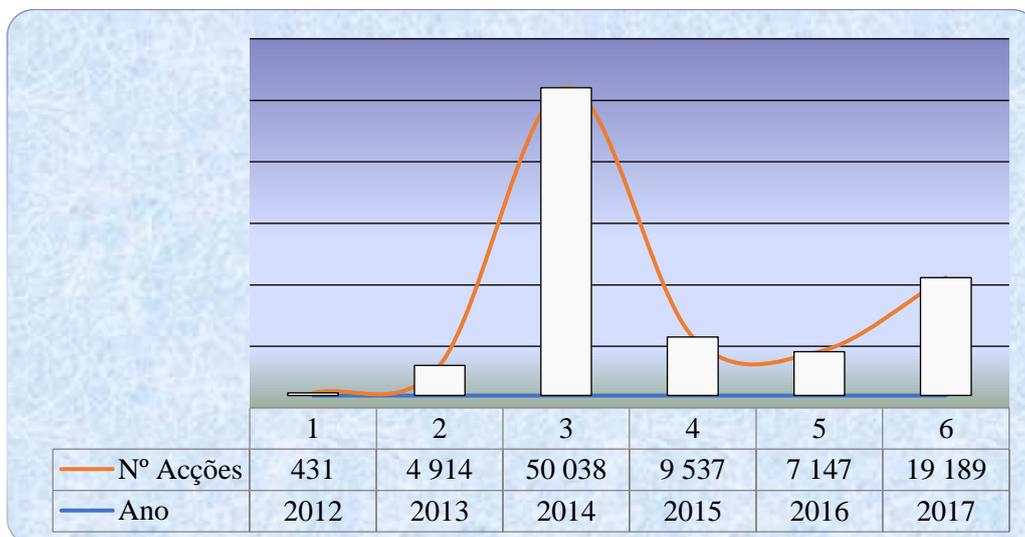
Quadro 17: Formações Anuais realizadas pelo INAPEM

Ações Formativas		
Ano	Nº Ações	Varição
2012	431	
2013	4.914	1040,14%
2014	50.038	918,27%
2015	9.537	-80,94%
2016	7.147	-25,06%
2017	19.189	168,49%
Total	91.256	

Fonte: INAPEM (Janeiro 2018)

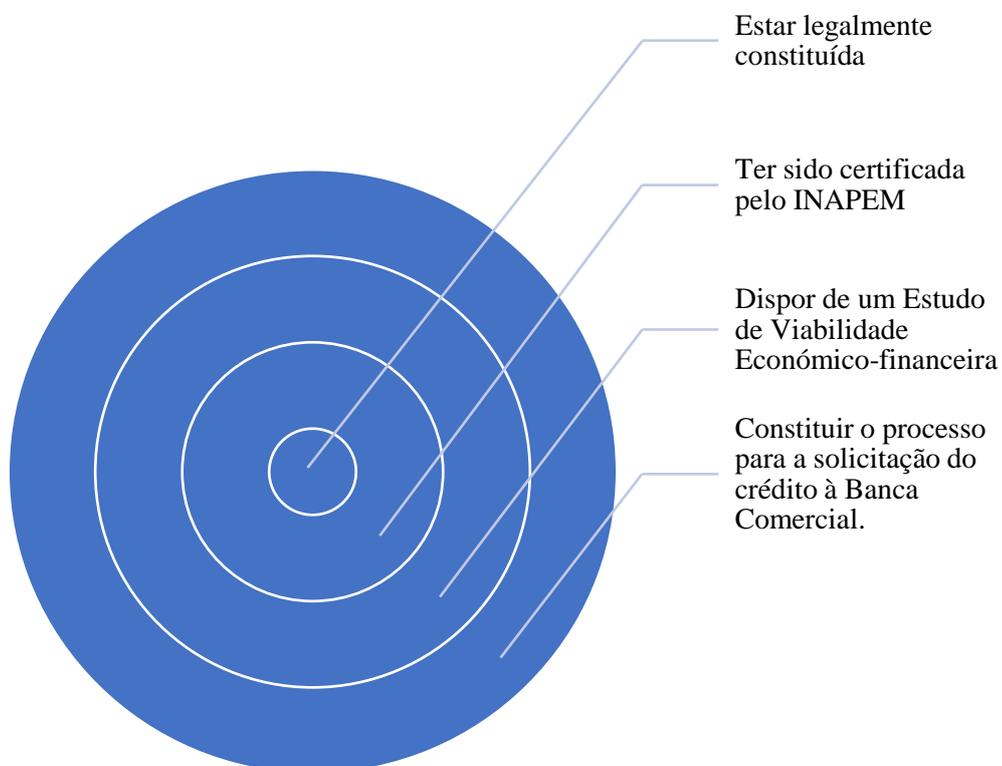
Contrariamente, no que respeita a formação, em 2015 verificou-se um acentuado decréscimo, tendo estas reduzido significativamente de 50.038 ações realizadas em 2014, para 9.537 em 2015, o que correspondeu a redução superior a 80% comparativamente ao ano anterior, como ilustra o gráfico que se segue.

Figura 12: Evolução Anual das Ações Formativas realizadas pelo INAPEM



No quadro acima também destacamos o crescimento acentuado das ações de formação, ao abrigo do Programa Angola Invest, em cerca de 168%, registado no ano de 2017, comparativamente a 2016, salientando-se porem que, o período de maior crescimento registou-se em 2013, face ao ano de 2012, seguindo-se o ano de 2014, relativamente ao exercício anterior, com cifras de 1040,14% e 918,27%, respetivamente, conforme oscilações representadas no gráfico. Não obstante as inconstâncias no que tange ao recurso às ações de formação, ao longo do período, verifica-se que existe por parte do empreendedor a preocupação em manter alinhados o exercício da atividade e o aconselhamento teórico. Pois que, ainda que futuramente, se verifique um elevado nível de desenvolvimento tecnológico, nenhum computador será capaz de substituir de forma integral, a inteligência e a intervenção humana, no que concerne ao aconselhamento sobre necessidades financeiras (Shiller (2015)). Em suma, por tudo anteriormente referenciado e também respaldado pelo resultado da análise à informação recolhida junto do Ministério da Economia de Angola, para concorrer e capacitar-se à obtenção do financiamento, no quadro do Programa Angola Investe, as empresas tiveram que percorrer quatro etapas que conformam as premissas de acesso ao crédito:

Figura 13: Premissas para acesso ao Crédito no âmbito do Programa Angola Investe



Importa recordar que, relativamente à última etapa, nos casos em que se afigure a necessidade de garantia, como condição precedente para a obtenção de crédito, é acionado o recurso ao Fundo de Garantia, instituído pelo Estado, para a cobertura do empréstimo, no valor correspondente à 70% do financiamento, obtido junto dos Bancos Comerciais.

Em sede do fomento empresarial, *de per si*, a aposta no desenvolvimento do sector produtivo serve de impulsionador ao exercício da atividade, traduzindo-se este num instrumento de estratégia de financiamento, que pode ser coberto através de entidades públicas ou privadas. No entanto, note-se que, nos países de economias menos avançadas, o Estado desempenha o papel de agente económico, na ausência de empreendedores dinâmicos (Sousa, 2017). Nesta linha de abordagem e como atrás referimos, em sede do programa Angola Investe, gizado pelo executivo angolano, foram selecionados alguns bancos comerciais, com os quais o Estado assinou o protocolo para que estes concedessem créditos ao abrigo do referido programa de incentivo ao desenvolvimento empresarial, com cobertura do Fundo de Garantia, sempre que os empresários que reúnam as demais condições de elegibilidade à obtenção de financiamento, não disponham das garantias exigidas.

No geral, após 6 anos da sua criação, ao abrigo do Programa Angola Investe, os Bancos envolvidos no processo, concederam o total de 515 créditos, no valor global de AKZ 120 mil milhões (Cento e Vinte Mil Milhões de Kwanzas), tendo para o efeito o Estado angolano desembolsado cerca de AKZ 55 mil milhões (Cinquenta e Cinco Milhões de Kwanzas), para bonificar os juros, capitalizar o Fundo de Garantia de Crédito, bem como, para o Fundo Ativo de Capital de Risco Angolano – FACRA, instrumentos estes consubstanciados à operacionalidade do referido programa de incentivos para o fomento da atividade empresarial em Angola.

Importa também realçar que, de entre os bancos que operaram os financiamentos no âmbito do programa Angola Investe enquadram-se bancos com capital público e privado, destacando-se entre os mesmos, cinco, como sendo os principais credores, nomeadamente, o Banco de Poupança e Crédito – BPC (o maior banco de capitais públicos de Angola), o Banco de Desenvolvimento de Angola (BDA), o Banco Sol, o Banco de Fomento de Angola (BFA) e o Banco Angolano de Investimento (BAI).

Relativamente ao PRODESI não existe muita informação disponível. No entanto, damos nota que, no início de 2022, o Departamento de Consultoria e Assistência Técnica do INAPEM, realizou a conformação de 75 processos, para remessa ao Banco de Desenvolvimento de Angola

(BDA), no âmbito do Projeto de Apoio ao Crédito (PAC), distribuídos territorialmente, por 14 províncias, das 18 existentes no país:

Bengo (6); Benguela (3); Bié (8); Cuando Cubango (1); Cuanza Norte (1); Cuanza Sul (2); Cunene (5); Huambo (4); Huíla (8); Luanda (27); Malanje (3); Moxico (1); Namibe (4); e Uíge (2).

Entretanto, não obstante os programas de incentivo à atividade empresarial e apesar do reconhecimento do êxito do Programa Angola Investe, decorridos 6 anos da sua implementação, facto é que, fruto da atual conjuntura de crise económico-financeira, segundo o Instituto Nacional de Estatística – INE, o número de empresas constituídas, mas sem atividade iniciada no final de 2017 foi de 115. 472, num universo de 165.413, o que representa um rácio de 69,8% de empresas inativas no referido período, em Angola. Sem sugerirmos o paralelismo direto com as razões consubstanciadas ao elevado índice de mortalidade de empresas a sua nascença, julgamos oportuno elucidar que, alguns autores, a propósito da atividade empresarial cujo financiamento ocorre por via do veículo do capital de risco, referem que, em dez investimentos de capital de risco no âmbito da primeira fase, somente dois ou três sobrevivem, tornando-se negócios de sucesso e com autossustentabilidade (Brealey, R. & Myers,1998).

Decorrente da alteração das condições económicas e financeiras que estiveram subjacentes ao contexto da implementação do Programa Angola Investe e, atendendo o elevado esforço financeiro para o Estado angolano no atual cenário de crise, procedeu-se a descontinuidade deste Programa.

É necessário considerar que, as políticas são elaboradas de forma minuciosa e cuidadosa, visando o êxito das mesmas. Contudo, por exemplo as que têm por finalidade apoiar a iniciativa empresarial, não estão necessariamente destinadas ao sucesso, na medida em que, existem vários fatores desafiantes à implementação de políticas económicas, destacando-se de entre os mesmos, a questão relativa ao horizonte temporal. Em muitas ocasiões, verifica-se uma acentuada volatilidade, da conjuntura que serviu de base para a realização do diagnóstico e construção de medidas de políticas, conducentes à resolução de determinado problema. Tais medidas de políticas, por estarem descontextualizadas tornam-se ineficientes, considerando que as mesmas carecem de ser definidas, regulamentadas e implementadas através de um cronograma de ações que carece de tempo, na execução das suas etapas, sendo em muitos casos presumível que, os problemas que constituíam o cerne da questão e que estiveram na base dos

fundamentos das medidas de política que se pretendem afetar, já se tenham modificado (Gomes, 2018).

Todavia, face a relevada importância do Programa Angola Investe, para o desenvolvimento do tecido empresarial, ao abrigo da pesquisa realizada e de acordo com a metodologia da investigação, apresentamos a seguir os dados recolhidos junto de agentes económicos que beneficiaram de incentivos financeiros à luz do referido Programa, bem como, o resultado e conclusões da sua análise. Outrossim, atendendo a falta de expressão colhida na componente de capital de risco, em sede do Programa Angola Invest, a pesquisa incidiu igualmente sobre a experiência de uma iniciativa empresarial, cujo negócio é alavancado pelo recurso ao capitalista de risco, porém não vinculado ao Programa.

Seguindo o método de estudo de caso foram submetidos questionários e realizadas posteriormente entrevistas a 3 empresas (entre 2019 e 2021), nomeadamente:

- TUPUCA, S.A.
- ANGOCAJU, LDA
- HYBRIS SOLUÇÕES, S.A.

Quanto aos entrevistados das empresas atrás referenciadas, eram todos do género masculino, na faixa etária entre 35 e 55 anos e pertenciam todos à gerência das respetivas empresas.

- TUPUCA, S.A.

A empresa TUPUCA, S.A. foi constituída em 2015, sob o regime jurídico de sociedade anónima e com o capital social de Akz 2.000.000,00 (Dois Milhões de Kwanzas), o mínimo exigido pela Lei angolana, para a constituição de uma sociedade anónima. A ideia de negócios partiu da realidade dos Estados Unidos da América. O sócio-gerente viveu e formou-se naquele país e, tendo identificado a ausência de serviços de entrega ao domicílio em Angola, inspirou-se na criação da empresa em 2015 e, em 2016 iniciou a sua atividade, tendo como objeto social, a realização de serviços de entrega ao domicílio e takeaway, através da plataforma de comércio eletrónico, atuando por conseguinte nos sectores de Serviços de alimentos e bebidas, transporte, comércio e comunicação, com a particularidade de assumir o risco resultante das operações malsucedidas, de entregas dos produtos do sector da restauração. Importa referir que, inicialmente eram efetuadas entregas apenas de produtos do sector da restauração, tendo

posteriormente a atividade abrangido igualmente entregas de produtos de supermercados, mediante solicitação dos clientes, via requisição e pagamento antecipado, em aplicativo eletrônico.

Com sede em Luanda (Talatona), a empresa conta com cerca de 120 trabalhadores, na sua maioria senhoras, cerca de 60% e, 40% homens. Todavia, excetuando o momento de entrega dos produtos, a interação com os clientes é realizada através de aplicativo de internet.

Quanto a estrutura orgânica, a empresa conta com um Diretor Geral e 8 Diretores para as várias áreas que asseguram a atividade da empresa, nomeadamente: a) Recursos Humanos; b) Finanças; c) Contabilidade; d) Área Comercial; e) Tecnologia de Informações; f) Área operacional; e g) Auditoria Interna e h) Marketing. No entanto, importa destacar que, para o fecho de contas anual, no âmbito da prestação de contas do exercício, a empresa terceiriza este serviço, recorrendo às empresas especializadas.

No que concerne à fonte de financiamento, a empresa contou inicialmente com a generosidade de familiares e amigos, cujo somatório constituiu o capital próprio, ao qual foi adicionado, cerca de 4 meses depois do arranque da atividade, o capital alheio financiado por um capitalista de risco. A falta de maturidade na gestão e a aposta extrema no crescimento do negócio, originou logo nos primeiros meses de atividade, a rotura de tesouraria, a qual implicou em ato contínuo, a inexistência de recursos para pagamento de salários e o incumprimento das obrigações fiscais. Nesta senda, a primeira abertura de capital foi efetuada no ano de início da atividade, i.e., em 2016, a segunda em 2018 e a terceira em 2019, correspondendo como contrapartida, a participação de três Capitalistas de Risco, com as quotas de 11%, 5% e 20%, respetivamente no capital da empresa.

Importa referir que, em 2016, aquando do início da atividade, o financiamento obtido através do recurso ao Capital de Risco foi de Akz 40.000.000,00 (Quarenta Milhões de Kwanzas), em 2018 foi de Akz 100.000.000,00 (Cem Milhões de Kwanzas) e em 2019 ascendeu a Akz 1.200.000.000,00 (Um Bilhão e Duzentos Milhões de Kwanzas), correspondendo as respetivas injeções de capital às fases de desenvolvimento de *seed capital* (2016); *start-up* (2018) e *Early Stage Development Capital* (2019), notando-se por parte dos três capitalistas de risco, interesse no crescimento do negócio, o qual se justifica pelo firme engajamento e intervenção dos Capitalistas de Risco na Gestão, nomeadamente, ao nível da definição da visão e gestão estratégica, no apoio tecnológico e na gestão financeira, destacando-se neste quesito, a envolvimento do terceiro Capitalista de Risco, cujo *Know How* provem do

sector financeiro. Tal envolvimento resulta numa quase total dependência, expressa na elevada relevância que é atribuída à participação dos Capitalistas de Risco, para o sucesso da empresa, na medida em que, além de estarem totalmente envolvidos no negócio, os Capitalistas de Risco assumem também, os riscos da atividade empresarial na sua globalidade.

São vários, os benefícios resultantes do financiamento com recurso ao capitalista de risco, apontados pelo nosso entrevistado, de entre os quais se destacam, a melhoria da situação financeira, o acesso a novos negócios, a obtenção de *know how*, o aumento da quota de mercado e o acesso às divisas para o pagamento de fornecedores no exterior do país, sobretudo na fase em que a economia angolana era negativamente afetada pela conjuntura de escassez de divisas e contínua depreciação da moeda doméstica, o Kwanza.

Assim, no que concerne às áreas mais afetadas pela ação do investimento através do capital de risco, foi feita referência à área financeira, que registou o fluxo de entrada de recursos, os quais permitiram de entre outras despesas, a cobertura dos serviços de publicidade televisiva, de marketing digital e porta-porta, que por sua vez sustentou o aumento vertiginoso das vendas, tendo estas uma ascendência de cerca de 300%. Atualmente a empresa conta com cerca de 1.500 provedores (Restaurantes; Supermercados; Farmácias; Lojas de comércio diverso), para o atendimento das solicitações de mais de 200.000 consumidores dos serviços do TUPUCA, registados na sua plataforma.

Figura 14: TUPUCA – Parceiros de Negócio

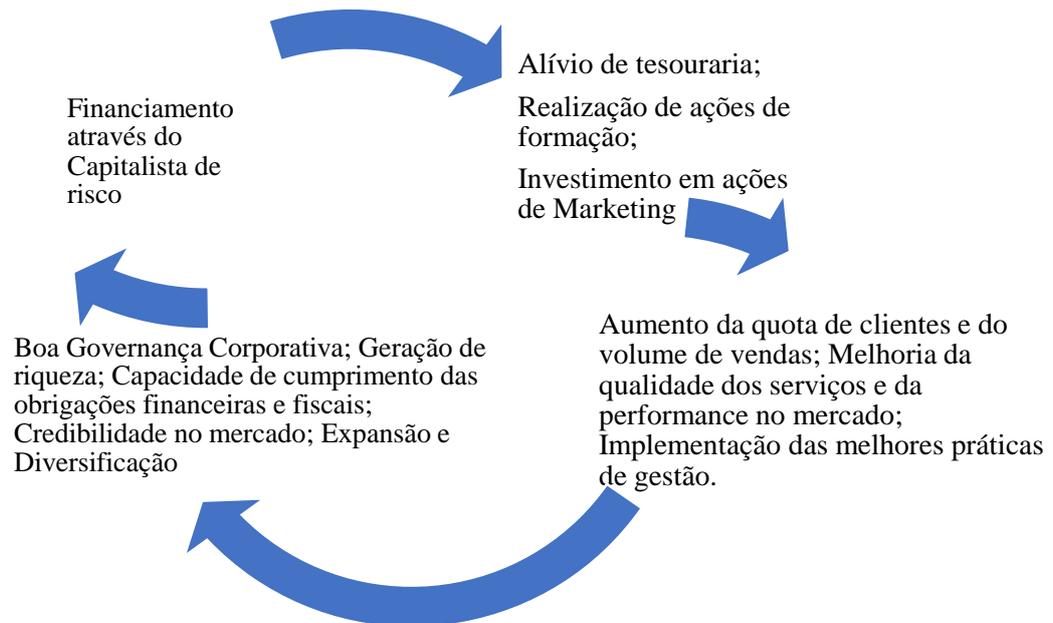


Fonte: TUPUCA, S.A., 2021

Outra área de franco crescimento, foi os recursos humanos, do ponto de vista da qualidade dos serviços prestados e da sua gestão, fruto da ação formativa, realizada também, no âmbito do investimento através de capital de risco. A melhoria da qualidade dos serviços, aliada às

necessidades do mercado, incentivaram a perspetiva de crescimento da empresa, consistindo a sua visão estratégica de longo prazo, na expansão do negócio para o exterior do país, mais concretamente para os países africanos, de língua oficial portuguesa, (PALOP) conhecidos igualmente como países da África lusófona, onde além de Angola, constam Moçambique, Cabo-Verde, Guiné-Bissau, São Tome e Príncipe e recentemente também a Guiné Equatorial.

Figura 15: Vantagens do Financiamento através de Capital de Risco – TUPUCA



Fonte: TUPUCA, S.A., 2021

Importa realçar que, no período de 7 anos de existência, a empresa já expandiu o negócio para a República do Congo Democrático e, diversificou, tendo criado em Luanda, a empresa de serviços de Táxi, associada à plataforma digital de mobilidade urbana, a T’Leva, com sede na Avenida Comandante Fidel Castro Ruz, Bairro Benfica, N° S/N e a empresa *PayPay* com escritórios nas Ingombotas, no Edifício Palácio Real, consubstanciada à uma plataforma digital e interativa, permitindo a realização de transações monetárias via *online*, de forma segura e expedita.

Figura 16: TUPUCA–Marcos relevantes



Fonte: TUPUCA, S.A., 2021

Entretanto, apesar da ação relevante dos capitalistas de risco, o empresário maioritário mantém o controlo da gerência, o que lhe permite maior autonomia no que concerne as decisões estratégicas para o alcance de objetivos de médio / longo prazo.

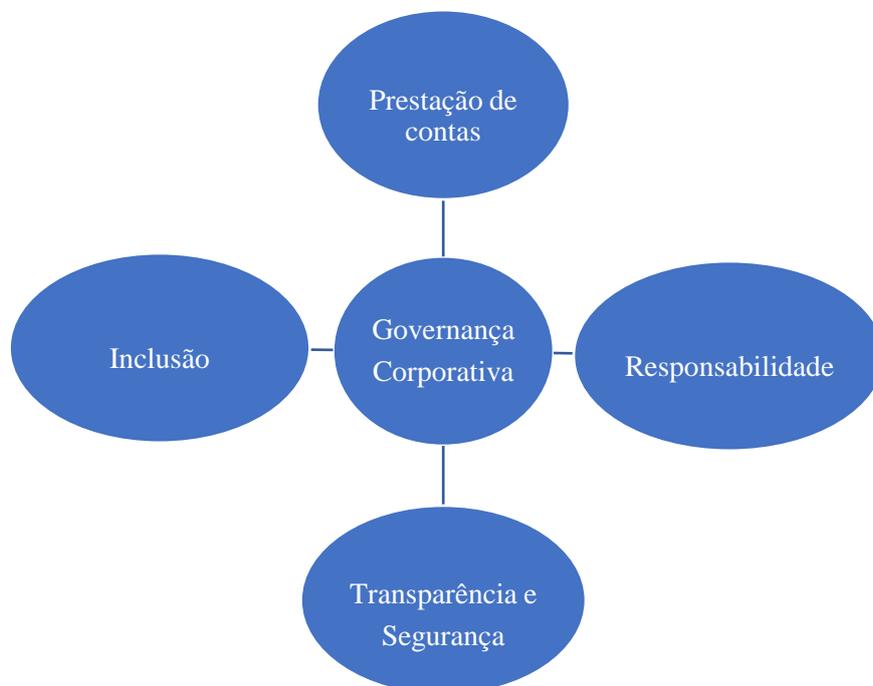
No exercício da atividade e para melhor motivar o desempenho dos trabalhadores a gestão do TUPUCA atribui um conjunto de regalias, nomeadamente, salários acima da média do mercado, bónus / prémios mensais para o melhor funcionário, tendo em conta a performance deste, no quadro dos objetivos previamente definidos nos planos de ação, aprovados anualmente e revistos sempre que necessário. Por outro lado, o TUPUCA dispõe de procedimentos laborais, que permitem o exercício de forma normalizada e contribuem para os níveis de eficiência e dos resultados expressos nos *Key Performance Indicator (KPI)* da empresa.

Para garantir o alinhamento entre as várias áreas da empresa, anualmente é realizada a reunião dos acionistas que é precedida da concertação entre as várias Direções. Concernente às decisões tomadas em sede da Assembleia, estas são partilhadas com o staff das distintas áreas, para salvaguardar a inclusão e estimular igualmente o alinhamento entre as aspirações dos trabalhadores e os objetivos estratégicos da empresa. Outrossim, para garantir a transparência e o exercício das boas práticas, a empresa dispõe de área de auditoria interna¹², para salvaguarda

¹² Existe o compromisso com as boas práticas e é a única empresa entre as analisadas, que inclui no seu objetivo estratégico, a regularização integral e atempada das obrigações tributárias.

dos procedimentos e normas laborais aprovadas pela Direção. No quadro da governança corporativa, destacamos no TUPUCA os seguintes pilares:

Figura 17: Principais Pilares da Governança Corporativa no TUPUCA, S.A.



Fonte: TUPUCA, S.A., 2021

Sobre os constrangimentos para a obtenção do financiamento proporcionado pelos capitalistas de risco, apuramos que, para a empresa em assunto, os mesmos existiram, sobretudo em relação a efetividade da disponibilidade financeira dos capitalistas, tendo sido classificado de muito moroso, o período que decorreu entre o início das negociações e a subscrição das ações. De acordo com o Gestor, tal situação deveu-se ao facto de registar-se em Angola, ausência de cultura de investimento em *startups* e acrescentou que, concernente ao setor de atividade, atualmente em Angola, o alvo preferencial dos investidores é o ramo imobiliário.

➤ ANGOCAJU, Lda

A empresa ANGOCAJU, Lda é uma sociedade por quotas, com capital social no valor de AKZ 100.000,00 (Cem Mil Kwanzas), importância mínima exigida, para a constituição de uma empresa, no regime de sociedades por quotas em Angola.

A ideia do negócio surgiu do fato de um sócio-gerente da empresa, ter trabalhado na banca de Moçambique e na altura ter mantido contato próximo com produtores de caju e ter acumulado a experiência da exploração de tal atividade, tendo daí nascido o desejo de

materializar em Angola, a produção da Castanha de Caju. A concretização de tal desiderato foi coroada de êxitos, tendo em conta o facto, do país ter um mercado fértil, pois à data do investimento, não havia em todo território angolano, uma fábrica de processamento da castanha de Caju, o que faz da ANGOCAJU, Lda, a primeira e até ao momento a única empresa no mercado.

Outrossim, de acordo com o nosso entrevistado, para a concretização da ideia de partida, foi efetuado um estudo de viabilidade por um especialista, o qual atestou que Angola apresenta enorme potencial, ainda não explorado, para o exercício do negócio de processamento de castanha de caju, sobretudo na zona litoral do país, onde é possível encontrar plantações de caju, brotadas espontaneamente do solo, sem que ninguém as tivesse cultivado¹³. Nesta senda, adicionalmente, foi também constatado no âmbito do estudo de viabilidade realizado, que em determinadas zonas, onde exuberava o cajueiro, foram em larga escala devastadas plantações, a exemplo do que acontecera em Luanda, na cidade do Kilamba, onde registou-se a destruição de 20 mil árvores do fruto caju, aquando da construção da centralidade (zona residencial) da referida cidade, o que explica a inexistência de visão estratégica, para o aproveitamento racional e eficaz do referido produto. Importa referir que para muitos, o caju é considerado o “petróleo dos pobres” pois sendo tomado como uma *commodity*, a semelhança do petróleo, diamante, ouro, café, etc., serve de fonte de receita para a economia de vários países africanos que apostaram na sua produção, tais como, a Costa do Marfim, Senegal, Nigéria, Moçambique e Guiné-Bissau, de entre outros.

Localizada em Viana, no Polo Industrial (arredores de Luanda, a capital de Angola) e constituída em 2014, a ANGOCAJU, Lda., iniciou a sua atividade apenas 2 anos mais tarde, isto é, em 2016, tendo como objeto social, o processamento alimentar, estando, por conseguinte, afeta à atividade económica do agro-negócio. Como já referenciamos, trata-se da primeira e até ao momento, a única unidade empresarial, que se dedica ao processamento da castanha de caju e para o exercício da sua atividade, a empresa conta com 12 trabalhadores, apesar de num passado recente ter empregado cerca de 20.

¹³ Informação que remete para a época colonial, alude a ocorrência de pequenas plantações de cajueiros, cultivadas na região do Nzeto, na província do Zaire (norte de Angola), porém, muito insignificantes.

A evolução do negócio envolveu a importação de equipamentos de ponta da China, todavia, com componentes europeias, contando com uma capacidade de 300 à 400 Kgs /h de processamento de castanhas de caju.

Importa realçar que, apesar da enorme potencialidade que o país apresenta, para produzir a castanha de caju, por falta de produtores nacionais em larga escala, a ANGOCAJU, Lda., optou estrategicamente pela produção a jusante e não a montante, que à obrigar a investir igualmente na plantação do cajueiro e todas as fases envolventes do negócio, até a extração da castanha, para o devido processamento.

Assim, atualmente, parte da matéria-prima utilizada, a castanha de caju, não é de produção local, mas sim proveniente de Moçambique, país com tradição na produção de castanha de caju.

Apesar de importar a matéria-prima, as demais fases, como a torragem, embalagem, de entre as demais, são realizadas em Angola, razão pela qual a Castanha de Caju comercializada pela ANGOCAJU, Lda., foi considerado produto nacional, pela Administração Geral Tributária (AGT), porque a sua produção é realizada em 60% no território nacional.

Importa realçar que, em sede da formalização e anuência da exploração da atividade, várias instituições realizaram as necessárias inspeções e auditorias, para atestar a conformidade das condições criadas pela ANGOCAJU, Lda., à data da sua entrada em funções, destacando-se a atuação do Ministério do Comércio, Unidades Sanitárias, Ministério do Ambiente e Bombeiros, bem como Clientes (de grande porte).

Com o propósito de minimizar a sua dependência da importação da matéria-prima, a empresa angolana ANGOCAJU, Lda., que dispõe de um terreno de cerca de 950 hectares, tem como aspiração investir na produção interna do referido produto, no município do Nzeto (província do Zaire, situada ao norte de Angola), local em que pretende estabelecer, entre outras culturas, a plantação de cajueiros, para que a sua capacidade de transformação do produto e o volume de produção seja maior, e corresponda a procura do mercado nacional e eventualmente também a exportação, da castanha de caju, aperitivo que além de delicioso, comporta nutrientes que revigoram energia e fortalecem o sistema imunológico.

Vale referir que, apesar da falta da cultura de produção interna da matéria-prima da castanha de caju, é já notável o surgimento de produtores, de forma muito tímida e em número ainda inexpressivo, provavelmente impulsionados pela existência no país da fábrica de produção de castanhas de caju, a ANGOCAJU, Lda.

Concernente à estrutura de financiamento utilizada no início da atividade, a empresa contou com a combinação de capital próprio, na ordem de 30% e capital alheio, de cerca de 70%. Em sede do Programa Angola Investe, a empresa beneficiou de um financiamento de longo prazo, do Banco Angolano de Investimentos (BAI), para cobertura dos custos inerentes à fase de arranque do negócio, bem como para suprir défice de tesouraria.

Com relação aos termos e condições do financiamento, à luz do previsto no Programa de incentivos financeiros para o fomento empresarial (Programa Angola Investe), a empresa em assunto beneficiou de taxa de juros bonificada, estando neste momento na fase do reembolso do crédito, cujo prazo de efetivação é de 9 anos. Importa referir que, na estrutura de custos do financiamento, além dos juros, constam a comissão de montagem ou de estruturação do financiamento, a comissão de gestão e a comissão para o Fundo de Garantia de Crédito (órgão superintendido do Ministério da Economia e Planeamento de Angola), dentro dos limites estabelecidos pelo propósito do supracitado Programa, mas conjugados com a política de crédito do Banco Comercial.

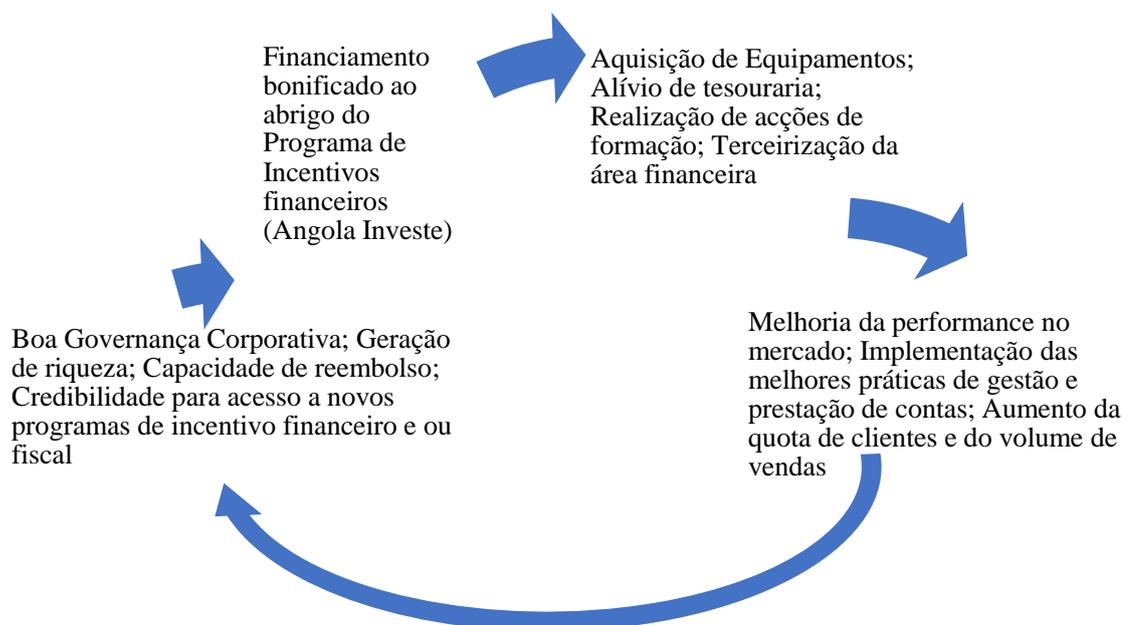
Outrossim, como nota de realce, salientamos que apesar da ANGOCAJU, Lda ser considerada elegível para a obtenção de financiamento no âmbito do Angola Investe, a aprovação do crédito teve como condição precedente, a apresentação de garantias bancárias, nomeadamente, o aval e a penhora.

Quanto aos benefícios resultantes da obtenção do financiamento bonificado, de acordo com a gerência, estes resumem-se na melhoria da situação financeira da empresa, aliás principal motivação para a aderência ao Programa de Incentivo Financeiro, Angola Investe. Todavia, no que concerne ao retorno do investimento, ao longo dos vários exercícios económicos (desde 2016), de acordo com a gerência, apesar dos resultados positivos, a taxa de retorno é baixa. Entretanto, além do alívio de tesouraria, o financiamento bonificado promoveu a dinamização da área comercial, que por sua vez impulsionou a geração de resultados positivos, através do aumento das vendas.

De acordo com o nosso entrevistado, a dinâmica dos resultados alcançados deveu-se à utilização eficiente do crédito obtido no âmbito do Programa Angola Investe, o qual permitiu além da aquisição de equipamentos, a cobertura de ações de formação ao nível de boas práticas de gestão; manuseamento de produtos; comunicação interna no âmbito dos processos e procedimentos administrativos; comunicação com clientes, bem como a terceirização da área

financeira à uma empresa estrangeira, para efeitos de melhor gestão dos recursos disponíveis e respetiva prestação de contas.

Figura 18: Vantagens do Acesso ao Programa Angola Investe – ANGOCAJU, Lda.



Fonte: ANGOCAJU, Lda, 2021

A governança corporativa da empresa é liderada por um gestor sénior, cuja filosofia assenta na comunicação aberta e gestão participativa com os demais colaboradores, para o alcance do comprometimento de todos, através da orientação e tomada de decisão por consenso, isto é, de forma colegial. Deste modo, a governança da ANGOCAJU tem como base, a participação ativa de todos os profissionais da empresa, para estimular o engajamento e o espírito de responsabilidade dos mesmos, no exercício da missão.

O quadro de colaboradores é constituído por uma equipa polivalente, que de forma regular passa por várias sessões de formação, as quais são acompanhadas pelos responsáveis das respetivas áreas, permitindo não só a transferência de conhecimentos, mas também, a oportunidade de promover a inclusão de cada colaborador de forma eficiente, no processo laborar quotidiano. A ANGOCAJU, Lda., dispõe de um conjunto de mecanismos e procedimentos laborais, que inclui a existência do Manual de Rotinas e do Regulamento Interno da empresa, possibilitando a assertividade e atuação de forma padronizada dos profissionais, bem como, a transparência e ainda, o monitoramento da atividade, por parte dos responsáveis

das áreas, para a garantia da manutenção da qualidade do produto e a salvaguarda do alinhamento do desempenho dos colaboradores, com os objetivos estratégicos da empresa. Em suma, a governança corporativa na ANGOCAJU, assenta nos seguintes pilares:

Figura 19: Principais Pilares da Governança Corporativa na ANGOCAJU, Lda.



Fonte: ANGOCAJU, Lda, 2021

De acordo com o nosso entrevistado, na guisa da conjugação dos vários pilares que compõem a ação da governança corporativa na empresa, são formuladas as estratégias, as quais classifica como sendo de diversificação, segundo a sua natureza. Todavia, observa que existem ações no sentido de no médio / longo prazo, serem implementadas estratégias de natureza expansionista, pois tencionam alargar o volume de produção e exportar para os países vizinhos da região, na África Austral. Segundo relatou, após decisão sobre a estratégia a implementar num determinado período, a mesma é partilhada com o staff operacional e passam à execução através de Planos de Ação, observando as solicitações dos produtos, por parte dos clientes, para mitigação de eventuais quebras, derivadas da produção acima das necessidades e capacidade de absorção dos produtos no mercado.

Concernente à estratégia de diversificação, esta resultou do investimento realizado na produção de novos produtos, nomeadamente, o sabão e produtos da linha tropical crocante (banana pão, batata-doce, mandioca).

Segundo apuramos, relativamente à produção do sabão, a ideia surgiu da necessidade de dar tratamento ao elevado desperdício de óleo, verificado aquando da produção da castanha de caju. Assim, para aproveitamento racional do óleo desaproveitado fizeram o estudo de

viabilidade e contactaram os organismos necessários, entre os quais o Ministério do Ambiente e criaram uma pequena fábrica de sabão, cuja produção antes de começar já tinha clientes. Todavia, fatores como a desvalorização da moeda e as dificuldades de acesso às divisas para a importação de materiais, fizeram com que suspendessem a produção do sabão, mantendo-se apenas a produção da castanha de caju e os produtos “tropical crocante”.

Quando questionado sobre a política de marketing utilizada pela empresa, o nosso interlocutor referiu que nunca foi necessário, por falta de empresas concorrentes no país. Importa aludir que, de entre os clientes que constam da carteira da ANGOCAJU, encontramos a companhia aérea de bandeira nacional, a TAAG e importantes lojas de comércio a retalho, algumas das quais com contratos de fornecimento desde Junho de 2016, altura em que a empresa em assunto, iniciou as vendas da castanha de caju em Angola. Grosso modo, os grandes marcos da empresa são expressos nas seguintes datas:

Figura 20: ANGOCAJU–Marcos relevantes entre a constituição e o início das vendas



Fonte: ANGOCAJU, Lda, 2021

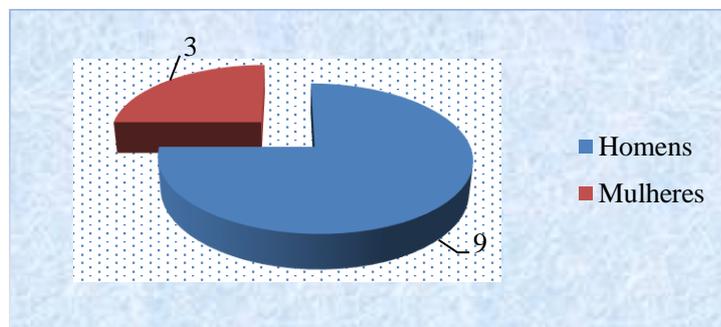
Quanto à organização interna e à estrutura dos recursos humanos, a empresa conta atualmente com 12 trabalhadores e a gestão de recursos humanos, bem como a área de contabilidade, é terceirizada, para alívio dos custos com o pessoal. Assim, do atual quadro de pessoal constam os seguintes profissionais:

- Diretor Geral (de entre outras competências acometidas à função, controla a área financeira);
- Supervisor comercial (além da área comercial é responsável pela auditoria e controlo interno);

- Supervisor para logística e produção (também encarregue do controlo de qualidade);
- Técnicos de produção e auxiliares técnicos (têm ao seu cargo, o suporte à todas as áreas, incluindo a organização dos documentos contabilísticos, para remessa à empresa que presta os serviços de contabilidade).

Quanto à estrutura etária, o trabalhador mais novo tem 22 anos e o mais velho 53. Concernente ao género, a empresa apresenta atualmente um acentuado desequilíbrio, revelando uma clara apetência para a contratação de senhores, em detrimento de senhoras, correspondendo a 75% e 25%, respetivamente, do total da força de trabalho, como explicita o gráfico que segue:

Figura 21: Estrutura do Quadro de pessoal (Género)



Fonte: ANGOCAJU, Lda, 2021

Para estimular e assegurar o bom desempenho dos seus profissionais, a Direção da ANGOCAJU realiza diariamente um *meeting*, para pontualizar sobre a agenda de trabalhos e, dirimir eventuais dúvidas ou constrangimentos, sobre assuntos que estejam em carteira. O acompanhamento dos técnicos pela gerência é realizado de forma próxima e sistemática, permitindo que as divergências sejam sanadas em tempo oportuno e que haja comprometimento por parte dos trabalhadores, com os objetivos dos planos gizados pela gerência, na medida em que, de forma implícita, existe uma orientação para a avaliação de desempenho por objetivos, que é premiada anualmente, através da atribuição de um estímulo financeiro.

Adicionalmente, também para promover a melhoria do desempenho dos colaboradores e potenciar as suas valências, os mesmos participam anualmente, sob expensas da empresa, em ações de formação *on the job*.

Importa referir que, em sede da sua estratégia de expansão, o Projeto denominado Anjo Planta, prevê a criação de 2 mil postos de emprego, considerando que, no âmbito da produção

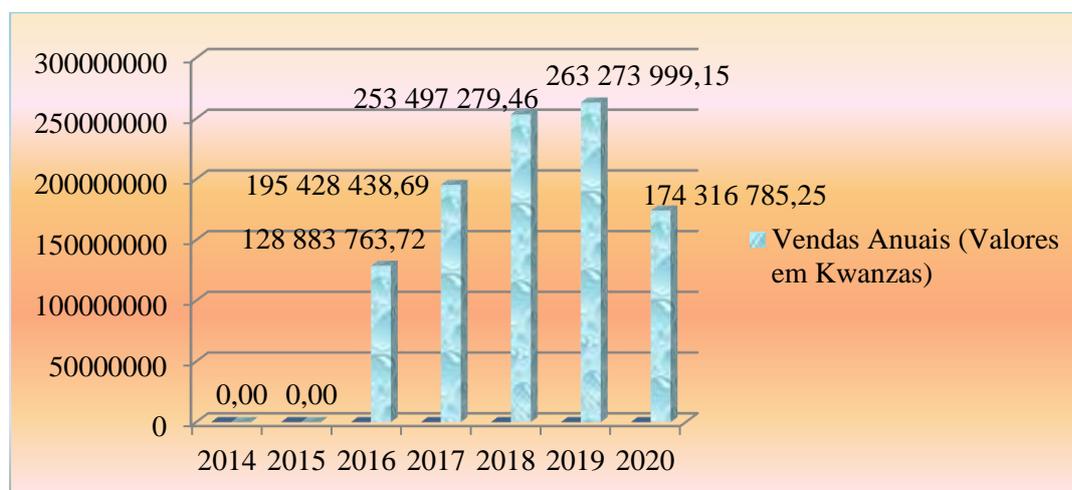
da castanha de caju, a empresa não albergará apenas a fase de processamento da castanha, mas também, a plantação do caju.

Como referenciado, atualmente, a matéria-prima para a produção da castanha de caju é adquirida no mercado de Moçambique. Todavia, junta-se àquela a matéria subsidiária, adquirida no mercado angolano, junto de empresas certificadas que, com a periodicidade quinzenal remetem o produto ao laboratório, para efeitos de controlo da qualidade e obtenção da respetiva certificação.

Relativamente aos constrangimentos identificados no processo de financiamento, a gerência apontou como sendo de maior relevância, o elevadíssimo grau de dificuldade da acessibilidade para a obtenção do financiamento, a morosidade por parte dos bancos, na disponibilização dos recursos (entenda-se dificuldades para o desembolso do capital), a burocracia do processo administrativo, as comissões elevadas e o excesso de Garantias bancárias, aportadas ao financiamento.

Não obstante os constrangimentos supramencionados, a Direção da ANGOCAJU, destaca em guisa de conclusão, que o financiamento obtido em sede do Programa Angola Investe foi o suporte para a geração de emprego, supriu o défice financeiro na fase de arranque da empresa, contribui para a diversificação e o crescimento do negócio de forma sustentável e, impulsionou o aumento vertiginoso das vendas, no período compreendido entre 2016 e 2019, como demonstra o gráfico a seguir.

Figura 22: Evolução das Vendas Anuais – ANGOCAJU, Lda.



Fonte: ANGOCAJU, Lda, 2021

Note-se que, no gráfico acima, a queda abrupta das vendas, verificada no exercício de 2020, deveu-se sobretudo, a atipicidade da conjuntura de confinamento social, imposta pelas medidas adversas ao bom funcionamento da economia, para contenção da propagação do vírus COVID 19.

➤ HYBRIS SOLUÇÕES, S.A.

A empresa HYBRIS SOLUÇÕES, S.A. constituída em Agosto de 2013, com capital social de AKZ 2.000.000,00 iniciou a sua atividade cerca de três anos mais tarde, isto é, em Setembro de 2016 e tem como objeto social a Indústria, a Importação e Exportação, concentrando no momento a sua atividade económica na indústria de conversão de papel, para uso pessoal e doméstico, com presença no mercado através da marca angolana PLUMEX.

Importa desde já referir que, um dos traços característicos de muitas empresas em Angola é o facto de ostentarem no seu objeto social, um leque de atividades muito abrangentes, deixando assim margem para que as mesmas possam ser exercidas, tão logo estejam criadas as premissas de mercado.

Figura 23: Hybris Soluções – Marcos relevantes entre a constituição e o início da actividade



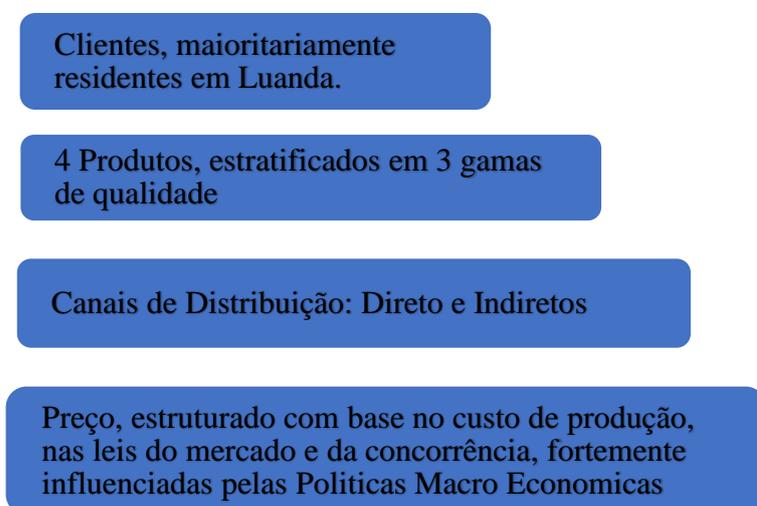
Fonte: HYBRIS SOLUÇÕES, S.A., 2022

Outrossim, salientamos que, a existência do intervalo entre o ano de criação e o início de atividade da empresa constitui igualmente um traço comum em Angola, podendo este em alguns casos, ultrapassar o período de cinco anos, destacando-se aqui, como razão para que tal aconteça, deficiências de ordem financeira e a ausência de um rigoroso estudo de viabilidade económica, para sustentar a ideia de partida, subjacente à criação de determinado negócio. Por outro lado, também a volatilidade da conjuntura económica faz com que, exista um fosso acentuado, entre os dois momentos, nomeadamente, o da constituição da empresa e, o do início da atividade, tendendo a ser mais alargado, nos casos em que, o plano de negócio não incorpora as previsões económicas, do ambiente endógeno e exógeno da futura empresa.

Localizada no bairro Kapalanca, município de Viana, em Luanda, a HYBRIS SOLUÇÕES, S.A. emprega 70 trabalhadores e a sua atividade esta atualmente centrada no fabrico de papel higiénico, papel de cozinha e papel hospitalar e, a sua receita anual está estimada em cerca de AKZ 560.000.000,00.

A HYBRIS SOLUÇÕES almeja através da PLUMEX obter um posicionamento estratégico, impulsionado por um Modelo de Negócio de caracter integrado, com visão estratégica e orientadora, capaz de assegurar a sustentabilidade económico-financeira da empresa.

Figura 24: Eixos Estratégicos do Modelo de Negócios & Atividades da Hybris Soluções



Fonte: HYBRIS SOLUÇÕES, S.A., 2022

- Clientes – No contexto do mercado, o género feminino destaca-se e é considerado como relevante, atendendo a sua capacidade de influenciar, ou decidir no processo de compra dos produtos no processo PLUMEX. Do ponto de vista geográfico, a cobertura é tendencialmente para Luanda, face a dimensão populacional (actualmente estima-se 8 milhões), contudo, o desafio é a abrangência do território, impondo uma perspectiva de afirmação e notoriedade gradual no mercado.
- Proposta de Valor – focada no mercado, com 4 linhas de produto, nomeadamente, papel higiénico e rolos de cozinha, somando a estas o papel facial tissue e guardanapos, com pressuposto de garantia do binómio qualidade / preço, permitindo atrair diferentes grupos-alvos. Por outro lado, realça-se o desafio da utilização de uma única marca comercial, no caso a PLUMEX, para as 4 linhas de produto e 3 gamas de profundidade,

(económica, média e premium), com o propósito de gerar sinergias e potenciar a inovação ao nível dos segmentos.

- Canais de Distribuição e Parceiros – o paradigma do veículo de distribuição, assume a natureza híbrida, combinando canais directos, onde se destacam, por um lado, os clientes institucionais, *inter alia*, hotéis e escolas, e por outro lado, canais indirectos, tais como, as redes de supermercado retalhistas, como Shoprite, Candando, Intermarket, Bem Me Quer, Kero, Angomarte e grandes distribuidores (grossistas).
- Modelo de Receitas e pricing – rege-se pela ótica do preço variável, com elevada elasticidade, sendo o Pricing estruturado com base no custo de produção e o acompanhamento permanente da concorrência, potenciando deste modo o exercício de uma política comercial, enquadrada nos desafios da dinâmica concorrencial. Com relação à política de aprovisionamento e produção, são considerados fatores macroeconómicos, como a taxa de câmbio e a inflação, bem como, o custo da matéria-prima.

No que concerne à política de governance, a empresa privilegia i) a proximidade ao Mercado, como suporte para o crescimento sustentável; ii) a prática do reporte, no âmbito do processo da prestação de contas, para sustentar a tomada de decisões, de forma célere e assertiva. Outrossim, a empresa privilegia a centralização de todos serviços de natureza administrativos, visando a conjugação de esforços e sinergias combinadas numa única estrutura, com serviços partilhados e a possibilidade de racionalizar custos.

Figura 25: Principais Pilares da Governança Corporativa na Hybris Soluções, S.A.



Para a implementação do negócio, a empresa teve como fontes de financiamento, os recursos financeiros dos seus sócios (capital próprio), bem como capital alheio, obtido no âmbito do Projeto Angola Investe. Importa destacar que, contrariamente às empresas já apresentadas, que por serem as primeiras a lançar no mercado nacional, o serviço (caso TUPUCA) ou o produto (caso Anjo Caju), e absorvem a maior parcela e domínio do mercado no sector em que actuam, a HYBRIS, enfrenta maior desafio na captação de maior quota e crescimento no mercado, face a existência de outros *plaiers*, nacionais e internacionais.

Concorrentes / Produtores Nacionais:

- De entre os produtores nacionais e na posição de concorrentes directos, encontramos a SICIE, Lda., empresa de direito angolano, presente no mercado desde 1997, através dos produtos da marca Suave, nomeadamente, papel higiénico, guardanapos, rolos de Cozinha, lenços de papel, pensos higiénicos e fraldas descartáveis.
- Também no leque dos produtores nacionais e potenciais concorrentes, distinguimos a Saluna Indústria, constituída em 2015 e presente no mercado na comercialização de produtos da marca Saluna, designadamente, papel higiénico, rolos de cozinha, lenços, fraldas descartáveis e pensos higiénicos.
- Realçamos igualmente no âmbito da concorrência dos produtores nacionais, a empresa SIPA, fundada em 2009, contudo, só em 2014 iniciou a atividade, tendo consolidado a sua presença no mercado, sobretudo do tissue, face à qualidade dos seus produtos, nomeadamente, papel higiénico, guardanapos de papel, rolos de cozinha e lenços de papel.

Concorrentes / Produtores Internacionais:

- A Renova, criada em 1939, é uma marca europeia, presente em cerca de 60 países, consolidada no mercado e destacando-se pelo fabrico e comercialização de papel higiénico, guardanapos de papel, rolos de cozinha e lenços de papel.
- Outro concorrente internacional, merecedor de destaque pela sua presença no mercado angolano é a empresa portuguesa Suavecel, consolidada na transformação de papel tissue, papel higiénico, rolos de cozinha, lenços e guardanapos de papel.

Além do monitoramento constante do mercado, a HYBRIS, tem como princípios orientadores do seu plano de negócios, o investimento na governança, bem como, numa

estrutura organizacional simples, orientada para a gestão de recursos humanos e financeiros, otimização da estrutura de custos e capacitação na vertente de marketing.

No âmbito do plano de negócios, a HYBRIS considera para os pressupostos do Fundo de Maneyo o seguinte:

- Estima-se que o Prazo Médio de Recebimento (PMR) seja de 30 dias, nas vendas aos supermercados (retalhistas) e grandes clientes (como por exemplo clientes institucionais), sendo que, para os grossistas, não existe a prerrogativa do pagamento a prazo, devendo estes efetuarem o pagamento a pronto, aquando da aquisição de produtos à HYBRIS.
- Com relação ao Prazo Médio de Pagamento (PMP), as matérias-primas e subsidiárias são adquiridas na modalidade do pronto-pagamento, por tratar-se de compras realizadas no mercado internacional, sem a concessão de crédito do fornecedor, sendo que, para as compras de serviços regulares o PMP é de 30 dias.
- Entretanto, o Prazo médio de Existências é estimado em 6 meses para as Matérias-Prima e subsidiarias, tendo em conta que, após encomenda, o período de espera até ao recebimento da mercadoria pode chegar aos 2 meses.

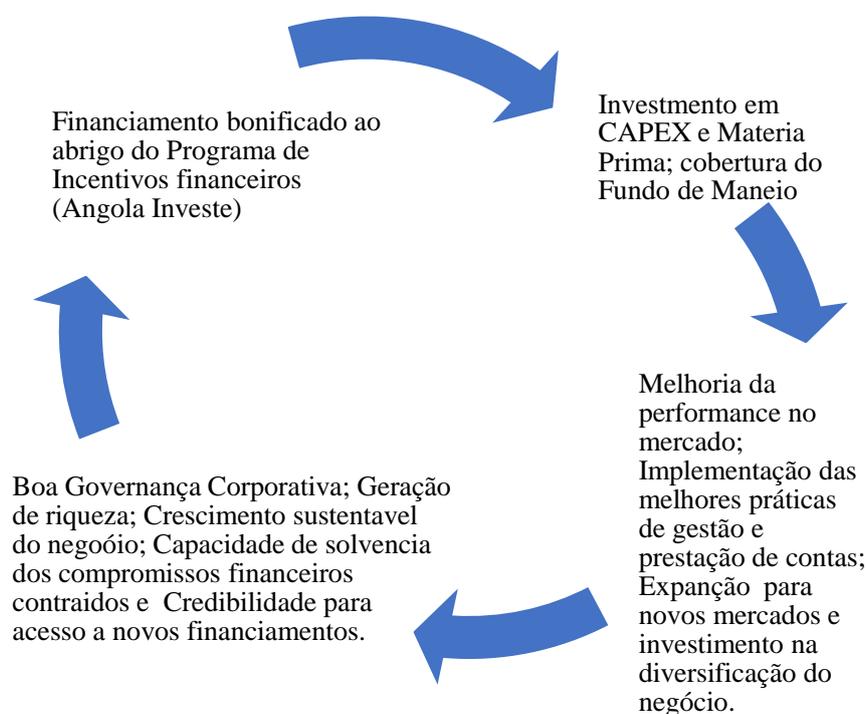
Note-se que, ainda na fase incipiente da sua atividade, para fazer face às suas necessidades de tesouraria e realizar investimentos, a HYBRIS SOLUÇÕES, S.A. obteve do Banco BIC, o crédito bonificado, no valor de AKZ 354.000.000, para cobertura das despesas de arranque. Trata-se de um financiamento com possibilidade de utilização da garantia pública, sendo o limite da cobertura 70% de capital garantido, como estabelece o Programa do Estado para o fomento do sector empresarial.

Concernente aos termos e condições do financiamento, este tem uma maturidade de 8 anos, observou um período de carência de 6 meses e encontra-se na fase de reembolso do capital, tendo a empresa como encargos no momento no âmbito do serviço da dívida, a prestação da parcela de capital associada ao empréstimo (principal) e os respetivos juros suportados, também em sede do financiamento obtido, ao abrigo do Angola Invest. Apesar da cobertura prevista pelo fundo de garantia de crédito em 70%, a empresa contraiu o financiamento, tendo como garantia o património dos sócios. Por outro lado, registamos igualmente um elevado custo do financiamento, visto que, apesar de tratar-se de crédito bonificado, a taxa de juros cobrada pelo Banco comercial foi de 12%. Contudo, também julgamos que este elevado custo do

financiamento encontra compensação, no facto de apenas ser cobrada a comissão de gestão pelo referido Banco.

Relativamente aos benefícios do financiamento obtido à luz do paradigma do Programa Angola Investe, a empresa, além de registar melhoria da situação de tesouraria, face a injeção de capital, ainda na fase de arranque, considera também ganho, a perspetiva de investir em novos mercados e novos negócios. Atualmente, a empresa explora os mercados de Luanda (capital) e Lubango (zona sul do país), perspetivando a expansão da sua atividade, para as demais províncias de Angola, bem como para os países vizinhos. No geral, a HYBRIS investiu em Fundo de Maneio cerca de USD 4 milhões entre 2019 e 2021, sobretudo para a compra de matérias-primas, e CAPEX, no valor aproximado de USD 5,8 milhões entre 2018 e 2019.

Figura 26: Vantagens do Acesso ao Programa Angola Investe – HYBRIS



Fonte: HYBRIS SOLUÇÕES, S.A., 2022

A estrutura de custos, da HYBRIS integra o correspondente a cerca de **71%** destinados à aquisição de matérias-primas e subsidiárias, dos quais 57% para matérias-primas e 14% para matérias subsidiárias; 23% para a cobertura das despesas inerentes aos Fornecimentos e Serviços de Terceiros (FST's) e 6% para custos com o pessoal.

Por outro lado, concernente ao retorno do investimento, a HYBRIS SOLUÇÕES, S.A. revela bom desempenho, expresso na elevada taxa do lucro líquido, o qual julgamos estar

associado não só à precaução dos sócios relativamente à gestão estratégica da empresa, mas também ao facto do sector da atividade, ser um dos mais atrativos e promissores no atual contexto. Tal evidência é sustentada, pela necessidade de Angola desenvolver por um lado o setor da indústria e a exportação de bens do setor não petrolífero, para diminuir o peso e a dependência do petróleo na economia, mas por outro lado, face a escassez de produtos diversos que ainda impera no mercado nacional, é imperativo, o recurso à importação de bens e serviços de vária ordem.

O desempenho de empresas como a HYBRIS SOLUÇÕES, S.A, é apelativo, contribui para a industrialização do país e justifica a implementação de programas como o Angola Investe e muito recentemente o PRODESI, que promovem o desenvolvimento do setor empresarial, para que este contribua de forma enérgica na reanimação e diversificação da economia.

A performance da HYBRIS no mercado potência a expansão e simultaneamente, o crescimento sustentado do negócio, expresso numa margem média do EBITDA de 21% (2022), prevendo-se que esta marca se mantenha até 2026 e que no período a empresa gere anualmente cerca de 6 milhões de dólares ano, garantindo o reembolso da dívida bancária contraída no âmbito do Programa de Incentivos Financeiro, denominado Angola Investe. Espera-se igualmente que a performance financeira da empresa, no período compreendido entre 2022 e 2026, liberte os recursos necessários para a recuperação do investimento realizado pelos proponentes do negócio.

No entanto, existem igualmente constrangimentos a assinalar, nomeadamente, elevado grau de dificuldade de acesso ao financiamento, morosidade na disponibilização do capital, o que obviamente, na atividade empresarial gera custos de oportunidade, que certamente seriam mitigados se os Bancos comerciais envolvidos nos Programas de incentivo ao fomento empresarial, desenvolvessem a cultura de cumprimento rigoroso do plano de desembolsos, associado aos créditos que concedem. Outrossim, na senda dos constrangimentos, a empresa considera que o valor do crédito concedido, apesar de permitir o alívio de tesouraria e a cobertura das despesas de arranque da atividade, foi insuficiente para aportar as necessidades no momento.

No geral, apesar dos constrangimentos de vária ordem, as empresas envolvidas na pesquisa, atestam a importância dos recursos obtidos através de capitalistas de risco e, por via do financiamento bancário, associado aos incentivos financeiros providos pelo Programa Angola Invest, no desenvolvimento dos seus negócios, com destaque, para a cobertura das despesas de

arranque, incluindo despesas de capital, como investimentos em máquinas, equipamentos e meios de transporte, bem como em formação de pessoal.

Capítulo 5 – Conclusões, Limitações e Investigação Futura

Esta tese procura responder se o capital de risco e o incentivo financeiro contribuem para o desenvolvimento de pequenas e médias empresas em Angola.

O trabalho de pesquisa comportou uma questão de pesquisa principal: Os Incentivos Financeiros e o Capital de Risco constituem instrumentos catalisadores do desenvolvimento empresarial em Angola?

Esta questão decompôs-se em duas Questões de Pesquisa Secundárias:

1A) Os incentivos financeiros constituem instrumentos catalisadores do desenvolvimento empresarial das PME's em Angola?

1B) O capital de risco constitui um instrumento catalisador do desenvolvimento empresarial das PME's em Angola?

Neste contexto, o estudo permite retirar diversas conclusões:

- A primeira conclusão é a que encontramos também em Martins et al (2016), ao referir que, as empresas no estágio inicial ou cuja dimensão não carece do recurso ao mercado de capital público, encontram no capital de risco, a oportunidade, por vezes única, para garantirem o seu desenvolvimento.
- Nas situações em que as empresas são elegíveis à contração do crédito e fazem-no, mesmo que o empréstimo bancário seja concedido ao abrigo de programas de incentivo financeiro e por conseguinte passível de ser acompanhado, para maior salvaguarda do retorno do capital, não se verifica o monitoramento da gestão dos recursos financiados.
- Apesar de teoricamente bem delineado, o Programa Angola Investe, aquando da sua implementação, no que concerne aos desembolsos dos recursos teve como principal constrangimento a burocracia exacerbada praticada pela maioria dos bancos envolvidos, facto que levou ao incumprimento de pagamentos em tempo oportuno, por parte de muitas empresas. Nesta senda, além de agravar os seus encargos financeiros, os desembolsos efetuados tardiamente, influenciaram também negativamente na eficiência dos planos de negócio das empresas visadas.
- A falta de monitoramento da gestão do crédito bonificado, concedido para o fomento da atividade empresarial, originou em muitos casos, o não cumprimento das operações de reembolso, facto reportado como sendo uma das razões do elevado nível de crédito-

mal-parado, que por sua vez, interrompeu o ciclo normal da atividade bancária, no que concerne à cedência de crédito, porque diminuiu a disponibilidade de recursos para a economia e, vetou a possibilidade de alguns bancos concederem novos empréstimos.

- Em sede do Programa Angola Investe, não se acautelou por setor, elegíveis, quais as empresas que de facto seriam merecedoras de financiamento em condições bonificadas, nos termos do referido programa e, a sua atribuição obedeceu à critérios subjetivos e eivados de irregularidades, tendo resultado em muitos casos, no descaminho dos recursos, sem que haja a devida responsabilização, quer da entidade bancaria, quer do tomador do crédito.
- O desfasamento existente entre o momento da conceção e da implementação do Programa Angola Investe, em termos de *timing* e conjuntura, influenciou na decisão sobre a sua descontinuidade. Todavia, do ponto de vista de infraestruturas, não estavam criadas as condições que potenciariam o bom exercício da atividade empresarial. Se por um lado, a atribuição de incentivos financeiros e até fiscais pode proporcionar às empresas, maior capacidade de competitividade no mercado, por outro, há que reconhecer que tal medida não é determinante para o desenvolvimento empresarial, estando este também subjacente, à envolvente gerada pelos elementos que impactam o ambiente de negócio, tais como, a existência de mercado, meios de comunicação e de logística, transporte, estradas, energia, água, etc.
- A implementação da política de incentivos da atividade empresarial não é periodicamente avaliada, nem são previamente estabelecidas metas, razão pela qual, não se consegue aferir se após determinado horizonte temporal da sua vigência, se é ou não oportuno continuar com determinado benefício e se tal política produziu ganhos efetivos para as empresas, nem é feito o exercício de mensuração de tais benefícios, nos casos de sucesso.
- As empresas têm dificuldades em financiar-se no mercado, devido à escassez de instrumentos financeiros para o efeito. Por outro lado, o nível de literacia financeira é baixo e a cultura de prestação de contas é quase inexistente. Assim, sobretudo as pequenas e médias empresas, têm no capital de risco além de fonte de recursos financeiros, a oportunidade de obterem o necessário *know how* para desenvolver o negócio, gerar empregos, criar valor e explorar eventualmente novos mercados, com uma gestão assente em melhores práticas e na inovação tecnológica, sustentada pelo

temporário parceiro do negócio e sócio minoritário, o capitalista de risco. O capital de risco é essencial para agregar valor nas empresas em que o capitalista de risco investe, promovendo melhoria na gestão financeira, aumento das vendas e rentabilidade do negócio (Kato & Chiloane – Tsoka, 2022).

- O FACRA continua a ser o único Fundo de Capital de Risco, com atividade visível, criado sob a égide do Estado angolano. Outrossim, apesar das várias políticas de incentivo ao fomento empresarial, não existe claramente, benefícios previstos, direcionados para a atividade de capital de risco. Sendo o capital de risco um instrumento de financiamento da atividade empresarial, mormente para as pequenas e médias empresas que estejam no seu estado embrionário, mas apresentam elevado potencial, é recomendável o fomento da atividade, através de incentivos à criação de fundos e sociedades de capital de risco. Os fundos de capital de risco continuam a desempenhar um papel preponderante no financiamento de start-ups, mormente na fase de arranque (Bonini & Capizzi, 2019).
- A ausência de contabilidade organizada nas empresas, não oferece ao corpo gestor, a informação necessária, para a conceção de estratégias de médio/ longo prazo e inibe-as do exercício de uma gestão profícua, capaz de agregar valor. Outrossim, nos casos em que as empresas apresentem défices de tesouraria, a falta de suporte contabilístico, impede-as de concorrerem à obtenção de financiamento bancário, deixando como alternativa, o recurso ao financiamento via capital de risco, o qual reveste-se de relevada importância para o fomento do tecido empresarial, pelo facto de se assumir não só como fonte de financiamento, mas também de *know how* em matéria de gestão e de rede de contactos privilegiados no mercado.
- Apesar do reconhecido papel que o capital de risco pode desempenhar em prol do dinamismo do sector empresarial angolano, em cerca de uma década, este continua imaturo, sobretudo devido à ausência de alinhamento entre o respaldo legal e a conjuntura angolana, a qual apresenta ainda, grosso modo, como traços marcantes na gestão, a falta de transparência e de cultura de prestação de contas.
- Para que a ação do capital de risco em Angola seja visível e as receitas do Estado sejam aplicadas de forma eficiente, em sede dos programas de incentivo às iniciativas empresariais, será necessário: rever a legislação quer sobre o capital de risco, quer sobre os incentivos financeiros e adequar à realidade, enfatizando em ambos os casos, a

importância do *compliance*, para a salvaguarda do exercício de melhores práticas de gestão. O exercício da transparência na gestão e a prática da contabilidade organizada, em última instância promoverão a confiança dos investidores e despertarão o interesse destes, na aposta de investimentos em atividades consubstanciadas no capital de risco, que por sua vez, potenciarão o desenvolvimento do tecido empresarial angolano.

- As fontes de financiamento ao desenvolvimento empresarial que constituem o objeto da presente pesquisa, nomeadamente, os incentivos financeiros e o capital de risco, são pela sua natureza díspares entre si, porém, podem coabitar, desde que devidamente articuladas, para o alcance do bem maior, que é a cobertura das iniciativas empreendedoras, conducentes ao fomento do tecido empresarial angolano. Assim, defendemos que, as políticas e medidas de incentivo financeiro sejam gizadas, considerando também a participação e a contribuição dos seus beneficiários e, executadas numa perspetiva de complementaridade e integralidade com outras que se mostrem igualmente indispensáveis, para que as mesmas sejam assertivas e eficientes. Trata-se aqui de uma combinação de sinergias, para um fim comum. Em sede do investimento de capital de risco, a combinação entre inventores e investidores aporta ao negócio vantagens significativas, após o uso do ativo conhecimento de ambos (Lorenzo & Vrande, 2018).
- Sendo a ciência e a educação instrumentos valiosos na disseminação de boas praticas de gestão, inovação tecnológica e ainda literacia financeira, uma maior interação entre as universidades e as empresas, poderá favorecer o desenvolvimento empresarial. Os parques tecnológicos constituem a via organizacional e económica mais célere e eficiente, sendo capazes de combinar as sinergias geradas pelo potencial das universidades, centros de estudo e empreendimentos industriais e inovadores (Andrusiv et al., 2020).

Em resumo, há várias vantagens e benefícios, não só no curto prazo (por exemplo, em termos de tesouraria), como no financiamento de longo prazo, havendo também impactos positivos a diversos níveis, como nas áreas de recursos humanos, marketing e práticas de gestão.

Assim, o estudo permite-nos responder positivamente às Questões de Pesquisa secundárias:

IA: Os incentivos financeiros constituem instrumentos catalisadores do desenvolvimento empresarial das PME's em Angola.

1B: O capital de risco constitui um instrumento catalisador do desenvolvimento empresarial das PME's em Angola.

Daqui resulta que a Questão de Pesquisa Principal também é respondida de forma positiva:

1: Os Incentivos Financeiros e o Capital de Risco constituem instrumentos catalisadores do desenvolvimento empresarial em Angola.

Limitações

No âmbito do trabalho de investigação, a principal limitação residiu no acesso à informação, junto de empresas angolanas, devido a indisponibilidade dos gestores das empresas contactadas, para as entrevistas e envio dos dados solicitados, sobretudo referente à informação financeira. Era de nosso interesse realizar o método de estudo de caso com mais empresas, mas, face às dificuldades, interagimos e efetuamos uma recolha de dados por conveniência, junto das três empresas referenciadas no capítulo anterior.

Também, no quadro das limitações registamos o facto do ano de 2020 ter sido de conjuntura atípica, face aos constrangimentos de vária ordem impostos pela pandemia de covid 19, que afetou substancialmente a vida das famílias e das empresas, impondo à humanidade uma nova forma de convivência, voltada para a vida virtual. É neste contexto que, em nossa opinião, as tecnologias de informação e de comunicação terão um papel acrescido, no desenvolvimento das empresas, sobretudo as recém-constituídas, por serem as que enfrentam maiores necessidades, fundamentalmente de ordem financeira.

Investigação Futura

Miyamoto et al. (2023) pesquisaram a relação entre o investimento em capital de risco e a mídia, avaliando de que forma a presença ativa nas redes sociais, associada à uma influência de destaque no Twitter podem favorecer as empresas recém-criadas, aumentando a probabilidade de estas captarem recursos, bem como, ampliarem a sua base de investidores. Partindo do princípio que a evolução e a inovação de tecnologias de informação e comunicação (TIC's) favorecem o ambiente da comunicação entre empresas e investidores, bem como o desenvolvimento de novas fontes de financiamento, como por exemplo o crowdfunding, sugerimos como uma das vertentes para estudos futuros, a identificação do segmento de TIC's,

mais utilizado como ferramenta, na captação de recursos e no desenvolvimento da performance de jovens empresas em África, financiadas pelo capital de risco. Ademais, com a evolução da indústria do capital de risco ao longo do tempo, aumentam as investigações potencialmente ricas, dedicadas ao financiamento empresarial, relacionado com as novas tecnologias, ou modelos de negócio que emergem da tecnologia (Capizzi et al., 2021).

Nesta senda, reportamos como sendo igualmente de interesse, o estudo da eficiência do sistema de inovação empresarial (no contexto africano), tendo como suporte as novas tecnologias, associadas a um portal de inovação, capaz de gerir a informação de forma integral e sustentável de uma rede de empresas, permitindo a realização do procedimento de *due diligence*, bem como, a obtenção de informação, não apenas sobre os produtos e serviços comercializados pelas mesmas, mas também, dos processos e procedimentos utilizados por elas, no âmbito das melhores práticas de gestão.

Outrossim, de acordo com os estudos desenvolvidos, desde Março de 2020, 4 em cada 10 capitalistas de risco e gestores de *private equity* e, 1 em cada 2 *business angels*, tiveram uma performance nos negócios abaixo de suas expectativas. Ainda de acordo com os estudos, o Covid 19 afetou mais os investimentos de *private equity* e *business angels*, comparativamente aos de capital de risco (Krämer-Eis et al., 2021). Assim, igualmente para estudos futuros, sugerimos a identificação dos Fatores críticos ao desenvolvimento dos investimentos com o apoio do capital de risco, *private equity* e *business angels*, no contexto de pandemia do covid 19.

Fontes

Legislação e outros Documentos

Decreto Presidencial n.º 169/18, de 20 de Julho, que cria o Programa de Apoio à Produção, Diversificação das Exportações e Substituição das Importações – PRODESI.

Decreto Presidencial n.º 141/2013, de 27 de Setembro, que cria a Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros – ARSEG.

Decreto Executivo N.º 252/12 de 06 de Agosto, que cria o Fundo Ativo de Capital de Risco Angolano – FACRA.

Decreto Presidencial n.º 40/12 de 13 de Março, que cria o Balcão Único.

Decreto Presidencial n.º 41/12 de 13 de Março, que aprova a implementação do Programa de Apoio às Micro, Pequenas e Empresas.

Lei do Banco Nacional de Angola (2021): Lei 24/21, de 18 de Outubro.

Lei do Regime Geral das Instituições Financeiras (2021): Lei n.º 14/21 de 19 de Maio.

Ministério das Finanças (2003). Regulamento sobre Condições de Acesso e de Funcionamento da Atividade Seguradora. Artigo 13.º, n.º 1, alínea f). Decreto Executivo n.º 5/03 de 24 de Janeiro.

Programa do Governo: 2012-2017, Pag. 105-110.

Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros – ARSEG – Relatório do Mercado 2022.

Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros – ARSEG – Relatório do Mercado 2020.

Agência Angolana de Regulação e Supervisão de Seguros – ARSEG (2016): Síntese da Evolução da Atividade Seguradora e de Fundos de Pensões em Angola – Ano 2015 e Relatório de Gestão de 2015.

Banco de Fomento Nacional (1988). Sistema de Incentivos Financeiros – SINPEDIP.

Deloitte (2023). Banca em Análise 2023. Estudo da Banca em Análise 2023.

Deloitte (2021). Banca em Análise 2021. Revolução no sector bancário em Angola.

IAPMEI (1999). ABC do Capital de Risco. 1ª Edição.

KPMG em Angola (2015). Análise ao Sector Bancário Angolano – Síntese.

Referências Bibliográficas

Artigos e Livros

- Acharya, V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402.
- Aldatmaz, S., & Brown, G. W. (2020). Private equity in the global economy: Evidence on industry spillovers. *Journal of corporate finance*, 60, 101524.
- Alperovych, Y., Hübner, G. (2013). Incremental impact of venture capital financing. *Small Business Economics* 41, 651–666 <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9448-6>
- Amaral, L. M. e Monteiro, L. A. (1995). Os Instrumentos Financeiros de Apoio ao Desenvolvimento Empresarial. O Programa de Engenharia Financeira e a Sua Articulação com a Banca. Lisboa: IAPMEI.
- Andrusiv, U., Kinash, I., Cherchata, A., Polyanska, A., Dzoba, O., Tarasova, T. & Lysak, H. (2020). Experience and prospects of innovation development venture capital financing. *Journal: Management Science Letters*, 10(4), 781-788. DOI: 10.5267/j.msl.2019.10.019.
- Ang, A., Chen, B., Goetzmann, W. N. and Phalippou, L. (2018). Estimating Private Equity Returns from Limited Partner Cash Flows. *The Journal of Finance*, 73(4), 1751-1783. <https://doi-org.ezproxy.umsl.edu/10.1111/jofi.12688>.
- Barros, C. P. (2007): Avaliação Financeira de Projetos de Investimento. Lisboa: Escolar Editora.
- Bastos, C. F. S. (2016). Finanças Empresariais. Lisboa: Ed. Silabo.
- Bates, T., & Bradford, W. D. (2008). Venture-Capital Investment in Minority Business. *Journal of money, credit and banking*, 40(2-3), 489-504. <https://doi.org/10.1111/j.1538-4616.2008.00123.x>.
- Behrends, C., Lange, M., Rahm, A., and Schäfer, A. (2019) From Pure Investor to Entrepreneurial Owner: How Private Equity Firms Can Master the Shift. *The McKinsey Quarterly*, September 2019.
- Bellavitis, C., Filatotchev, I. and Souitaris, V. (2016). The Impact of Investment Networks on Venture Capital Firm Performance: A Contingency Framework. *British Journal of Management*, 28(1), 102-119 <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12162>.

Benson, D. & Ziedonis, R. H. (2009). Corporate Venture Capital as a Window on New Technologies: Implications for the Performance of Corporate Investors When Acquiring Startups. *Organization Science* 20(2), 329-351. <http://dx.doi.org/10.1287/orsc.1080.0386>.

Bernstein, S., Lerner, J., Sorensen, M., & Stromberg, P. (2017). Private Equity and Industry Performance. *Management Science*, 63(4), 1198-1213. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2404>.

Bernardes, Roberto Carlos; Varela, Carmen Augusta; Consoni, Flávia Luciane; Sacramento, Eliana Sabá (2013). Ensaio sobre as virtudes do capital de risco corporativo para Projetos de alta tecnologia no sector agrícola: a trajetória inovadora da Alellyx Applied Genomics e da Cana Vialis. Relações entre Agricultura e Sociedade. *Revista de Administração (São Paulo)* 48(2). <https://doi.org/10.5700/rausp1091>.

Bertoni, F., Ferrer, M.A. & Martí, J. (2013). The different roles played by venture capital and private equity investors on the investment activity of their portfolio firms. *Small Business Economics* 40, 607–633. <https://doi.org/10.1007/s11187-011-9384-x>.

Block, J., Fisch, C., Vismara, S. & Andres, R. (2019) Private equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices. *Journal of Corporate Finance*, 58, 329-352. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009>.

Boavida, Anabela (1995). Capital de Risco. Legislação e Aspetos Fiscais. *Revista Portuguesa de Gestão*, 71-77.

Bonini, S. & Capizzi, V. (2019). The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: future threats and opportunities. *Venture Capital* 21(2-3):137-175. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1608697>

Brasil, H. G. (2002). Avaliação Moderna de Investimentos. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, Ltda.

Braun, R., Jenkinson, T. & Schemmerl, C. (2020). Adverse selection and the performance of private equity co-investments. *Journal of Financial Economics*, 136(1), 44-62. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.01.009>.

Brealey, R.; Myers, S. (1998): Princípios de Finanças Empresariais, 5ª edição. Lisboa: Editora McGraw-Hill, Lda.

Brealey, R.; Myers, S. e Allen, F. (2013). Princípios de Finanças Corporativas. 10ª Edição. Porto Alegre: AMGH Editora Ltda.

- Breia, A. F.; Mata, M. N.; Pereira, V. M. (2014). *Análise Económica e Financeira*. Lisboa: Editor Letras e Conceitos, Lda.
- Brinkmann, Florian & Kanbach, Dominik K. (2023). Lifespans of corporate and independent venture capitalists: a systematic review. *Venture Capital*, 25(4), 351–383 <https://doi.org/10.1080/13691066.2022.2150909>
- Bruni, A. L. e Famá, R. (2003). *As Decisões de Investimentos*. Volume 2. São Paulo: Editora Atlas S.A.
- Caetano, P. A. (2013). *Capital de Risco*. Coimbra: Edições Almedina.
- Capizzi, V., Bellavitis, C., & Johan, S. (2021). The evolution of Venture Capital: from the early days to recent successes. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 23(1), 1-3. <https://doi.org/10.1080/13691066.2021.1886660>.
- Carbó-valverde, S., Rodríguez-Fernández, F., Udell, Gregory F. (2016). Trade Credit, the Financial Crisis, and SME Access to Finance. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(1), 113-143.
- Carvalho, L. (2014). *Microeconomia e Macroeconomia. Conceitos Económicos Fundamentais para a Gestão das Organizações*. 2ª Edição. Lisboa: Edições Sílabo.
- Casado, F. E., Madrugo, A. C. & Sousa, A. R. (2005). *Capital de Risco e Empreendedorismo. O Papel do Capital de Risco no Desenvolvimento das Empresas Familiares*.
- Cheng, Xiang; Gu, Jing & Xu, Zeshui (2017). Venture Capital Group Decision-Making with Interaction under Probabilistic Linguistic Environment. *Knowledge-Based Systems*, 140(15), 82-91. <https://doi.org/10.1016/j.knosys.2017.10.030>
- Cox, Joshua & Bailey, Bronwyn (2020). Private Equity Investment and Local Employment Growth: A County-Level Analysis. *The Journal of Alternative Investments*, 22 (3), 42-54. <https://doi.org/10.3905/jai.2019.1.082>.
- Crispim, Sérgio e Douglas, Baldassi (2009). Fundos de Capital de Risco: Suporte para romper as barreiras de entrada? *Gestão & Regionalidade*, 25(73), 101-110. <http://dx.doi.org/10.13037/gr.vol25n73.153>.
- Cumming, D., Kumar, S., Lim, W. M., & Pandey, N. (2023). Mapping the venture capital and private equity research: a bibliometric review and future research agenda. *Small Business Economics*, 61(1), 173-221. <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00684-9>

Davila, Antonio; Foster, George & Gupta, Mahendra (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing* 18, 689 – 708; [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(02\)00127-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(02)00127-1).

Douglas J. Cumming & Silvio Vismara (2017). De-segmenting research in entrepreneurial finance. *Venture Capital, An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 19(1-2), 17-27. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1225910>.

Drover, W., Busenitz, L., Matusik, S., Townsend, D., Anglin, A., & Dushnitsky, G. (2017). A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators. *Journal of Management*, 43(6), 1820-1853.

Dyer, D., Hasan, I., Wang, H., Yin, D., & , (2016). Venture capital investment, regional innovation and new business creation: a research note. *International Journal of Banking, Accounting and Finance*, 7(2), 111-124.

Esperança, J. P. e Matias, F. (2010). *Finanças Empresariais*. Lisboa: Texto Editores, Lda.

Ewens, M., Gorbenko, A. & Korteweg, Arthur G. (2021). Venture capital contracts. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.06.042>.

Faury, T. P. e Carvalho, M. (2013). Corporate Venture Capital: geração e acompanhamento de oportunidades de investimento em empresas inovadoras. *Production Journal*, 23(4), 735-750. <https://doi.org/10.1590/S0103-65132013005000017>.

Fernandes, C.; Peguinho, C.; Vieira, E.; Neiva, J. (2014). *Análise Financeira, Teoria e Prática*. 3ª Edição. Lisboa: Edições Silabo.

Frimpong, F. A., Akwaa-Sekyi, E. K., Sackey, F. G., & Saladríguez Solé, R. (2022). Capital de risco como fonte inovadora de financiamento de capital próprio após a crise financeira na Espanha. *Cogent Negócios e Gestão*, 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2087463>.

Gaspar, F. (2008). Fomentar o empreendedorismo através do capital de risco e da incubação de empresas – Um estudo empírico em Portugal. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, ISSN 1645-4464.

Gatauwa, J. M. (2014). A Survey of Private Equity Investments in Kenya. *European Journal of Business and Management*, 6(3), 15 – 20.

- Gatauwa, M. J. & Mwithiga (2014). Private Equity and Economic Growth: A Critical Review of the Literature. *European Journal of Business and Innovation Research* 2(3), 1-10. (www.ea-journals.org).
- Gemson, J. (2018). Private Company Acquisitions in the Market for Corporate Control: A Comparison between Private Equity and Corporate Acquirers [Paper]. *31st Australasian Finance and Banking Conference*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3218047>.
- Gioielli, S.; Carvalho, A.; Sampaio, J. (2013). Capital de Risco e Gerenciamento de Resultados em IPOs. *Vitória-ES*, 10(4), 32 - 68 ISSN 1807-734X. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.2>.
- Gomes, O. (2018). *A Economia em 160 Citações*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.
- Gregory, Rodrigo (2013). Investimento em Startups por fundos de Venture Capital.
- Groh, A., Liechtenstein, H., Lieser, K., & Biesinger, M. (2018). The venture capital and private equity country attractiveness. Retrieved from <https://blog.iese.edu/vcpeindex/>
- Gurupdes P. (2021). The performance of venture capital investments: failure risk, valuation uncertainty & venture characteristics, *Quantitative Finance*, 21(6), 929-943, DOI: 10.1080/14697688.2020.1854479.
- Harris, R. S., Jenkinson, T., & Kaplan, S. N. (2014). Private equity performance: What do we know? *The Journal of Finance*, 69(5), 1851 – 1882.
- Helfert, Erich A. (2000). *Técnicas de Análise Financeira: Um guia prático para medir o desempenho dos negócios*. 9ª Edição, Bookman, Pag. 19, 23.
- Hsu, YW. (2010). Staging of venture capital investment: a real options analysis. *Small Business Economics* 35, 265–281. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9158-2>.
- Huong, H. D., Van Hau, N., Than, N. T., Thang, N. X., Tai, D. D., & Phuong, H. T. T. (2024). Financial resources of small and medium enterprises. *Financial & Credit Activity: Problems of Theory & Practice*, 5(58).
- Jagongo, A. (2012). Venture Capital (VC): The All Important MSMEs Financing Strategy under Neglect in Kenya. *International Journal of Business and Social Science*, 3(21).
- Vogelaar, J. & Stam, E. (2021). Beyond market failure: rationales for regional governmental venture capital, *Venture Capital*, 23(3), 257-290, DOI: 10.1080/13691066.2021.1927341.

- Jeong, J., Kim, J., Son, H. & Nam, Dae-il (2020). The Role of Venture Capital Investment in Startups' Sustainable Growth and Performance: Focusing on Absorptive Capacity and Venture Capitalists' Reputation. *Sustainability* 2020, 12, 3447; doi:10.3390/su12083447.
- Kaplan, S. N. & Lerner, J. (2010). It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance* 22(2), 36-47. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00272.x>
- Kaplan, S. N. & Stromberg, P. (2009). Leverage buyouts and private equity. *The Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 21-146.
- Kaplan, S. N. & Schoar, A. (2005). Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.
- Kato, A. I. & Chiloane-Tsoka, G. E. (2022). The role of private venture capital investors in enhancing value-adding activities and innovation of high growth firms in Uganda, *Entrepreneurship and Sustainability Issues* 9(4), 193-211. [https://doi.org/10.9770/jesi.2022.9.4\(10\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2022.9.4(10))
- Katz, S. P. (2009). Earnings quality and ownership structure: The role of private equity sponsors. *Accounting Review*, 84(3), 623-658. doi:10.2308/accr.2009.84.3.623.
- Keuschnigg, C. (2002). Venture Capital Backed Growth. *Center for Economic Studies & Ifo Institute for Economic Research. Econstor, Paper, 664*, 1-25.
- Kirzner, I. M., *Competition and Entrepreneurship* (1973). University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1496174>
- Krämer-Eis, H.; Botsari, A.; Kiefer, K.; Lang, F. (2021). EIF venture capital, private equity mid-market & business angels surveys 2020: Market. sentiment - COVID-19 impact - Policy measures, EIF Working Paper, No. 2021/71, *European. Investment Fund (EIF), Luxembourg*. https://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2021_71.htm.
- Kreer, F., Mauer, R., Limbach, P., Brettel, M. (2015). Family Exit in Family Firms: How Network Ties Affect the Owner's Intention to Follow the Private Equity Succession Route. *Schmalenbach Business Review*, 67(4), 454-488. <https://doi.org/10.1007/BF03396929>.
- Laffont, J. e Martimort, D. (2002). *The Theory of Incentives*. New Jersey: Ed. Electra.

- Lamain, W. & Zimmerman, R. (2011). Venture capital. Chapter 17. Book: International Private Equity. Author(s): Eli Talmor, Florin Vasvari. First published: 12 April 2011. <https://doi.org/10.1002/9781119973904.ch17>.
- Landry, Anaïs T., Gagné, M., Forest, J., Guerrero, S., Séguin, M & Papachristopoulos, K. (2017). The Relation Between Financial Incentives, Motivation, and Performance. *Journal of Personnel Psychology*, 16(2), 61-76.
- Ledenyov, Dimitri O. e Ledenyov, Viktor O. (2013). Venture capital optimal investment portfolio strategies selection in diffusion - type financial systems in global capital markets with nonlinearities, *MPRA - Munich Personal RePEc Archive*.
- Lockett, A., Murray, G. & Wright, M. (2002). Do UK venture capitalists still have a bias against technology based investments. *Research Policy*, 31, 1009–1030. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(01\)00174-3](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(01)00174-3)
- Lopez-de-Silanes, F., et al. (2015). Giants at the Gate: Investment Returns and Diseconomies of Scale in Private Equity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 50(3), 377-411. DOI:[10.1017/S0022109015000113](https://doi.org/10.1017/S0022109015000113)
- Lorenz, T. (1989). Venture capital today: a practical guide to the venture capital market. 2nd ed. New York: Woodhead-Faulkner.
- Lorenzo, F & Vrande, V. (2018). Tapping into the knowledge of incumbents: The role of corporate venture capital investments and inventor mobility. *Strategic Entrepreneurship Journal*. <https://doi.org/10.1002/sej.1304>
- Madi, Maria Alejandra C. (2020). Private Equity and Venture Capital in China in the Aftermath of the Sino-American Trade Disputes. *Global Journal of Emerging Market Economies* 12(1) 69–79, 2020 DOI: 10.1177/0974910119896643. journals.sagepub.com/home/eme.
- Magalhães, J. M., Daudt, C. G. e Phonlor, P. R. (2009). Vantagens Proporcionadas às Pequenas e Médias Empresas por meio da União em Redes de Cooperação no Contexto do Venture Capital. *Revista de Administração Contemporânea*, 13(4), 583 – 603.
- Mantell, Edmund H. (2009). A Theory of the Risks of Venture Capital Financing. *Journal of Economics and Business Administration*, 1(2) 194-205.

Marques, V. A.; Souza, A. e Júnior, A. F. (2015). Os Critérios Utilizados No Processo Decisório Dos Fundos de Investimentos Em Capital Empreendedor, *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 317-340. ID : [10670/1.5v7k1b](#)

Martins, A.; Cruz, I.; Augusto, M.; Silva, P.; Gonçalves, P. G. (2016). Manual de Gestão Financeira Empresarial, 2ª Edição. Lisboa: Escolar Editora.

Mejia, Alina G. (2010). A Influência da Estratégia de Investimento do Capitalista de Risco no Desempenho das Empresas Financiadas: O Caso do Fundo do Capital de Risco COMFANDI. *Cuad. Adm. Bogotá (Colombia)*, 23 (40), 339-364.

Memba, F., Gakure, R. and Karanja, K. (2012). Venture Capital (VC): Its Impact on Growth of Small and Medium Enterprises in Kenya. *International Journal of Business and Social Science*, 3(6).

Metrick, A. & Yasuda, A. (2010). The Economics of Private Equity Funds. Published by *Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies*. April 22, 2010.

Michelfelder, I., Kant, M., Gonzalez, S. & Jay, J. (2022). Attracting venture capital to help early-stage, radical cleantech ventures bridge the valley of death: 27 levers to influence the investor perceived risk-return ratio. *Journal of Cleaner Production*, 376, 20 November 2022, 133983. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.133983>.

Miyamoto, H., Mejia, C. & Kajikawa, Y. (2023). “Venture Capital Investment in Artificial Intelligence and Its Performance under the Growing Social Recognition of Artificial Intelligence: Do more AI-experienced Trend Leaders Overperform their Peers?” *Portland International Conference on Management of Engineering and Technology (PICMET)*, Monterrey, Mexico, 2023, pp. 1-10, doi: 10.23919/PICMET59654.2023.10216834.

Montanaro, B., Cavallo, A., Giudici, G. & Ghezzi A. (2022). Determinants of the exit value in European venture capital-backed technology startups. *International Business Journal*. Vol. 32 No. 7, 2022 pp. 62-84. Emerald Publishing Limited 1059-5422 DOI 10.1108/CR-03-2021-0032. <https://www.emerald.com/insight/1059-5422.htm>.

Morris, Michael H., Watling, John W. & Schindehutte, Miner (2000). Venture Capitalist Involvement in Portfolio Companies: Insights from South Africa. *Journal of Small Business Management*, July, 68-77.

- Neubert, Michael (2019). Funding Innovations for Sustainable Growth in Emerging Markets. *International Journal of Economics and Finance*, 11(4), <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n4p16>.
- Neves, J. C. (2005). *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*, 1ª Edição. Lisboa: Texto Editores.
- Okafor, Luke E., Bhattacharya, M., Apergis, N. (2020). Bank credit, public financial incentives, tax financial incentives and export performance during the global financial crisis. *Journal World Economy*, 43(1), 114-145.
- Pappas, J.; Brigham, E. F.; Hirschey, M. (1983). *Managerial Economics*, 4th Editions, Hinsdale, Illinois: Dryden Press.
- Peres, João L. (2009). Caracterização do Sistema Financeiro Angolano. *Revista do Instituto de Formação Bancária. Associação Portuguesa de Bancos*, 21 (80), 4-7.
- Phalippou, Ludovic. (2009). Beware of Venturing into Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 147-66. DOI: 10.1257/jep.23.1.147.
- Pradhan, R. P., Arvin, M.B., Nair, M., Bennett, S.E., Bahmani, S. (2019). Short-term and long-term dynamics of venture capital and economic growth in a digital economy: A study of European countries, *Technology in Society*, 57, 125-134. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2018.11.002>.
- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Nair, M. & Bennett, S. E. (2018). Sustainable economic growth in the European Union: The role of ICT, venture capital, and innovation. *Financial Economics*. <https://doi.org/10.1002/rfe.1064>.
- Rao, P., Kumar, S., Chavan, M., & Lim, W. M. (2023). A systematic literature review on SME financing: Trends and future directions. *Journal of Small Business Management*, 61(3), 1247-1277. : <https://doi.org/10.1080/00472778.2021.1955123>
- Reis, F. L. (2011). *Desenvolvimento Empresarial em Portugal – O Sistema de Gestão Nipónico*. Lisboa: Editora RH.
- Rind, Kenneth W. (1981). The role of venture capital in corporate development. *Strategic Management Journal*, 2(2), 169-180. <https://doi.org/10.1002/smj.4250020206>.

- Rosenstein, J., Bruno, A.V., Bygrave, W.D. and Taylor, N.T. (1993). The CEO, Venture Capitalists, and the Board. *Journal of Business Venturing*, 8, 99-113. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(93\)90014-V](https://doi.org/10.1016/0883-9026(93)90014-V).
- Sahlman, William A. (1994a). Insights from the Venture Capital Model of Project Governance. *Business Economics*, 29(3), 35-37.
- Sahlman, William A. (1994b). The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Finance*, 371-402.
- Santana, E. A. (2002). Contrato Satisfatório Multidimensional e a Teoria do Incentivo. *Revista Brasileira de Economia*, 56 (4).
- Schell, Charles (2015). Venture Capital. *Finance*, 4(21). <https://doi.org/10.1002/9781118785317.weom040080>.
- Schickinger, A.; Leitterstorf, Max P. & Kammerlander, N. (2018). Private equity and family firms: A systematic review and categorization of the field. *Journal of Family Business Strategy*, 9, 268-292. www.elsevier.com/locate/jfbs.
- Shepherd, Dean A. & Zacharakis, Andrew (2015). Venture Capital Research. *Entrepreneurship*, 3(21). <https://doi.org/10.1002/9781118785317.weom030099>.
- Shiller, R. J. (2015). *A Ética das Finanças*. Lisboa: Bertrand Editora.
- Silva, E. S.; Mota, C. e Queirós, M. (2018). *Decisões Sobre Financiamento, Estrutura de Capital e Política de Dividendos*. Porto: Vida Económica – Editorial, SA.
- Silva, J. V. e Ferreira, P. J. (2014). *Princípios de Gestão Financeira*. Lisboa: Editor Letras e Conceitos, Lda.
- Smolarski, J., & Kut, C. (2011). The impact of venture capital financing method on SME performance and internationalization, *International Entrepreneurship Management Journal*, 7, 39-55. <https://doi.org/10.1007/s11365-009-0128-1>.
- Sousa, D. P. (2017). *Finanças Públicas e Direito Financeiro. Volume II*. Lisboa: Quid Juris Sociedade Editora.
- Staniewski, M.W., et al., (2015). Setting up a business and funding sources, *Journal of Business Research*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.12.016>.

- Strebulaev, I., & Gornall, W. (2015). How much does venture capital drive the U.S. economy? *Stanford Business School Insights, Stanford Graduate Business School*. <https://www.gsb.stanford.edu/insights/how-much-does-venture-capital-drive-us-economy>.
- Stulz, René M. (2020). Public versus private equity. *Oxford Review of Economic Policy*, 36(2), 275–290. <https://doi.org/10.1093/oxrep/graa003>.
- Takahashi, J. T. (2006): Avaliação da Carteira de Ativos nos Fundos de Venture Capital e Private Equity. São Paulo: Editora Atlas, S.A.
- Tian, X., Kou, G. & Zhang, W. (2020). Geographic distance, venture capital and technological performance: Evidence from Chinese enterprises. *Technological Forecasting and Social Change*, 158, 120155. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120155>.
- Upton, N., & Petty, W. (1998). Venture Capital Funding of Transition in Family-Owned Business: An Exploratory Analysis. In *12th Annual National Conference United States Association for Small Business and Entrepreneurship: Conference Proceedings, Clearwater, Florida, USASBE*.
- Upton, N. & Petty, W. (2000). Venture Capital Investment and US Family Business. *Venture Capital*, 2(1), 27-39. <https://doi.org/10.1080/136910600295792>.
- Vanacker, T., Forbes, D., Knockaert, M. & Manigart, S. (2020). Signal Strength, Media Attention, and Resource Mobilization: Evidence from New Private Equity Firms. *Academy of Management Journal*, 63(4). <https://doi.org/10.5465/amj.2018.0356>.
- Vieito, J. P. e Maquieira, C. P. (2013). Finanças Empresariais. Teoria e Prática. Lisboa: Escolar Editora.
- Wang, S., Wareewanich, T. & Chankoson, T. (2023). Factors influencing venture capital performance in emerging technology: The case of China. *International Journal of Innovation Studies*. Volume 7, Issue 1, March 2023, Pages 18-31. <https://doi.org/10.1016/j.ijis.2022.08.004>.
- Wright, M. (2015). Venture capital. In *Wiley Encyclopedia of Management - Volume 12 Strategic Management* (eds C. L. Cooper, J. McGee and T. Sammut-Bonnici).
- Wohler, J. & Haase E. (2022). Exploring investment processes between traditional venture capital investors and sustainable start-ups. *Journal of Cleaner Production*, 377 (2022) 134318. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134318>

Wood, Geoffrey & Wrigt, Mike (2009). Private equity: A review and synthesis. *International Journal of Management* 11(4).

Yin, R. K. (2003). Case study research: Design and methods. Thousand Oaks. Sage. Young, LC and Wilkinson, IR (1989). The role of trust and co-operation in marketing channels: a preliminary study. *European Journal of Marketing*, 23(2), 109-122.

Yitshaki, R. (2008). Venture capitalist-entrepreneur conflicts: An exploratory study of determinants and possible resolutions. *International Journal of Conflict Management*, 19(3), 262-292. <https://doi.org/10.1108/10444060810875813>

Zhang, Jun (2017). Venture Capital. China as an Innovation Nation, 68-97. *Oxford University Press*. <https://doi.org/10.1002/9781118786352.wbieg0739>.