

III

(Outros actos)

ESPAÇO ECONÓMICO EUROPEU

DECISÃO DO ÓRGÃO DE FISCALIZAÇÃO DA EFTA

N.º 117/14/COL

de 12 de março de 2014

que altera pela nonagésima quarta vez as regras processuais e materiais no domínio dos auxílios estatais através da adoção de novas Orientações relativas aos auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco e da prorrogação das vigentes Orientações relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas

O ÓRGÃO DE FISCALIZAÇÃO DA EFTA («Órgão de Fiscalização»),

TENDO EM CONTA o Acordo sobre o Espaço Económico Europeu («Acordo EEE»), nomeadamente os artigos 61.º a 63.º e o Protocolo n.º 26,

TENDO EM CONTA o Acordo entre os Estados da EFTA relativo à criação de um Órgão de Fiscalização e um Tribunal de Justiça («Acordo relativo ao Órgão de Fiscalização e ao Tribunal»), nomeadamente o artigo 5.º, n.º 2, alínea b), e o artigo 24.º, bem como o artigo 1.º da Parte I do Protocolo n.º 3 do referido Acordo,

Considerando o seguinte:

Nos termos do artigo 24.º do Acordo que cria um Órgão de Fiscalização e um Tribunal, o Órgão de Fiscalização aplicará as disposições do Acordo EEE em matéria de auxílios estatais.

Nos termos do artigo 5.º, n.º 2, alínea b), do Acordo que cria um Órgão de Fiscalização e um Tribunal, o Órgão de Fiscalização elaborará notas informativas ou linhas diretrizes nas matérias abrangidas pelo Acordo EEE, se esse Acordo ou o Acordo que cria um Órgão de Fiscalização e um Tribunal o previrem expressamente ou se o Órgão de Fiscalização o entender necessário,

Em 15 de janeiro de 2014, a Comissão Europeia adotou as Orientações relativas aos auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco ⁽¹⁾ que devem entrar em vigor em 1 de julho de 2014. As novas regras estabelecem as condições com base nas quais os Estados-Membros da UE podem conceder auxílios para facilitar o acesso ao financiamento por parte das pequenas e médias empresas e das empresas com uma capitalização média. Estas novas Orientações destinam-se a substituir as Orientações comunitárias relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas ⁽²⁾ a partir de 1 de julho de 2014.

As Orientações relativas aos auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco da Comissão Europeia estabelecem igualmente que a aplicabilidade das Orientações comunitárias relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas é prorrogada até 30 de junho de 2014.

Estas Orientações são relevantes para efeitos do Espaço Económico Europeu.

É necessário garantir uma aplicação uniforme das regras do EEE em matéria de auxílios estatais em todo o Espaço Económico Europeu em consonância com o objetivo de homogeneidade estabelecido no artigo 1.º do Acordo EEE.

⁽¹⁾ JO C 19 de 22.1.2014, p. 4.

⁽²⁾ JO C 194 de 18.8.2006, p. 2.

De acordo com o ponto II da secção «QUESTÕES GERAIS» do Anexo XV do Acordo EEE, o Órgão de Fiscalização, após consulta da Comissão Europeia, deve adotar novas Orientações relativas aos auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco, correspondentes às adotadas pela Comissão Europeia.

As novas Orientações irão substituir as atuais Orientações relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas ⁽¹⁾. Até à entrada em vigor das novas Orientações, a aplicabilidade das Orientações relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas deve ser prorrogada até 30 de junho de 2014.

APÓS consulta da Comissão Europeia,

APÓS consulta dos Estados da EFTA sobre esta questão por carta de 12 de janeiro de 2014,

ADOTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

O primeiro período do ponto 80 das Orientações relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas deve ler-se como segue:

«(80) A vigência das presentes Orientações cessará em 30 de junho de 2014».

Artigo 2.º

As Orientações relativas aos auxílios estatais devem ser alteradas através da introdução de novas Orientações relativas aos auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco. As novas Orientações constam do anexo à presente decisão e fazem parte integrante da mesma.

Artigo 3.º

A versão na língua inglesa é a única que faz fé.

Feito em Bruxelas, em 12 de março de 2014.

Pelo Órgão de Fiscalização da EFTA

Oda Helen SLETNES

Presidente

Frank BÜCHEL

Membro do Colégio

⁽¹⁾ JO C 126 de 7.6.2007, p. 19. Suplemento EEE n.º 27 de 7.6.2007, p. 1. Alteradas em 15.12.2010 pela Decisão n.º 484/10/COL.

ANEXO

PARTE III: REGRAS HORIZONTAIS

Auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco ⁽¹⁾

1. INTRODUÇÃO

- 1) Com base no artigo 61.º, n.º 3, alínea c), do Acordo sobre o Espaço Económico Europeu («Acordo EEE»), o Órgão de Fiscalização da EFTA («Órgão de Fiscalização»), pode considerar compatíveis com o Acordo EEE os auxílios destinados a facilitar o desenvolvimento de certas atividades económicas, quando tais auxílios não afetem negativamente as condições das trocas comerciais de maneira que contrariem o interesse comum. Pelas razões expostas nas presentes Orientações, o Órgão de Fiscalização considera que o desenvolvimento do mercado de financiamento de risco e a melhoria do acesso ao financiamento de risco por parte das pequenas e médias empresas («PME»), das empresas de média capitalização e das empresas de média capitalização inovadoras são de grande importância para a economia dos Estados da EFTA em geral.
- 2) Incentivar o desenvolvimento e a expansão de novas empresas, especialmente no que se refere às empresas inovadoras e de elevado crescimento, poderá ter um grande potencial de criação de empregos. Por conseguinte, um mercado eficiente de financiamento de risco para as PME é crucial para que as empresas empreendedoras sejam capazes de aceder ao financiamento de que necessitam em cada fase do seu desenvolvimento.
- 3) Apesar das suas perspetivas de crescimento, as PME podem enfrentar dificuldades no acesso ao financiamento, particularmente nas fases iniciais do seu desenvolvimento. No âmago dessas dificuldades reside um problema de informação assimétrica: as PME, especialmente quando recentes, não conseguem em muitos casos demonstrar aos investidores a sua fiabilidade creditícia nem a solidez dos seus planos de negócios. Em tais circunstâncias, o tipo de análise ativa que é realizado pelos investidores para conceder financiamento a empresas de maior porte pode não justificar o investimento no caso de operações que envolvam essas PME, pois os custos de análise são muito elevados em relação ao valor do investimento. Assim, independentemente da qualidade dos seus projetos e potenciais de crescimento, essas PME não conseguirão provavelmente aceder ao financiamento, pois não têm um historial comprovado nem dispõem de garantias suficientes. Em resultado desta informação assimétrica, os mercados financeiros empresariais podem deixar de fornecer o capital ou crédito necessário às PME recém-criadas e às PME com elevado potencial de crescimento, resultando numa falha persistente do mercado de capitais que impede que a oferta satisfaça a procura a um preço aceitável para ambas as partes, o que afeta negativamente as perspetivas de crescimento das PME. As empresas de média capitalização e as empresas de média capitalização inovadoras podem, em determinadas circunstâncias, enfrentar o mesmo tipo de falha de mercado.
- 4) As consequências decorrentes do facto de uma empresa não obter financiamento podem facilmente estender-se além da entidade individual, em particular devido às *externalidades do crescimento*. Muitos setores bem sucedidos experimentam crescimento da produtividade não porque as empresas presentes no mercado tenham obtido ganhos de produtividade, mas porque as empresas mais eficientes e tecnologicamente mais avançadas crescem à custa das menos eficientes (ou das que oferecem produtos obsoletos). Na medida em que este processo é perturbado pelo facto de as empresas com potencial para serem bem-sucedidas não conseguirem obter financiamento, as consequências de maior alcance em termos de crescimento da produtividade são provavelmente negativas. Permitir que um conjunto mais amplo de empresas entre no mercado pode, assim, estimular o crescimento.
- 5) Por conseguinte, a existência de um défice de financiamento que afeta as PME, as empresas de média capitalização e as empresas de média capitalização inovadoras pode justificar medidas de apoio público, nomeadamente através da concessão de auxílios estatais em determinadas circunstâncias específicas. Devidamente direcionados, os auxílios estatais à concessão de financiamento de risco a essas empresas podem ser um meio eficaz para atenuar as falhas de mercado identificadas e mobilizar o capital privado.
- 6) O acesso das PME ao financiamento é um objetivo de interesse comum do EEE. A nível da UE e a nível do EEE foram adotadas várias iniciativas destinadas a apoiar o desenvolvimento das PME. Um dos principais objetivos é facilitar o acesso das PME ao financiamento.
- 7) Neste contexto político, o Plano de ação de 2011 da Comissão para melhorar o acesso das PME ao financiamento ⁽²⁾ e o debate lançado em 2013 pelo Livro Verde sobre o financiamento a longo prazo para a economia europeia ⁽³⁾ reconhecem que o êxito da União depende, em larga medida, do crescimento das PME que, no entanto, enfrentam frequentemente dificuldades significativas na obtenção de financiamento. o Órgão de Fiscalização reconhece estas conclusões. Por conseguinte, o objetivo consiste em tornar as PME mais visíveis e tornar os mercados financeiros mais atraentes e acessíveis para as PME.

⁽¹⁾ As presentes Orientações correspondem às Orientações da Comissão relativas aos auxílios estatais que visam promover os investimentos de financiamento de risco (JO C 19 de 22.1.2014, p. 4).

⁽²⁾ Comunicação da Comissão, Plano de ação para melhorar o acesso das PME ao financiamento, COM(2011) 870 final de 7.12.2011.

⁽³⁾ COM(2013) 150 final de 25.3.2013.

- 8) Mais recentemente, foram tomadas duas iniciativas relevantes para os fundos de investimento ⁽⁴⁾: o Regulamento relativo aos fundos de capital de risco na Europa ⁽⁵⁾, adotado em 2013, que permite aos fundos de capital de risco comercializarem os seus fundos e angariarem capital no mercado interno, e a proposta de Regulamento relativo a fundos europeus de investimento a longo prazo ⁽⁶⁾, que visa introduzir condições-quadro para facilitar a operação de fundos de investimento com um compromisso a longo prazo dos seus investidores.
- 9) Para além desses regulamentos específicos, o quadro regulamentar para a gestão e a operação dos fundos de investimento ativos no financiamento de risco, nomeadamente os fundos de *private equity*, é fornecido pela Diretiva relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos (DGfIA) ⁽⁷⁾.
- 10) Em 2012, a Comissão lançou uma consulta pública ⁽⁸⁾ para recolher informações sobre a extensão da falha de mercado que afeta o acesso das PME ao financiamento de crédito e de capital próprio e sobre a adequação das Orientações relativas ao capital de risco de 2006 ⁽⁹⁾. O resultado da consulta pública revelou que os princípios fundamentais consagrados nessas orientações constituem uma base sólida para a canalização de recursos públicos para as PME-alvo em causa, limitando simultaneamente os riscos de evicção (*crowding out*). No entanto, a consulta pública também mostrou que as Orientações relativas ao capital de risco eram consideradas muitas vezes demasiado restritivas em termos de PME elegíveis, formas de financiamento, instrumentos de auxílio e estruturas de financiamento.
- 11) O Órgão de Fiscalização partilha estas conclusões, que podem ser igualmente aplicadas *mutatis mutandis* às Orientações do Órgão de Fiscalização relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas. ⁽¹⁰⁾
- 12) Na Comunicação sobre a modernização dos auxílios estatais ⁽¹¹⁾, a Comissão apresentou um ambicioso programa de modernização dos auxílios estatais baseado em três objetivos principais:
- a) promover o crescimento inteligente, sustentável e inclusivo num mercado interno concorrencial;
 - b) centrar o controlo *ex ante* da Comissão nos casos com maior impacto no mercado interno, reforçando simultaneamente a cooperação com os Estados-Membros para efeitos de aplicação da legislação no domínio dos auxílios estatais; bem como
 - c) simplificar as regras para acelerar o processo de tomada de decisões.
- 13) O Órgão de Fiscalização seguiu a iniciativa de modernização da Comissão. Consequentemente, as condições de compatibilidade enunciadas nas presentes Orientações baseiam-se nesses objetivos comuns.
- 14) À luz do exposto, considerou-se oportuno rever substancialmente o regime de auxílios estatais aplicável às medidas de capital de risco, incluindo as abrangidas pelo Regulamento Geral de Isenção por Categoria ⁽¹²⁾, de modo a promover uma oferta mais eficiente e eficaz de várias formas de financiamento de risco a uma categoria mais vasta de empresas elegíveis. Não é necessária qualquer notificação ao Órgão de Fiscalização para medidas de isenção por categoria, pois presume-se que se destinam a responder a uma falha de mercado através de meios apropriados e proporcionados, que têm ao mesmo tempo um efeito de incentivo e limitam ao mínimo as distorções de concorrência.

⁽⁴⁾ Regulamentos relevantes para efeitos do EEE.

⁽⁵⁾ Regulamento (UE) n.º 345/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de abril de 2013, relativo aos fundos de capital de risco, (JO L 115 de 25.4.2013, p. 1), que deve ser integrado no Acordo EEE.

⁽⁶⁾ Proposta de Regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho relativo a fundos europeus de investimento a longo prazo, COM(2013) 462 final, 2013/0214 (COD).

⁽⁷⁾ Diretiva 2011/61/EU do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2011, relativa aos gestores de fundos de investimento alternativos, que altera as Diretivas 2003/41/CE e 2009/65/CE e os Regulamentos (CE) n.º 1060/2009 e (UE) n.º 1095/2010, (JO L 174 de 1.7.2011, p. 1), que ser integrada no Acordo EEE.

⁽⁸⁾ O questionário foi publicado em: http://ec.europa.eu/competition/consultations/2012_risk_capital/questionnaire_en.pdf

⁽⁹⁾ Orientações comunitárias relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas (JO C 194 de 18.8.2006, p. 2).

⁽¹⁰⁾ Auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas (JO C 126 de 7.6.2007, p. 19 e Suplemento EEE n.º 27 de 7.6.2007, p. 1), tal como alteradas pela Decisão n.º 484/10/COL de 15.12.2010.

⁽¹¹⁾ Comunicação sobre a modernização da política da UE no domínio dos auxílios estatais (MAE), COM(2012) 209 final de 8.5.2012.

⁽¹²⁾ Regulamento (CE) n.º 800/2008 da Comissão, que declara certas categorias de auxílios compatíveis com o mercado comum, em aplicação dos artigos 87.º e 88.º do Tratado (JO L 214 de 9.8.2008, p. 3), atualmente em revisão, com a redação que lhe foi dada pelo Regulamento (UE) n.º 1224/2013 da Comissão, de 29 de novembro de 2013, que altera o Regulamento (CE) n.º 800/2008 no que se refere ao seu período de aplicação (JO L 320 de 30.11.2013, p. 22), integrado como ponto 1 j no Anexo XV do Acordo EEE pela Decisão do Comité Misto n.º 29/2014 de 14.2.2014 (ainda não publicado no JO ou no Suplemento EEE), entrada em vigor em 15.2.2014.

2. ÂMBITO DE APLICAÇÃO DAS ORIENTAÇÕES E DEFINIÇÕES

- 15) O Órgão de Fiscalização aplicará os princípios estabelecidos nas presentes Orientações a medidas de financiamento de risco que não satisfaçam todas as condições previstas no Regulamento Geral de Isenção por Categoria. Os Estados da EFTA em causa devem notificar essas medidas, de acordo com o artigo 1.º, n.º 3, da Parte I do Protocolo n.º 3 do Acordo relativo ao Órgão de Fiscalização e ao Tribunal e o Órgão de Fiscalização realizará uma avaliação da compatibilidade substantiva, tal como estabelecido na secção 3 das presentes Orientações.
- 16) No entanto, os Estados da EFTA podem optar igualmente por criar medidas de financiamento de risco de uma forma que tais medidas não constituam um auxílio estatal nos termos do artigo 61.º, n.º 1, do Acordo EEE, por exemplo, porque satisfazem o teste do operador numa economia de mercado ou porque cumprem as condições do Regulamento *de minimis* ⁽¹³⁾ e, assim, não necessitam de ser notificadas ao Órgão de Fiscalização.
- 17) Nada nas presentes Orientações deve ser considerado como pondo em causa a compatibilidade dos auxílios estatais que preencham os critérios estabelecidos em quaisquer outras orientações, enquadramentos ou regulamentos. O Órgão de Fiscalização prestará especial atenção à necessidade de impedir a utilização das presentes Orientações para perseguir objetivos políticos que são abordados principalmente por outros enquadramentos, orientações e regulamentos.
- 18) As presentes Orientações não prejudicam outros tipos de instrumentos financeiros distintos dos nelas contidos, como instrumentos que preveem a titularização de empréstimos existentes, cuja avaliação deve ser efetuada em conformidade com as bases jurídicas em matéria de auxílios estatais pertinentes.
- 19) o Órgão de Fiscalização apenas aplicará os princípios estabelecidos nas presentes Orientações a regimes de financiamento de risco. Não serão aplicáveis no que respeita às medidas *ad hoc* que fornecem auxílios de financiamentos de risco a empresas individuais, exceto no caso de medidas que visem apoiar uma plataforma de negociação alternativa específica.
- 20) É importante lembrar que as medidas de auxílio ao financiamento de risco devem ser aplicadas através de intermediários financeiros ou de plataformas comerciais alternativas, com exceção dos incentivos fiscais aplicáveis aos investimentos diretos em empresas elegíveis. Assim, uma medida no âmbito da qual o Estado da EFTA ou uma entidade pública realiza investimentos diretos em empresas sem a participação desses veículos intermediários não é abrangida pelo âmbito de aplicação das regras em matéria de auxílio estatal ao financiamento de risco do Regulamento Geral de Isenção por Categoria e das presentes Orientações.
- 21) Atendendo ao seu historial mais sólido e às maiores garantias, o Órgão de Fiscalização não considera que haja uma falha geral do mercado no que respeita ao acesso das grandes empresas ao financiamento. Excepcionalmente, uma medida de financiamento de risco pode ser direcionada para pequenas empresas de média capitalização, de acordo com a secção 3.3.1, alínea a), ou para empresas de média capitalização inovadoras que efetuam projetos I&D e de inovação em conformidade com a secção 3.3.1, alínea b).
- 22) As empresas que constam da lista oficial de uma bolsa de valores ou de um mercado regulado não podem ser apoiadas através de um auxílio ao financiamento de risco, dado que o facto de serem cotadas demonstra a sua capacidade de atrair financiamento privado.
- 23) Em caso de ausência total de investidores privados, as medidas de auxílio ao financiamento de risco não serão declaradas compatíveis. Nesses casos, o Estado da EFTA deve considerar opções políticas alternativas que possam ser mais adequadas para realizar os mesmos objetivos e obter os mesmos resultados, tais como auxílios regionais ao investimento ou auxílios às empresas em fase de arranque previstos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria.
- 24) Não serão declaradas compatíveis as medidas de auxílio ao financiamento de risco no âmbito das quais não é assumido um risco considerável pelos investidores privados e/ou no âmbito das quais o fluxo de benefícios é inteiramente destinado aos investidores privados. A partilha dos riscos e dos benefícios é uma condição necessária para limitar a exposição financeira do Estado e assegurar um retorno justo para o Estado.
- 25) Sem prejuízo do auxílio ao financiamento de risco na forma de capital de substituição, na aceção do Regulamento Geral de Isenção por Categoria, o auxílio ao financiamento de risco não pode ser utilizado para financiar aquisições (buyouts).

⁽¹³⁾ Regulamento (UE) n.º 1407/2013 da Comissão, de 18 de dezembro de 2013, relativo à aplicação dos artigos 107.º e 108.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia aos auxílios *de minimis*, (JO L 352 de 24.12.2013, p. 1), deve ser integrado no Acordo EEE.

- 26) O auxílio ao financiamento de risco não será considerado compatível com o Acordo EEE se concedido a:
- empresas em dificuldade, tal como definidas pelas Orientações do Órgão de Fiscalização relativas aos auxílios estatais de emergência e à reestruturação de empresas em dificuldade ⁽¹⁴⁾, conforme alteradas ou substituídas. No entanto, para efeitos das presentes Orientações, no prazo de sete anos a contar da sua primeira venda comercial, as PME que se qualificam para investimentos de financiamento de risco, após exame pormenorizado levado a cabo pelo intermediário financeiro selecionado, não serão consideradas como empresas em dificuldade, a não ser que sejam objeto de um processo de insolvência ou preencham os critérios, nos termos do seu direito nacional, para ficarem sujeitas a processo de insolvência a pedido dos seus credores;
 - empresas que tenham recebido um auxílio estatal ilegal que não tenha sido totalmente reembolsado.
- 27) O Órgão de Fiscalização não aplicará as presentes Orientações aos auxílios às atividades relacionadas com a exportação para países terceiros ou Estados da EFTA, nomeadamente os auxílios diretamente associados às quantidades exportadas, à criação e ao funcionamento de uma rede de distribuição ou a outros custos correntes ligados às atividades de exportação, nem aos auxílios subordinados à utilização de produtos nacionais em detrimento de produtos importados.
- 28) O Órgão de Fiscalização não aplicará as presentes Orientações a medidas que impliquem, em si mesmas, em decorrência das condições que lhes estejam associadas ou do respetivo método de financiamento, uma violação indissociável da legislação em vigor no EEE ⁽¹⁵⁾, particularmente:
- medidas no âmbito das quais o auxílio está sujeito à obrigação de utilizar bens produzidos nacionalmente ou serviços nacionais;
 - medidas que violam o artigo 31.º do Acordo EEE sobre a liberdade de estabelecimento, quando o auxílio está sujeito à obrigação de os intermediários financeiros, os seus gestores ou os beneficiários finais terem a sua sede na área visada ou mudar a sede para o território do Estado da EFTA em causa. Tal não prejudica o requisito de os intermediários financeiros ou os seus gestores disporem da autorização necessária para realizar atividades de investimento e gestão no Estado da EFTA em causa ou de os beneficiários finais terem um estabelecimento e realizarem atividades económicas no seu território;
 - medidas que violam o artigo 40.º do Acordo EEE sobre a livre circulação de capitais.

2.1. O teste do operador numa economia de mercado

- 29) As medidas de financiamento de risco envolvem em muitos casos estruturas complexas, que criam incentivos para que um grupo de operadores económicos (os investidores) forneça financiamento de risco a outro conjunto de operadores (as empresas elegíveis). Dependendo da estrutura da medida em causa, e mesmo que a intenção das autoridades públicas possa ser apenas proporcionar benefícios ao segundo grupo, as empresas num ou em ambos os níveis podem beneficiar de auxílios estatais. Além disso, as medidas de financiamento de risco envolvem sempre um ou mais intermediários financeiros que podem ter um estatuto distinto do estatuto dos investidores e dos beneficiários finais em que os investimentos são realizados. Nesses casos, também é necessário ter em conta se o intermediário financeiro pode ser considerado como beneficiando de auxílios estatais.
- 30) Em geral, pode considerar-se que uma intervenção pública não constitui um auxílio estatal, por exemplo, porque satisfaz o teste do operador numa economia de mercado. De acordo com esse teste, as operações económicas realizadas por organismos ou empresas públicos em sintonia com as condições normais de mercado e que não dão origem a uma vantagem para a respetiva contraparte não constituem auxílios estatais. Sem prejuízo da prerrogativa do Tribunal de Justiça da EFTA para se pronunciar, em última instância, sobre a existência de um auxílio, a presente secção oferece orientações adicionais sobre a aplicação do teste do operador numa economia de mercado na área do financiamento de risco.

2.1.1. Auxílios a investidores

- 31) Em geral, o Órgão de Fiscalização considerará que um investimento satisfaz o teste do operador numa economia de mercado, não constituindo, assim, um auxílio estatal, se o investimento for efetuado *pari passu* entre investidores públicos e privados ⁽¹⁶⁾. Um investimento é considerado *pari passu* quando é realizado nos mesmos termos e condições por investidores públicos e privados, sempre que ambas as categorias de operadores intervêm simultaneamente e a intervenção do investidor privado tem uma importância económica real.

⁽¹⁴⁾ JO L 97 de 15.4.2005 e Suplemento EEE n.º 18 de 14.4.2005, p. 1. Essas Orientações foram prorrogadas pela Decisão n.º 438/12/COL de 28.11.2012 (JO L 190 de 11.7.2013, p. 91 e Suplemento EEE n.º 40 de 11.7.2013, p. 15).

⁽¹⁵⁾ Ver, por exemplo, Processo C-156/98 *Alemanha/Comissão*, Coletânea 2000, p. I-6857, n.º 78, e Processo C-333/07 *Régie Networks/Rhone Alpes Bourgogne*, Coletânea 2008, p. I-10807, n.ºs 94-116.

⁽¹⁶⁾ Entre os investidores privados inclui-se, normalmente, o FEI e o BEI, que investem por sua conta e risco e a partir de recursos próprios, os bancos que investem por sua conta e risco e a partir de recursos próprios, as dotações e fundações privadas, os grupos familiares (*family offices*) e os investidores providenciais (*business angels*), os investidores empresariais, as companhias de seguros, os fundos de pensões, as pessoas privadas e as instituições académicas.

- 32) Presume-se que uma transação é realizada nos mesmos termos e condições se os investidores públicos e privados partilharem os mesmos riscos e benefícios e tiverem o mesmo nível de subordinação em relação à mesma classe de risco. Se o investidor público está numa posição melhor que o investidor privado, por exemplo, porque recebe primeiramente um retorno prioritário em comparação com os investidores privados, a medida também pode ser considerada como estando em conformidade com as condições normais de mercado, desde que os investidores privados não recebam qualquer vantagem.
- 33) Na área do financiamento de risco, as transações realizadas por investidores públicos e privados são consideradas como realizadas simultaneamente se os investidores públicos e privados coinvestirem nos beneficiários finais através da mesma operação de investimento. No caso de investimentos através de intermediários financeiros público-privados, presume-se que os investimentos por parte dos investidores públicos e privados são realizados simultaneamente.
- 34) Uma condição adicional é que o financiamento concedido por investidores privados, que são independentes das empresas em que investem, seja economicamente significativo ⁽¹⁷⁾ à luz do valor global do investimento. O Órgão de Fiscalização considera que, no caso das medidas de financiamento de risco, 30 % do investimento privado pode ser considerado economicamente significativo.
- 35) Sempre que o investimento estiver em sintonia com o teste do operador em economia de mercado, o Órgão de Fiscalização considera que as empresas que recebem o investimento não são beneficiárias de um auxílio estatal, na medida em que os investimentos que recebem são considerados como efetuados em condições de mercado.
- 36) Sempre que uma medida permite que os investidores privados realizem investimento de financiamento de risco numa empresa ou num conjunto de empresas em condições mais favoráveis do que os investidores públicos que investem nas mesmas empresas, esses investidores privados podem estar a obter uma vantagem (investimentos não *pari passu*). Essa vantagem pode assumir diferentes formas, tais como retornos preferenciais [incentivos à subida dos lucros (*upside incentives*)] ou menor exposição a perdas no caso de desempenho desfavorável da transação subjacente em relação aos investidores públicos [proteção face a evolução desfavorável (*downside protection*)].

2.1.2. Auxílio a um intermediário financeiro e/ou ao respetivo gestor

- 37) Em geral, o Órgão de Fiscalização considera que um intermediário financeiro é mais um veículo destinado a transferir auxílios para investidores e/ou empresas onde é feito o investimento do que um beneficiário propriamente dito do auxílio, independentemente de o intermediário financeiro ter personalidade jurídica ou ser meramente um conjunto de ativos geridos por uma sociedade de gestão independente.
- 38) No entanto, as medidas que envolvem transferências diretas, ou coinvestimento, em favor de um intermediário financeiro podem constituir um auxílio, a menos que essas transferências ou coinvestimentos sejam realizados em condições aceitáveis para um operador económico normal numa economia de mercado.
- 39) Sempre que a medida de financiamento de risco é gerida por uma entidade mandatada, sem que essa entidade coinvista com o Estado da EFTA, considera-se que a entidade mandatada é um veículo para canalizar o financiamento e não um beneficiário do auxílio, desde que não seja objeto de uma sobrecompensação. No entanto, sempre que a entidade mandatada financiar a medida ou coinvestir com o Estado da EFTA de um modo semelhante aos intermediários financeiros, o Órgão de Fiscalização terá de apreciar se a entidade mandatada recebe um auxílio estatal.
- 40) Se o gestor do intermediário financeiro ou da sociedade de gestão (a seguir designados «gestor») forem escolhidos através de um processo de seleção aberto, transparente, não discriminatório e objetivo, ou se a remuneração do gestor refletir integralmente os níveis correntes do mercado em situações comparáveis, presume-se que o gestor não recebe um auxílio estatal.
- 41) Sempre que forem entidades públicas e não tiverem sido escolhidos através de um processo de seleção aberto, transparente, não discriminatório e objetivo, o intermediário financeiro e o seu gestor não são considerados beneficiários de auxílio se a sua comissão de gestão for limitada e a sua remuneração global refletir as condições

⁽¹⁷⁾ Por exemplo, no caso Citynet Amsterdam, a Comissão considerou que dois operadores privados que detinham um terço do capital social total de uma empresa (considerando também a estrutura acionista global e que as suas ações são suficientes para formar uma minoria de bloqueio em relação a qualquer decisão estratégica da empresa) podem ser considerados economicamente relevantes [ver Decisão da Comissão no processo C 53/2006 Citynet Amsterdam, Países Baixos (JO L 247 de 16.9.2008, p. 27, pontos 96-100)]. Por outro lado, no processo N 429/10 Agricultural Bank of Greece (ATE) (JO C 317 de 29.10.2011, p. 5), a participação privada apenas atingiu 10 % do investimento, em contraste com os 90 % do Estado, pelo que a Comissão concluiu que as condições *pari passu* não foram cumpridas, uma vez que o capital injetado pelo Estado não foi acompanhado de uma participação comparável de um acionista privado nem foi proporcional ao número de ações detidas pelo Estado.

normais do mercado e estiver associada ao desempenho. Além disso, os intermediários financeiros públicos devem ser geridos comercialmente e os seus gestores devem tomar decisões de investimento de uma forma orientada para o lucro e totalmente independente do Estado. Acresce que os investidores privados devem ser selecionados através de um processo de seleção aberto, transparente, não discriminatório e objetivo, caso a caso. Devem existir mecanismos adequados para excluir qualquer eventual interferência do Estado na gestão corrente do fundo público.

- 42) Se o investimento pelo Estado através do intermediário financeiro assumir a forma de empréstimos ou garantias, incluindo contragarantias, e as condições estabelecidas na Comunicação sobre a taxa de referência ⁽¹⁸⁾ ou na Comunicação sobre as garantias ⁽¹⁹⁾ forem preenchidas, o intermediário financeiro não será considerado como beneficiário de um auxílio estatal.
- 43) O facto de os intermediários financeiros poderem aumentar os seus ativos e de os seus gestores poderem realizar um maior volume de negócios através das suas comissões é considerado como constituindo um mero efeito económico secundário da medida de auxílio, e não um auxílio aos intermediários financeiros e/ou respetivos gestores. No entanto, se a medida de financiamento de risco estiver estruturada de modo a canalizar os seus efeitos secundários para intermediários financeiros individuais identificados antecipadamente, esses intermediários financeiros serão considerados como beneficiários de um auxílio indireto.

2.1.3. Auxílio às empresas beneficiárias do investimento

- 44) Nos casos em que o auxílio está presente ao nível dos investidores, do intermediário financeiro ou dos respetivos gestores, o Órgão de Fiscalização irá geralmente considerá-lo, pelo menos em parte, como repercutido na empresa-alvo. Tal ocorre mesmo quando as decisões de investimento são tomadas pelos gestores do intermediário financeiro numa lógica puramente comercial.
- 45) Quando os investimentos sob a forma de empréstimo ou garantia fornecidos a título de uma medida de financiamento de risco às empresas-alvo preencherem as condições estabelecidas nas regras do Órgão de Fiscalização sobre a taxa de referência ou sobre as garantias, essas empresas não serão consideradas como beneficiárias de auxílios estatais.

2.2. Auxílios ao financiamento de risco sujeitos a notificação

- 46) Nos termos do artigo 1.º, n.º 3, da Parte I do Protocolo n.º 3 do Acordo relativo ao Órgão de Fiscalização e ao Tribunal, os Estados da EFTA devem notificar as medidas de financiamento de risco que constituem um auxílio estatal na aceção do artigo 61.º, n.º 1, do Acordo EEE (nomeadamente se não cumprirem o teste do operador em economia de mercado), não são abrangidas pelo âmbito de aplicação do Regulamento *de minimis* e não satisfazem todas as condições para o auxílio ao financiamento de risco estabelecidas no Regulamento Geral de Isenção por Categoria. O Órgão de Fiscalização apreciará a compatibilidade dessas medidas com o Acordo EEE nos termos do artigo 61.º, n.º 3, alínea c), do referido Acordo. As presentes Orientações centram-se nas medidas de financiamento de risco com maior probabilidade de serem consideradas compatíveis com o artigo 61.º, n.º 3, alínea c), do Acordo EEE, desde que preencham uma série de condições que serão explicadas com mais detalhe na secção 3 das presentes Orientações. Tais medidas enquadram-se nas três categorias referidas a seguir.
- 47) A primeira categoria abrange as medidas de financiamento de risco que visam empresas que não cumprem todos os requisitos de elegibilidade previstos para o auxílio ao financiamento de risco no Regulamento Geral de Isenção por Categoria. Relativamente a estas medidas, o Órgão de Fiscalização requererá que o Estado da EFTA realize uma avaliação *ex ante* em profundidade, já que deixa de se poder presumir a existência da falha de mercado que afeta as empresas elegíveis abrangidas pelo Regulamento Geral de Isenção por Categoria. Esta categoria abrange, em especial, as medidas direcionadas para as seguintes empresas:
- a) pequenas empresas de média capitalização que excedem os limiares estabelecidos na definição de PME no Regulamento Geral de Isenção por Categoria ⁽²⁰⁾;
 - b) empresas de média capitalização inovadoras que realizam atividades em matéria de I&D e inovação;
 - c) empresas que recebem o investimento inicial de financiamento de risco mais de sete anos após a sua primeira venda comercial;
 - d) empresas que requerem um investimento global de financiamento de risco num montante superior ao limite fixado no Regulamento Geral de Isenção por Categoria;
 - e) plataformas de negociação alternativas que não preenchem as condições do Regulamento Geral de Isenção por Categoria.

⁽¹⁸⁾ Taxas de referência e de atualização (JO L 105 de 21.4.2011, p. 32 e Suplemento EEE n.º 23 de 21.4.2011, p. 1).

⁽¹⁹⁾ Auxílios concedidos sob a forma de garantias (JO L 105 de 21.4.2011, p. 32 e Suplemento EEE n.º 23 de 21.4.2011, p. 1).

⁽²⁰⁾ Anexo I do Regulamento (CE) n.º 800/2008; ver nota n.º 12.

- 48) A segunda categoria consiste nas medidas cujos parâmetros de conceção diferem dos estabelecidos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria, embora visando as mesmas empresas elegíveis, tal como aí definidas. Para essas medidas, a existência de uma falha de mercado só tem de ser provada na medida do necessário para justificar a utilização de parâmetros para além dos limites estabelecidos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria. Esta categoria abrange, em especial, os seguintes casos:
- a) instrumentos financeiros com participação de investidores privados inferior aos rácios previstos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria;
 - b) instrumentos financeiros com parâmetros de conceção superiores aos limites máximos previstos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria;
 - c) instrumentos financeiros diferentes das garantias em que os intermediários financeiros, os investidores ou os gestores de fundos são selecionados dando preferência à proteção contra as perdas potenciais (proteção face a evolução desfavorável — *downside protection*) em detrimento da priorização dos retornos obtidos a partir dos lucros (incentivos à subida dos lucros — *upside incentives*);
 - d) incentivos fiscais aos investidores empresariais, incluindo os intermediários financeiros ou os respetivos gestores, que atuam como coinvestidores
- 49) A terceira categoria diz respeito aos grandes regimes fora do âmbito de aplicação do Regulamento Geral de Isenção por Categoria em virtude do seu orçamento elevado, tal como aí definidos. Ao proceder a esta apreciação, o Órgão de Fiscalização verificará se as condições estabelecidas nas disposições para o auxílio ao financiamento de risco do Regulamento Geral de Isenção por Categoria estão preenchidas e, se for esse o caso, avaliará se a conceção da medida é adequada à luz da avaliação *ex ante* subjacente à notificação. Se um grande regime não cumprir todas as condições de elegibilidade e compatibilidade previstas nas disposições supramencionadas, o Órgão de Fiscalização terá em devida conta os elementos de prova fornecidos no contexto da avaliação *ex ante*, tanto no que respeita à existência de uma falha de mercado como à adequação da conceção da medida. Além disso, procederá a um exame aprofundado dos potenciais efeitos negativos que tais regimes possam ter nos mercados afetados.
- 50) As diferentes características descritas nos pontos 47 a 49 podem ser combinadas numa única medida de financiamento de risco, sob reserva de essa combinação ser devidamente justificada com base numa análise integral das falhas de mercado.
- 51) Para além das derrogações expressamente autorizadas pelas presentes Orientações, todas as outras condições de compatibilidade aplicáveis aos auxílios ao financiamento de risco ao abrigo do Regulamento Geral de Isenção por Categoria devem orientar a apreciação das categorias supramencionadas de medidas sujeitas a notificação.

2.3. Definições

- 52) Para efeitos das presentes Orientações entende-se por:
- i) «Plataforma de negociação alternativa», um sistema de negociação multilateral na aceção do artigo 4.º, n.os 1 e 15, da Diretiva 2004/39/CE ⁽²¹⁾, em que a maior parte dos instrumentos financeiros admitidos à negociação é emitida pelas PME;
 - ii) «Condições de plena concorrência», situação em que as condições da operação de investimento entre as partes contratantes não diferem das que seriam exigidas entre empresas independentes e não contêm qualquer elemento de influência do Estado;
 - iii) «Aquisição de empresas (*buyout*)», a compra aos atuais acionistas de, pelo menos, uma participação de controlo no capital de uma empresa com vista a assumir os seus ativos e operações;
 - iv) «Empresas elegíveis», as PME, as pequenas empresas de média capitalização e as empresas de média capitalização inovadoras;
 - v) «Entidade mandatada», o Banco Europeu de Investimento, o Fundo Europeu de Investimento, uma instituição financeira internacional de que um Estado da EFTA é acionista, ou uma instituição financeira

⁽²¹⁾ Diretiva 2004/39/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril de 2004, relativa aos mercados de instrumentos financeiros (JO L 145 de 30.4.2004, p. 1). Diretiva integrada como ponto 31 ba no Anexo IX (Serviços Financeiros) do Acordo EEE pela Decisão n.º 65/2005 do Comité Misto do EEE de 29.4.2005 (JO L 239 de 15.9.2005, p. 50 e Suplemento EEE n.º 46 de 15.9.2005, p. 31).

estabelecida num Estado da EFTA com vista à realização do interesse público sob controlo de uma autoridade pública, um organismo de direito público ou um organismo de direito privado com uma missão de serviço público. A entidade mandatada pode ser selecionada ou designada diretamente em conformidade com as disposições da Diretiva 2004/18/CE do Parlamento Europeu e do Conselho ⁽²²⁾ ou de qualquer legislação subsequente que substitua essa diretiva no todo em parte;

- vi) «Investimento de capital próprio», a disponibilização de capital a uma empresa, capital esse que é investido, direta ou indiretamente, por contrapartida da propriedade de uma parte correspondente dessa empresa;
- vii) «Saída», a liquidação de participações realizada por um intermediário financeiro ou investidor, incluindo a venda comercial, as amortizações por perda, o reembolso de ações/empréstimos, a venda a outro intermediário financeiro ou a outro investidor, a venda a uma instituição financeira e a venda por oferta pública, incluindo uma oferta pública inicial;
- viii) «Taxa de retorno equitativa», a taxa de retorno interna esperada equivalente a uma taxa de atualização ajustada pelo risco que reflete o nível de risco do investimento, bem como a natureza e o volume de capital que os investidores privados planeiam investir;
- ix) «Beneficiário final», uma empresa elegível que recebeu investimento no âmbito de uma medida de auxílio estatal ao financiamento de risco;
- x) «Intermediário financeiro», qualquer instituição financeira, independentemente da sua forma e da sua propriedade, incluindo fundos de fundos, fundos de investimento privados, fundos de investimento públicos, bancos, instituições de microcrédito e sociedades de garantia;
- xi) «Primeira venda comercial», a primeira venda de uma empresa num mercado de produtos ou serviços, excluindo as vendas limitadas para testar o mercado;
- xii) «Tranche de primeira perda», a tranche de menor grau hierárquico que comporta o maior risco de perdas, compreendendo as perdas esperadas da carteira visada;
- xiii) «Investimento complementar», o investimento adicional realizado numa empresa posteriormente a uma ou mais rondas anteriores de investimento de financiamento de risco;
- xiv) «Garantia», um compromisso escrito de assunção de responsabilidade pela totalidade ou parte das operações de crédito de financiamento de risco recentemente realizadas por um terceiro, tais como instrumentos de dívida ou de locação, bem como instrumentos de quase-capital;
- xv) «Limite da garantia», a exposição máxima do investidor público, expressa em percentagem do total dos investimentos efetuados numa carteira garantida;
- xvi) «Taxa de garantia», a percentagem da cobertura de perda por um investidor público para cada uma das operações elegíveis ao abrigo da medida de auxílio estatal ao financiamento de risco;
- xvii) «Investidor privado independente», um investidor privado que não é um acionista da empresa elegível em que investe, incluindo investidores providenciais (*business angels*) e instituições financeiras, independentemente da sua estrutura de propriedade, na medida em que assumam o risco total do seu investimento; aquando da criação de uma nova empresa, todos os investidores privados, incluindo os fundadores, são considerados independentes dessa empresa;
- xviii) «Empresa de média capitalização inovadora», uma empresa de média capitalização cujos custos de I&D e de inovação, tal como definidos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria, representem a), no mínimo, 15 % dos seus custos operacionais totais em, pelo menos, um dos três anos anteriores ao primeiro investimento no âmbito da medida de auxílio estatal ao financiamento de risco; ou b), no mínimo, 10 % por ano dos seus custos operacionais totais nos três anos anteriores ao primeiro investimento no âmbito da medida de auxílio estatal ao financiamento de risco;
- xix) «Instrumento de empréstimo», um acordo que obriga o mutuante a disponibilizar ao mutuário um montante acordado de dinheiro por um período de tempo acordado e nos termos do qual o mutuário é obrigado a reembolsar o montante no prazo acordado; pode assumir a forma de um empréstimo ou de outro instrumento de financiamento, incluindo locação, que proporciona ao mutuante uma componente predominante de rendimento mínimo;

⁽²²⁾ Diretiva 2004/18/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 31 de março de 2004, relativa à coordenação dos processos de adjudicação de contratos de empreitada de obras públicas, de contratos públicos de fornecimento e de contratos públicos de serviços (JO L 134 de 30.4.2004, p. 114), com a última redação que lhe foi dada pela Retificação da Diretiva (JO L 351 de 26.11.2004, p. 44). Diretiva integrada como ponto 2 no Anexo XVI (Contratos públicos) do Acordo EEE pela Decisão n.º 68/2006 do Comité Misto do EEE de 2.6.2006 (JO L 245 de 7.9.2006, p. 22 e Suplemento EEE n.º 44 de 7.9.2006, p. 18).

- xx) «Empresa de média capitalização», para efeitos das presentes Orientações, uma empresa com um número de trabalhadores não superior a 500, calculado em conformidade com os artigos 3.º, 4.º e 5.º do anexo I do Regulamento Geral de Isenção por Categoria. Para efeitos da aplicação das presentes Orientações, as entidades devem ser consideradas uma única empresa se estiver preenchida qualquer uma das condições enumeradas no artigo 3.º, n.º 3, do Anexo I do Regulamento Geral de Isenção por Categoria. Esta definição não prejudica outras definições utilizadas para o desenvolvimento de instrumentos financeiros ao abrigo de programas da UE/do EEE que não envolvem qualquer auxílio estatal;
- xxi) «Pessoa singular», uma pessoa que não uma entidade jurídica que não seja uma empresa na aceção do artigo 61.º, n.º 1, do Acordo EEE;
- xxii) «Novo empréstimo», um instrumento de empréstimo recentemente criado para financiar novos investimentos ou fundo de maneiio, excluindo o refinanciamento de empréstimos existentes;
- xxiii) «Capital de substituição», a aquisição de ações existentes numa empresa de um anterior investidor ou acionista;
- xxiv) «Investimento de financiamento de risco», investimentos de capital próprio e quase-capital, empréstimos, incluindo locações, garantias, ou uma combinação destas modalidades, para empresas elegíveis;
- xxv) «Investimento de quase-capital», um tipo de financiamento classificado entre capital próprio e dívida, com um risco maior do que a dívida sénior e um risco menor do que o capital ordinário, e cujo retorno para o titular se baseia predominantemente nos lucros ou prejuízos da empresa-alvo subjacente, não sendo garantido em caso de incumprimento. Os investimentos de quase-capital podem ser estruturados como uma dívida, não garantida e subordinada, incluindo a dívida mezzanine e, em alguns casos, convertível em capital próprio, ou como capital próprio preferencial;
- xxvi) «Pequena e média empresa (PME)», uma empresa tal como definida no anexo I do Regulamento Geral de Isenção por Categoria.
- xxvii) «Pequena empresa de média capitalização», uma empresa com um número de trabalhadores não superior a 499, calculado em conformidade com os artigos 3.º a 5.º do anexo I do Regulamento Geral de Isenção por Categoria, cujo volume de negócios anual não excede os 100 milhões de EUR ou cujo total de ativos anual não excede 86 milhões de EUR. Para efeitos da aplicação das presentes Orientações, as entidades devem ser consideradas uma única empresa se estiver preenchida qualquer uma das condições enumeradas no artigo 3.º, n.º 3, do anexo I do Regulamento Geral de Isenção por Categoria. Esta definição não prejudica outras definições utilizadas para o desenvolvimento de instrumentos financeiros ao abrigo de programas da UE/do EEE que não envolvem qualquer auxílio estatal;
- xxviii) «Financiamento total», o montante máximo global de investimento realizado numa empresa elegível através de um ou mais investimentos de financiamento de risco, incluindo investimentos complementares, no âmbito de qualquer medida de auxílio estatal ao financiamento de risco, com exclusão dos investimentos inteiramente privados fornecidos em termos de mercado e fora do âmbito da medida de auxílio estatal ao financiamento de risco;
- xxix) «Empresa não cotada», uma empresa não incluída na cotação oficial de uma bolsa de valores, com exceção das plataformas de negociação alternativas.

3. APRECIACÃO DA COMPATIBILIDADE DOS AUXÍLIOS AO FINANCIAMENTO DE RISCO

3.1. Princípios de apreciação comuns

- 53) Para apreciar se uma medida de auxílio notificada pode ser considerada compatível com o Acordo EEE, o Órgão de Fiscalização analisa geralmente se a estrutura do auxílio garante que o impacto positivo do auxílio que visa um objetivo de interesse comum excede os respetivos efeitos negativos potenciais sobre o comércio entre as Partes Contratantes do Acordo EEE, («Partes Contratantes») e sobre a concorrência.
- 54) Na Comunicação sobre a modernização dos auxílios estatais, de 8 de maio de 2012, defendeu-se a identificação e a definição de princípios comuns aplicáveis à apreciação da compatibilidade de todas as medidas de auxílio. Para o efeito, o Órgão de Fiscalização só considerará uma medida de auxílio compatível com o Acordo EEE se cumprir cada um dos seguintes critérios:
 - a) contribuição para um objetivo de interesse comum bem definido: uma medida de auxílio estatal deve visar um objetivo de interesse comum, de acordo com o artigo 61.º, n.º 3, do Acordo EEE (secção 3.2);

- b) necessidade de intervenção do Estado: uma medida de auxílio estatal deve visar uma situação em que os auxílios são suscetíveis de se traduzirem numa melhoria significativa que o mercado, por si só, não poderá criar, corrigindo uma falha de mercado (secção 3.3);
 - c) adequação da medida de auxílio: a medida de auxílio deve ser um instrumento político adequado para atingir o objetivo de interesse comum (secção 3.4);
 - d) efeito de incentivo: o auxílio estatal deve alterar o comportamento da empresa ou das empresas em causa, induzindo-as a realizar atividades adicionais que não realizariam sem a intervenção do auxílio ou que realizariam de forma restrita ou diferente (secção 3.5);
 - e) proporcionalidade do auxílio (limitação do auxílio ao mínimo necessário): o auxílio deve limitar-se ao mínimo necessário para induzir investimentos ou atividades adicionais por parte da empresa ou das empresas em causa (secção 3.6);
 - f) prevenção de efeitos negativos indesejados sobre a concorrência e as trocas comerciais entre as Partes Contratantes: os efeitos negativos do auxílio estatal devem ser suficientemente limitados para que o equilíbrio global da medida seja positivo (secção 3.7);
 - g) transparência do auxílio: os Estados da EFTA, o Órgão de Fiscalização, os operadores económicos e o público devem ter facilmente acesso a todos os atos relevantes e informações pertinentes relativamente ao auxílio concedido (secção 3.8).
- (55) O equilíbrio global de determinadas categorias de regimes pode ainda estar sujeito a um requisito de avaliação *ex post*, conforme descrito na secção 4 *infra*. Em tais casos, o Órgão de Fiscalização pode limitar a duração desses regimes, com a possibilidade de notificar a sua prorrogação.
- 56) Ao apreciar a compatibilidade de qualquer auxílio com o Acordo EEE, o Órgão de Fiscalização terá em conta todos os processos por infração dos artigos 53.º ou 54.º do Acordo EEE que possam afetar o beneficiário do auxílio e ser relevantes para a sua apreciação ao abrigo do artigo 61.º, n.º 3, do Acordo EEE ⁽²³⁾.

3.2. Contribuição para um objetivo comum

- 57) Os auxílios estatais têm de contribuir para a realização de um ou mais objetivos de interesse comum, na aceção do artigo 61.º, n.º 3, do Acordo EEE. No que se refere ao auxílio ao financiamento de risco, o objetivo político geral é melhorar a oferta de financiamento às PME viáveis desde as primeiras fases do seu desenvolvimento, até às fases do seu crescimento e, em determinadas circunstâncias, às pequenas empresas de média capitalização e empresas de média capitalização inovadoras, a fim de desenvolver a longo prazo um mercado competitivo de financiamento das empresas no território do EEE, o que deveria contribuir para o crescimento económico global.

3.2.1. Objetivos políticos específicos prosseguidos pela medida

- 58) A medida deve definir objetivos políticos específicos, tendo em conta os objetivos políticos gerais conforme estabelecido no ponto 57 *supra*. Para o efeito, o Estado da EFTA deve realizar uma avaliação *ex ante*, a fim de identificar os objetivos políticos e definir os indicadores de desempenho relevantes. A dimensão e a duração da medida devem ser adequadas aos objetivos políticos. Em princípio, os indicadores de desempenho podem incluir:
- a) o investimento do setor privado necessário ou previsto;
 - b) o número esperado de beneficiários finais objeto de investimento, incluindo o número de PME em fase de arranque;
 - c) o número estimado de novas empresas criadas durante a aplicação da medida de financiamento de risco e em resultado dos investimentos de financiamento de risco;
 - d) o número de postos de trabalho criados pelas empresas beneficiárias finais entre a data do primeiro investimento de financiamento de risco no âmbito da medida de financiamento de risco e a data de saída;
 - e) se for caso disso, a proporção dos investimentos realizados que satisfazem o teste do operador numa economia de mercado;
 - f) os momentos e os prazos de investimento de determinados montantes ou percentagens predefinidas do orçamento;

⁽²³⁾ Ver Processo C-225/91 *Matra/Comissão*, Coletânea 1993, p. I-3203, n.º 42.

- g) retornos/rendimento que se esperam venham a ser gerados pelos investimentos;
 - h) se for caso disso, pedidos de registo de patentes realizados pelos beneficiários finais, durante a aplicação da medida de financiamento de risco.
- 59) Os indicadores referidos no ponto 58 são relevantes tanto para efeitos de avaliação da eficácia da medida, como para a apreciação da validade das estratégias de investimento elaboradas pelo intermediário financeiro no contexto do processo de seleção.

3.2.2. Realização dos objetivos políticos pelos intermediários financeiros

- 60) Para garantir que realizam os objetivos políticos relevantes, os intermediários financeiros envolvidos na medida de financiamento de risco devem cumprir as condições estabelecidas nos pontos 61 e 62 *infra*.
- 61) A estratégia de investimento do intermediário financeiro deve ser consistente com os objetivos políticos da medida. No âmbito do processo de seleção, os intermediários financeiros devem demonstrar de que modo a estratégia de investimento que propõem pode contribuir para a realização dos objetivos e metas políticos.
- 62) O Estado da EFTA tem de garantir que a estratégia de investimento dos intermediários está permanentemente alinhada com os objetivos políticos acordados, por exemplo, através de mecanismos adequados de monitorização e de apresentação de relatórios, bem como da participação de representantes dos investidores públicos nos órgãos de representação do investidor do intermediário financeiro, tais como o conselho fiscal ou o conselho consultivo. Uma estrutura de governação apropriada deve garantir que mudanças substanciais na estratégia de investimento requerem o consentimento prévio do Estado da EFTA. Para que não restem dúvidas, o Estado da EFTA não pode participar diretamente em decisões individuais de investimento e desinvestimento.

3.3. Necessidade de intervenção do Estado

- 63) Os auxílios estatais só podem justificar-se se visarem determinadas falhas de mercado que afetam a realização do objetivo comum. O Órgão de Fiscalização considera que não há uma falha geral do mercado em relação ao acesso das PME ao financiamento, mas apenas uma falha relacionada com certos grupos de PME, consoante o contexto económico específico do Estado da EFTA em causa. Tal aplica-se particularmente, mas não só, às PME que se encontram nas fases iniciais do seu desenvolvimento que, apesar das suas perspetivas de crescimento, não conseguem demonstrar a sua fiabilidade creditícia nem a solidez dos seus planos de negócios aos investidores. O alcance de tal falha de mercado, em termos das empresas afetadas e da respetiva necessidade de capital, pode variar dependendo do setor em que essas empresas operam. Devido às assimetrias de informação, o mercado tem dificuldade em avaliar o perfil de risco/retorno de tais PME e a respetiva capacidade de gerar retornos ajustados pelo risco. As dificuldades que essas PME têm em partilhar informações sobre a qualidade do seu projeto, o respetivo grau de risco percebido e uma fraca fiabilidade creditícia implicam elevados custos de transação e de representação e podem agravar a aversão ao risco dos investidores. As pequenas empresas de média capitalização e as empresas de média capitalização inovadoras podem, em determinadas circunstâncias, enfrentar as mesmas dificuldades e ser, portanto, afetadas pelo mesma falha de mercado.
- 64) Assim, a medida de financiamento de risco deve ser estabelecida com base numa avaliação *ex ante* que demonstre a existência de um défice de financiamento que afeta empresas elegíveis na fase de desenvolvimento, área geográfica e, se aplicável, setor económico visados. A medida de financiamento de risco deve ser concebida de modo a remediar as falhas de mercado demonstradas na avaliação *ex ante*.
- 65) Os problemas estruturais e cíclicos (ou seja, relacionados com a crise) que conduzem a níveis subótimos de financiamento privado devem ser analisados. Em particular, a apreciação deve produzir uma análise abrangente das fontes de financiamento disponíveis para as empresas elegíveis, tendo em conta o número de intermediários financeiros existentes na área geográfica visada, a sua natureza pública ou privada, os volumes de investimentos direcionados para o segmento de mercado relevante, o número de empresas potencialmente elegíveis e os valores médios de todas as operações. Esta análise deve basear-se em dados relativos aos cinco anos anteriores à notificação da medida de financiamento de risco e, com base nesses dados, deve estimar a natureza e a dimensão do défice de financiamento, isto é, o nível de procura não satisfeita no que se refere ao financiamento das empresas elegíveis.
- 66) A avaliação *ex ante* deve ser preferencialmente realizada por uma entidade independente, com base em elementos de prova objetivos e atualizados. Os Estados da EFTA podem apresentar avaliações existentes, desde que tenham sido realizadas nos três anos anteriores à notificação da medida de financiamento de risco. Ao analisar os resultados da avaliação *ex ante*, o Órgão de Fiscalização reserva-se o direito de questionar a validade dos dados à luz dos elementos de prova disponíveis.

- 67) Para garantir que os intermediários financeiros envolvidos na medida visem as falhas de mercado identificadas, deve ser efetuado um controlo prévio para assegurar uma estratégia de investimento comercialmente sólida, centrada no objetivo político identificado e respeitando os requisitos de elegibilidade e as restrições de financiamento definidos. Em particular, os Estados da EFTA devem selecionar os intermediários financeiros que podem demonstrar que a estratégia de investimento que propõem é comercialmente sólida e inclui uma política de diversificação de risco adequada, tendo como objetivo a viabilidade económica e uma escala eficiente em termos de dimensão e alcance territorial dos investimentos.
- 68) Além disso, a avaliação *ex ante* deve ter em conta as falhas de mercado específicas enfrentadas pelas empresas visadas elegíveis, com base nas orientações adicionais previstas nos pontos 69 a 88.

3.3.1. *Medidas destinadas a categorias de empresas fora do âmbito de aplicação do Regulamento Geral de Isenção por Categoria*

a) Pequenas empresas de média capitalização

- 69) O âmbito de aplicação do Regulamento Geral de Isenção por Categoria restringe-se às PME elegíveis. No entanto, as empresas que não cumprem os limiares de efetivos ou financeiros que definem o conceito de PME podem enfrentar constrangimentos financeiros similares.
- 70) O alargamento do leque das empresas elegíveis ao abrigo de uma medida de financiamento de risco, para incluir as pequenas empresas de média capitalização, pode justificar-se na medida em que tal forneça um incentivo para os investidores privados investirem numa carteira mais diversificada, com maiores possibilidades de entrada e de saída. A inclusão de pequenas empresas de média capitalização na carteira é suscetível de reduzir os riscos inerentes a um nível de carteira e, assim, aumentar o retorno dos investimentos. Por conseguinte, essa pode ser uma forma particularmente eficaz de atrair investidores institucionais para empresas na fase inicial do seu desenvolvimento com um grau de risco mais elevado.
- 71) Face ao exposto, e desde que a avaliação *ex ante* contenha elementos de prova económicos adequados para o efeito, pode justificar-se o apoio às pequenas empresas de média capitalização. Na sua apreciação, o Órgão de Fiscalização terá em conta a intensidade do trabalho e do capital nas empresas visadas, bem como outros critérios que refletem os constrangimentos de financiamento específicos que afetam as pequenas empresas de média capitalização (por exemplo, garantias suficientes para um grande empréstimo).

b) Empresas de média capitalização inovadoras

- 72) Em determinadas circunstâncias, as empresas de média capitalização podem também enfrentar restrições de financiamento comparáveis às que afetam as PME. Pode ser o caso das empresas de média capitalização que exercem atividades em matéria de I&D e inovação paralelamente ao investimento inicial em instalações de produção, incluindo replicação comercial, e cujo historial não permite que os potenciais investidores assumam pressupostos relevantes no que diz respeito às perspetivas futuras dos resultados de tais atividades de mercado. Em tal caso, o auxílio estatal ao financiamento de risco pode ser necessário para que as empresas de média capitalização inovadoras aumentem as suas capacidades de produção para uma escala sustentável que lhes permita atrair financiamento por si próprias. Como observado no ponto 3.3.1, alínea a), a inclusão dessas empresas de média capitalização inovadoras na sua carteira de investimento pode ser uma forma eficaz de um intermediário financeiro oferecer um conjunto mais diversificado de oportunidades de investimento atrativas para uma maior gama de potenciais investidores.

c) Empresas que recebem o investimento inicial de financiamento de risco mais de sete anos após a sua primeira venda comercial

- 73) O Regulamento Geral de Isenção por Categoria abrange as PME que recebem o investimento inicial no âmbito da medida de financiamento de risco antes da sua primeira venda comercial num mercado ou nos sete anos a seguir à sua primeira venda comercial. Apenas os investimentos complementares são abrangidos pela isenção por categoria para lá deste período de sete anos. No entanto, pode considerar-se que certos tipos de empresas se encontram ainda na sua fase de expansão/fase inicial de crescimento se, após este período de sete anos, ainda não tiverem demonstrado suficientemente o seu potencial de gerar retornos e/ou não dispuserem de um historial suficientemente sólido nem de garantias. Tal pode ser o caso nos setores de alto risco, como a biotecnologia e as indústrias culturais e criativas, e mais em geral nas PME inovadoras ⁽²⁴⁾. Além disso, as empresas que dispõem de capital próprio suficiente para financiar as suas atividades iniciais podem necessitar de financiamento externo apenas numa fase posterior, por exemplo, para aumentar as suas capacidades, passando de um negócio de pequena escala para um negócio de maior escala. Tal pode requerer um montante de investimento mais elevado do que aquele que conseguem mobilizar a partir dos seus próprios recursos.

⁽²⁴⁾ O caráter inovador de uma PME deve ser apreciado à luz da definição constante do Regulamento Geral de Isenção por Categoria.

- 74) Por conseguinte, é possível conceber a autorização de medidas no âmbito das quais o investimento inicial é realizado mais de sete anos após a primeira venda comercial da empresa-alvo. Em tais circunstâncias, o Órgão de Fiscalização pode requerer que a medida defina claramente as empresas elegíveis, à luz dos elementos de prova apresentados na avaliação *ex ante* relativamente à existência de uma falha de mercado específica que afeta essas empresas.
- d) Empresas que requerem um investimento de financiamento de risco num montante superior ao limite fixado no Regulamento Geral de Isenção por Categoria
- 75) O Regulamento Geral de Isenção por Categoria estabelece um montante total máximo de financiamento de risco por empresa elegível, incluindo investimentos complementares. No entanto, em certas indústrias onde os custos de investigação ou investimento à partida são relativamente elevados, por exemplo, investimentos em ciências da vida ou em tecnologia ou energia verde, esse valor pode não ser suficiente para realizar todas as rondas de investimento necessárias e colocar a empresa no caminho do crescimento sustentável. Assim, pode justificar-se, em determinadas condições, autorizar um montante de investimento total mais elevado no que se refere às empresas elegíveis.
- 76) As medidas de financiamento de risco podem, assim, fornecer apoio acima desse montante total máximo, desde que o montante de financiamento reflita a dimensão e a natureza do défice de financiamento identificado na avaliação *ex ante* no que respeita aos setores e/ou territórios visados. Nesses casos, o Órgão de Fiscalização terá em conta a natureza capital-intensiva dos setores e/ou territórios visados e/ou os custos mais elevados dos investimentos em determinadas zonas geográficas.
- e) Plataformas de negociação alternativas que não preenchem as condições do Regulamento Geral de Isenção por Categoria
- 77) O Órgão de Fiscalização reconhece que as plataformas de negociação alternativas são uma parte importante do mercado de financiamento das PME, pois tanto atraem novos capitais para as PME como facilitam a saída dos primeiros investidores ⁽²⁵⁾. O Regulamento Geral de Isenção por Categoria reconhece a sua importância, facilitando a respetiva atividade, quer através de incentivos fiscais destinados a pessoas singulares que investem em empresas cotadas nessas plataformas, quer autorizando o auxílio ao arranque do operador da plataforma, sob condição de o operador da plataforma se qualificar como pequena empresa e até certos limiares.
- 78) No entanto, os operadores de plataformas de negociação alternativas podem não ser necessariamente pequenas empresas no momento em que são criadas. Da mesma forma, o montante máximo de auxílio admissível como auxílio ao arranque nos termos do Regulamento Geral de Isenção por Categoria pode não ser suficiente para apoiar o estabelecimento da plataforma. Além disso, a fim de atrair recursos suficientes para o estabelecimento e o desenvolvimento de novas plataformas, pode ser necessário conceder incentivos fiscais aos investidores empresariais. Finalmente, a plataforma pode não só incluir PME, mas também empresas que excedam os limiares estabelecidos na definição de PME.
- 79) Por conseguinte, pode justificar-se, em determinadas condições, autorizar incentivos fiscais para os investidores empresariais, apoiar operadores de plataformas que não são pequenas empresas, ou permitir investimentos para o estabelecimento de plataformas de negociação alternativas cujo montante exceda os limites previstos para o auxílio ao arranque de empresas ao abrigo do Regulamento Geral de Isenção por Categoria, ou permitir o auxílio às plataformas de negociação alternativas em que a maior parte dos instrumentos financeiros admitidos à negociação são emitidos por PME. Tal está em conformidade com o objetivo político de apoio ao acesso das PME ao financiamento através de uma cadeia de financiamento ininterrupta. Por conseguinte, a avaliação *ex ante* deve demonstrar a existência de uma falha de mercado específica que afeta essas plataformas no mercado geográfico relevante.

3.3.2. Medidas cujos parâmetros de conceção não cumprem o Regulamento Geral de Isenção por Categoria

- a) Instrumentos financeiros com participação de investidores privados inferior aos rácios previstos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria
- 80) As falhas de mercado que afetam as empresas em determinadas regiões ou Estados da EFTA podem ser mais acentuadas devido ao subdesenvolvimento relativo do mercado de financiamento das PME em tais áreas, em comparação com outras regiões do mesmo Estado da EFTA ou de outros Estados da EFTA. Tal pode verificar-se

⁽²⁵⁾ O Órgão de Fiscalização reconhece a importância crescente das plataformas de financiamento coletivo (*crowd funding*) para atrair financiamento para empresas em fase de arranque. Assim, se existir uma falha de mercado identificada e nos casos em que uma plataforma de financiamento coletivo conta com um operador que é uma entidade jurídica separada, o Órgão de Fiscalização pode aplicar, por analogia, as regras aplicáveis às plataformas de negociação alternativas. Tal aplica-se igualmente aos incentivos fiscais ao investimento através de tais plataformas de financiamento coletivo. À luz do aparecimento recente do financiamento coletivo na União/EEE, as medidas de financiamento de risco envolvendo o financiamento coletivo são suscetíveis de ser objeto de uma avaliação, como mencionado na secção 4 das presentes Orientações.

particularmente em Estados da EFTA onde não há uma presença sólida de investidores formais de capital de risco ou de investidores providenciais (*business angels*). Assim, o objetivo de incentivar o desenvolvimento de um mercado eficiente de financiamento das PME nessas regiões e de superar as barreiras estruturais que podem impedir as PME de aceder eficazmente ao financiamento de risco pode justificar uma posição mais favorável do Órgão de Fiscalização relativamente a medidas que permitam uma participação do investidor privado inferior aos rácios previstos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria.

- 81) Além disso, no que se refere às medidas de financiamento de risco que preveem uma participação dos investidores privados abaixo dos rácios estabelecidos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria, o Órgão de Fiscalização pode adotar uma posição favorável, em especial se visarem especificamente as PME antes da sua primeira venda comercial ou na fase de validação do conceito, ou seja, as empresas afetadas por uma falha de mercado mais pronunciada, desde que parte dos riscos do investimento sejam efetivamente suportados pelos investidores privados participantes.
- b) Instrumentos financeiros com parâmetros de conceção superiores aos limites máximos previstos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria
- 82) O benefício do Regulamento Geral de Isenção por Categoria está reservado para medidas no âmbito das quais a partilha não *pari passu* de perdas entre investidores públicos e privados está estruturada de forma a limitar a primeira perda assumida pelo investidor público. Da mesma forma, no caso das garantias, a isenção por categoria estabelece limites para a taxa de garantia e as perdas totais assumidas pelo investidor público.
- 83) No entanto, em determinadas circunstâncias, ao assumir uma posição de financiamento mais arriscada, o financiamento público pode permitir que os investidores ou mutuantes privados disponibilizem financiamento adicional. Ao apreciar as medidas com parâmetros de conceção financeira que excedem os limites máximos previstos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria, o Órgão de Fiscalização terá em conta uma série de fatores, tal com referido na secção 3.4.2 das presentes Orientações.
- c) Instrumentos financeiros diferentes de garantias quando os investidores, os intermediários financeiros e os seus gestores são selecionados dando preferência à proteção face a evolução desfavorável (*downside protection*) relativamente à participação assimétrica nos lucros
- 84) Em conformidade com o Regulamento Geral de Isenção por Categoria, a seleção dos intermediários financeiros, bem como dos investidores ou dos gestores de fundos, deve basear-se num concurso aberto, transparente e não discriminatório que defina claramente os objetivos políticos perseguidos pela medida e o tipo de parâmetros financeiros destinados a alcançar esses objetivos. Tal significa que os intermediários financeiros ou os seus gestores têm de ser selecionados através de um procedimento em conformidade com a Diretiva 2004/18/CE ⁽²⁶⁾ ou qualquer ato legislativo ulterior que substitua essa diretiva. Se esta diretiva não for aplicável, o procedimento de seleção deve ser de molde a assegurar a mais vasta escolha possível entre os intermediários financeiros ou gestores dos fundos qualificados. Em especial, esse procedimento deve permitir ao Estado da EFTA em causa comparar os termos e condições negociados entre os intermediários financeiros ou gestores dos fundos e os potenciais investidores privados, de modo a assegurar que a medida de financiamento de risco atrai investidores privados com o mínimo possível de auxílios estatais, ou o mínimo desvio das condições *pari passu*, à luz de uma estratégia de investimento realista.
- 85) Em conformidade com o Regulamento Geral de Isenção por Categoria, os critérios aplicáveis na seleção dos gestores têm de incluir um requisito segundo o qual, para instrumentos que não garantias, «a participação nos lucros receberá preferência relativamente à proteção face a evolução desfavorável», a fim de limitar a tendência dos gestores a assumirem riscos excessivos na seleção das empresas onde o investimento é realizado. Tal destina-se a garantir que, independentemente da forma do instrumento financeiro previsto pela medida, qualquer tratamento preferencial concedido aos investidores ou credores privados tem de ser pesado contra o interesse público, que consiste em assegurar a natureza renovável do capital público empenhado e a sustentabilidade financeira da medida no longo prazo.
- 86) Em certos casos, porém, pode ser necessário dar preferência à proteção face a evolução desfavorável, designadamente quando a medida visa determinados setores em que a taxa de incumprimento das PME é elevada. Tal pode ser o caso das medidas que visam PME antes da sua primeira venda comercial ou na fase de comprovação do conceito no processo, em fase de arranque, dos setores que enfrentam importantes barreiras tecnológicas, ou dos setores onde as empresas têm uma elevada dependência de projetos individuais que exigem elevado investimento inicial e que implicam uma elevada exposição ao risco, como as indústrias culturais e criativas. A preferência por mecanismos de proteção face a evolução desfavorável também pode justificar-se relativamente a medidas que operam através de um fundo de fundos e visam atrair investidores privados a este nível.

⁽²⁶⁾ Ver nota 22.

- d) Incentivos fiscais aos investidores empresariais, incluindo os intermediários financeiros ou os respetivos gestores, que atuam como coinvestidores
- 87) Embora o Regulamento Geral de Isenção por Categoria abranja os incentivos fiscais concedidos aos investidores privados independentes que são pessoas singulares e que disponibilizam financiamento de risco às PME elegíveis direta ou indiretamente, os Estados da EFTA podem considerar ser apropriado pôr em prática medidas que aplicam incentivos semelhantes aos investidores empresariais. A diferença reside no facto de os investidores empresariais serem empresas na aceção do artigo 61.º do Acordo EEE. A medida deve, por conseguinte, ser sujeita a restrições específicas, a fim de assegurar que o auxílio ao nível dos investidores empresariais continua a ser proporcionado e tem um efeito de incentivo real.
- 88) Os intermediários financeiros e os seus gestores apenas podem beneficiar de um incentivo fiscal na medida em que atuem como coinvestidores ou comutuantes. Não pode ser concedido nenhum incentivo fiscal no que respeita aos serviços prestados pelo intermediário financeiro ou pelos seus gestores para a implementação da medida.

3.4. Adequação da medida de auxílio

3.4.1. Adequação em comparação com outros instrumentos políticos e outros instrumentos de auxílio

- 89) A fim de corrigir as falhas de mercado identificadas e contribuir para a realização dos objetivos políticos prosseguidos pela medida, a medida de financiamento de risco proposta deve ser um instrumento adequado, e simultaneamente distorcer ao mínimo a concorrência. A escolha da forma específica da medida de financiamento de risco deve ser devidamente justificada pela avaliação *ex ante*.
- 90) Em primeiro lugar, o Órgão de Fiscalização examinará se, e em que grau, a medida de financiamento de risco pode ser considerada um instrumento adequado em comparação com outros instrumentos políticos que visam incentivar os investimentos de financiamento de risco nas empresas elegíveis. Os auxílios estatais não são o único instrumento político à disposição dos Estados da EFTA para facilitar a concessão de financiamento de risco às empresas elegíveis. Os Estados-Membros podem utilizar outros instrumentos políticos complementares, do lado da oferta e do lado da procura, como medidas regulamentares para facilitar o funcionamento dos mercados financeiros, medidas para melhorar o ambiente de negócios, serviços de consultoria para incentivar a propensão a investir ou investimentos públicos que satisfazem o teste do operador numa economia de mercado.
- 91) A avaliação *ex ante* deve analisar as ações políticas nacionais e da União Europeia existentes e, se possível, previstas, destinadas a corrigir as mesmas falhas de mercado identificadas, tendo em conta a eficácia e a eficiência de outros instrumentos políticos. Os resultados da avaliação *ex ante* devem demonstrar que as falhas de mercado identificadas não podem ser adequadamente corrigidas por outros instrumentos políticos que não implicam um auxílio estatal. Além disso, a medida de financiamento de risco proposta deve ser consistente com a política global do Estado da EFTA em causa no que se refere ao acesso das PME ao financiamento e inscrever-se numa lógica complementar relativamente a outros instrumentos políticos que visem as mesmas necessidades do mercado.
- 92) Em segundo lugar, o Órgão de Fiscalização examinará se a medida proposta é mais adequada do que os instrumentos de auxílio estatal alternativos para lidar com a mesma falha de mercado. A este respeito, há uma presunção geral de que os instrumentos financeiros tendem a implicar menos distorção do que as subvenções diretas, constituindo, assim, um instrumento mais apropriado. No entanto, os auxílios estatais para facilitar o fornecimento de financiamento de risco podem ser concedidos sob várias formas, como instrumentos fiscais seletivos ou instrumentos financeiros subcomerciais, incluindo uma gama de instrumentos de capital próprio, de dívida ou de garantias com diferentes características de risco/retorno, bem como várias modalidades de disponibilização e estruturas de financiamento, cuja adequação depende da natureza das empresas visadas e do défice de financiamento. O Órgão de Fiscalização apreciará, por conseguinte, se a medida prevê uma estrutura de captação eficiente, tendo em conta a estratégia de investimento do fundo, de modo a assegurar operações sustentáveis.
- 93) A este respeito, o Órgão de Fiscalização considerará favoravelmente as medidas que envolvem fundos de fundos suficientemente grandes em termos de dimensão da carteira, de cobertura geográfica, em especial se operarem em vários Estados da EFTA, e de diversificação da carteira, uma vez que tais fundos podem ser mais eficientes e, por conseguinte, mais atrativos para investidores privados do que os fundos mais pequenos. Certas estruturas de fundos de fundos podem satisfazer estas condições, desde que os custos globais de gestão resultantes dos diferentes níveis de intermediação sejam compensados por ganhos de eficiência substanciais.

3.4.2. Condições aplicáveis aos instrumentos financeiros

- 94) No que respeita aos instrumentos financeiros não abrangidos pelo âmbito de aplicação do Regulamento Geral de Isenção por Categoria, o Órgão de Fiscalização terá em conta os elementos referidos nos pontos 95 a 119.

- 95) Em primeiro lugar, a medida deve mobilizar financiamento adicional de participantes no mercado. Os rácios mínimos de investimento privado inferiores aos estabelecidos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria só podem ser justificados em função de falhas de mercado mais acentuadas estabelecidas na avaliação *ex ante*. A este respeito, a avaliação *ex ante* deve, de forma razoável, estimar o nível do investimento privado procurado em função da falha de mercado que afeta a gama específica de empresas elegíveis visadas pela medida, ou seja, o potencial estimado para mobilizar investimento privado adicional numa base de carteira ou de operação a operação. Haverá ainda que demonstrar que a medida permite mobilizar financiamento privado adicional que não teria sido concedido noutras condições ou que teria sido concedido em diferentes formas ou montantes ou em termos diferentes.
- 96) No que se refere a medidas de financiamento de risco que visam especificamente as PME antes da sua primeira venda comercial, o Órgão de Fiscalização pode aceitar que o nível de participação privada seja inferior aos rácios requeridos. Em alternativa, para tais metas de investimento, o Órgão de Fiscalização pode aceitar que a participação privada seja de natureza não independente, ou seja, concedida, por exemplo, através do proprietário da empresa beneficiária. Em casos devidamente justificados, o Órgão de Fiscalização pode aceitar níveis de participação privada inferiores aos estabelecidos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria também no que respeita às empresas elegíveis que operam num mercado há menos de sete anos a contar da sua primeira venda comercial, à luz dos elementos de prova económicos apresentados na avaliação *ex ante* relativamente à falha de mercado relevante.
- 97) Uma medida de financiamento de risco, direcionada para empresas elegíveis que operam num mercado há mais de sete anos a contar da sua primeira venda comercial na altura do primeiro investimento de financiamento de risco, tem de incluir restrições adequadas em termos de prazos (por exemplo, dez anos em vez de sete) ou em termos de outros critérios objetivos de natureza qualitativa relacionados com a fase de desenvolvimento das empresas-alvo. Em relação a tais metas de investimento, o Órgão de Fiscalização requereria normalmente, um rácio mínimo de participação privada de 60 %.
- 98) Em segundo lugar, juntamente com o nível proposto de participação privada, o Órgão de Fiscalização terá igualmente em conta o equilíbrio entre riscos e remunerações no que respeita aos investidores públicos e privados. A este respeito, o Órgão de Fiscalização considerará positivamente as medidas se as perdas forem partilhadas *pari passu* entre os investidores privados, e se os investidores só receberem incentivos à subida dos lucros (*upside incentives*). Em princípio, quanto mais próxima a partilha de risco e a remuneração estiver das práticas comerciais efetivas, tanto maior é a probabilidade de o Órgão de Fiscalização aceitar um nível inferior de participação privada.
- 99) Em terceiro lugar, é importante saber o nível da estrutura de financiamento ao qual a medida visa mobilizar o investimento privado. Ao nível do fundo de fundos, a capacidade de atrair financiamento privado pode depender de uma utilização mais extensiva de mecanismos de proteção face a evolução desfavorável (*downside protection*). Por outro lado, uma dependência excessiva de tais mecanismos pode distorcer a seleção das empresas elegíveis e levar a resultados ineficientes nos casos em que os investidores privados intervêm ao nível do investimento nas empresas e transação a transação.
- 100) Ao apreciar a necessidade da conceção específica da medida, o Órgão de Fiscalização pode ter em conta a importância do risco residual incorrido pelos investidores privados selecionados em relação às perdas esperadas e inesperadas assumidas pelo investidor público, bem como a repartição dos retornos esperados entre os investidores públicos e os investidores privados. Assim, pode ser aceite um perfil de risco e remuneração diferente, se tal maximizar o montante de investimento privado, sem minar a genuína procura do lucro inerente às decisões de investimento.
- 101) Em quarto lugar, a natureza exata dos incentivos deve ser determinada através de um processo aberto e não discriminatório de seleção dos intermediários financeiros, bem como dos gestores de fundos ou investidores. Do mesmo modo, deve ser exigido aos gestores de fundos de fundos que se comprometam legalmente, no âmbito do seu mandato de investimento, a determinar, através de um processo concorrencial de seleção dos intermediários financeiros, dos gestores de fundos ou dos investidores elegíveis, as condições preferenciais suscetíveis de ser aplicadas ao nível dos subfundos.
- 102) Para provar a necessidade de condições financeiras específicas subjacentes à conceção da medida, os Estados da EFTA podem ter de apresentar elementos de prova demonstrando que, no processo de seleção dos investidores privados, todos os participantes no processo pediram condições não cobertas pelo Regulamento Geral de Isenção por Categoria, ou que o concurso não foi conclusivo.
- 103) Em quinto lugar, o intermediário financeiro ou o gestor do fundo pode coinvestir juntamente com o Estado da EFTA, desde que evite qualquer potencial conflito de interesses. Os intermediários financeiros têm de suportar pelo menos 10 % da tranche de primeira perda. Esse coinvestimento poderia contribuir para assegurar que as decisões de investimento são alinhadas com os objetivos políticos relevantes. A capacidade de o gestor investir a partir de recursos próprios pode ser um dos critérios de seleção.

- 104) Por último, as medidas de financiamento de risco que recorrem a instrumentos de dívida devem prever um mecanismo que assegure que o intermediário financeiro repercute a vantagem por ele recebida do Estado nas empresas beneficiárias finais, por exemplo, sob a forma de taxas de juro mais baixas, exigências reduzidas em matéria de garantia ou uma combinação das duas. O intermediário financeiro pode também repercutir a vantagem investindo em empresas que, embora potencialmente viáveis, de acordo com os critérios de notação interna do intermediário financeiro, estariam numa classe de risco em que o intermediário não investiria na ausência da medida de financiamento de risco. O mecanismo de repercussão deve incluir disposições adequadas em matéria de monitorização, bem como um mecanismo de recuperação (*claw-back*).
- 105) Os Estados da EFTA podem desenvolver uma série de instrumentos financeiros como parte da medida de financiamento de risco, tais como instrumentos de investimento de capital próprio e quase-capital, instrumentos de empréstimo ou garantias numa base não *pari passu*. No pontos 106 a 119 *infra*, são apresentados os elementos que o Órgão de Fiscalização terá em conta na sua apreciação de tais instrumentos financeiros específicos.

a) Investimentos de capital próprio

- 106) Os instrumentos de investimento de capital próprio podem assumir a forma de investimentos de capital próprio ou quase-capital numa empresa, através dos quais o investidor adquire (em parte) a propriedade dessa empresa.
- 107) Os instrumentos de capital próprio podem ter várias características assimétricas, proporcionando um tratamento diferenciado dos investidores, já que alguns deles podem participar numa parte maior dos riscos e remunerações do que outros. Para mitigar os riscos dos investidores privados, a medida pode oferecer proteção em caso de evolução favorável (*upside protection*) (o investidor público renuncia a uma parte do retorno), proteção contra uma parte das perdas (limitação das perdas do investidor privado), ou uma combinação das duas.
- 108) O Órgão de Fiscalização considera que os incentivos à subida dos lucros (*upside incentives*) criam um melhor equilíbrio de interesses entre investidores públicos e privados. Em contrapartida, a proteção face a evolução desfavorável (*downside protection*), nos termos da qual o investidor público pode ser exposto ao risco de mau desempenho, pode levar a uma divergência de interesses e a más decisões por parte dos intermediários financeiros e investidores.
- 109) O Órgão de Fiscalização considera que os instrumentos de capital próprio com um retorno limitado ⁽²⁷⁾, opção de compra ⁽²⁸⁾ e partilha assimétrica de rendimento sob a forma de liquidez ⁽²⁹⁾ oferecem incentivos adequados, especialmente em situações caracterizadas por uma falha de mercado menos grave.
- 110) Os instrumentos de capital próprio com características de partilha de perdas não *pari passu* para além dos limites estabelecidos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria só podem ser justificados no caso de medidas que visem falhas de mercado graves identificadas na avaliação *ex ante*, como as medidas que visam predominantemente PME antes da sua primeira venda comercial ou na sua fase de validação do conceito. Para evitar uma demasiada proteção contra o risco de evolução desfavorável, convém limitar a tranche de primeira perda suportada pelo investidor público.

b) Instrumentos de crédito diretamente financiados: empréstimos

- 111) A medida de financiamento de risco pode cobrir a concessão de empréstimos ao nível dos intermediários financeiros ou dos beneficiários finais.
- 112) Os instrumentos de crédito diretamente financiados podem assumir diferentes formas, nomeadamente empréstimos subordinados e empréstimos de partilha de risco de carteira. Os empréstimos subordinados podem ser concedidos a intermediários financeiros para fortalecer a sua estrutura de capital, com vista à concessão de financiamento adicional às empresas elegíveis. Os empréstimos de partilha de risco de carteira são estruturados para conceder empréstimos a intermediários financeiros que se comprometem a cofinanciar uma carteira de novos empréstimos ou locações a empresas elegíveis até uma determinada taxa de cofinanciamento, em combinação com a partilha, numa base de empréstimo a empréstimo (ou locação a locação), dos riscos de crédito da carteira. Em ambos os casos, o intermediário financeiro atua como um coinvestidor nas empresas elegíveis, mas beneficia de tratamento preferencial face ao investidor/mutuante público, pois o instrumento atenua a sua própria exposição a riscos de crédito decorrentes da carteira de crédito subjacente.

⁽²⁷⁾ Retorno limitado para o investidor público a uma taxa mínima (*hurdle rate*) pré-definida: se a taxa pré-definida de retorno for excedida, todos os retornos superiores são distribuídos apenas aos investidores privados.

⁽²⁸⁾ Opções de compra sobre ações públicas: aos investidores privados é concedido o direito de exercerem uma opção de compra para comprar a participação do investimento público a um preço de exercício pré-acordado.

⁽²⁹⁾ Partilha assimétrica de rendimento sob a forma de liquidez: a liquidez é obtida junto de investidores tanto públicos como privados numa base *pari passu*, mas os retornos são sistematicamente repartidos de forma assimétrica. Os investidores privados recebem uma parte mais importante das receitas distribuídas do que deveriam receber se se aplicasse a proporção das respetivas participações, até à taxa mínima pré-definida.

- 113) Em geral, se as características de mitigação de risco do instrumento induzirem o investidor/mutuante público a assumir, no que respeita à carteira de empréstimos subjacente, uma posição de primeira perda superior ao limite estabelecido no Regulamento Geral de Isenção por Categoria, a medida só pode justificar-se em caso de uma falha de mercado grave, que deve ser claramente identificada na avaliação *ex ante*. O Órgão de Fiscalização considerará positivamente as medidas que preveem um limite máximo explícito relativamente às primeiras perdas assumidas pelo investidor público, nomeadamente quando esse limite não ultrapassar 35 %.
- 114) Os instrumentos de empréstimos de partilha de risco da carteira devem garantir uma taxa de coinvestimento substancial por parte do intermediário financeiro selecionado. Presume-se ser esse o caso se tal taxa não for inferior a 30 % do valor da carteira de empréstimos subjacente.
- 115) Se forem usados para refinarar empréstimos já existentes, os instrumentos de crédito diretamente financiados não são considerados geradores de um efeito de incentivo e nenhum elemento de auxílio em tais instrumentos pode ser considerado compatível com o Acordo EEE nos termos do artigo 61, n.º 3, alínea c), do Acordo EEE.

c) Instrumentos de dívidas em financiamento: garantias

- 116) A medida de financiamento de risco pode cobrir a prestação de garantias ou contragarantias aos intermediários financeiros e/ou garantias aos beneficiários finais. As operações elegíveis cobertas pela garantia devem ser operações de crédito de financiamento de risco elegíveis recentemente realizadas, nomeadamente instrumentos de locação, bem como instrumentos de investimento de quase-capital, com exclusão de instrumentos de instrumentos de capital próprio.
- 117) As garantias devem ser prestadas ao nível de carteira. Os intermediários financeiros podem selecionar as operações que pretendem incluir na carteira coberta pela garantia, desde que as operações incluídas cumpram os critérios de elegibilidade definidos pela medida de financiamento de risco. As garantias devem ser oferecidas a uma taxa que assegure um nível adequado de partilha de risco e remuneração com os intermediários financeiros. Em especial, em casos devidamente justificados e em função dos resultados da avaliação *ex ante*, a taxa de garantia pode ser superior à taxa máxima prevista no Regulamento Geral de Isenção por Categoria, mas não pode exceder 90 %. Pode ser esse o caso de garantias relativamente a empréstimos ou investimentos de quase-capital em PME anteriormente à sua primeira venda comercial.
- 118) No caso de garantias limitadas, a taxa máxima (*cap rate*) deve cobrir, em princípio, apenas as perdas esperadas. Caso cubra também as perdas inesperadas, o seu preço deve ser fixado a um nível que reflita a cobertura de risco adicional. Em geral, a taxa máxima não deve exceder 35 %. As garantias sem limite máximo (garantias com uma taxa de garantia, mas sem taxa máxima) podem ser prestadas em casos devidamente justificados e ser fixadas de modo a refletir a cobertura de risco adicional proporcionada pela garantia.
- 119) A duração da garantia deve ser limitada no tempo, normalmente até um máximo de 10 anos, sem prejuízo do vencimento de instrumentos de dívida individuais cobertos pela garantia, que pode ser mais longo. A garantia deve ser reduzida se o intermediário financeiro não incluir um montante mínimo de investimentos na carteira durante um período específico. Devem ser exigidas comissões de compromisso para montantes não utilizados. Pode recorrer-se a métodos, tais como comissões de compromisso, eventos de ativação ou metas, que incentivem os intermediários a realizar os montantes acordados.

3.4.3. Condições aplicáveis aos instrumentos fiscais

- 120) Como referido na secção 3.3.2, alínea d), o âmbito de aplicação do Regulamento Geral de Isenção por Categoria é limitado aos incentivos fiscais direcionados para investidores que sejam pessoas singulares. Assim, as medidas que recorrem a incentivos fiscais para induzir os investidores empresariais a concederem financiamento às empresas elegíveis, direta ou indiretamente, através da aquisição de ações num fundo específico ou de outros tipos de veículos de investimento que investem em tais empresas, devem ser notificadas ao Órgão de Fiscalização.
- 121) Como regra geral, os Estados da EFTA têm de fundamentar as suas medidas fiscais na existência de uma falha de mercado identificada na avaliação *ex ante* e orientar, assim, o seu instrumento para uma categoria bem definida de empresas elegíveis.
- 122) Os incentivos fiscais para investidores empresariais podem assumir a forma de reduções fiscais sobre o rendimento e/ou reduções fiscais sobre as mais valias e dividendos, incluindo créditos e diferimentos fiscais. No contexto da sua prática em matéria de aplicação das regras, o Órgão de Fiscalização tem geralmente considerado compatíveis reduções fiscais sobre o rendimento que incluem limites específicos quanto à percentagem máxima do valor investido que o investidor pode reivindicar para efeitos de reduções fiscais, bem como um montante

máximo de imposto que pode ser deduzido das obrigações fiscais do investidor. Além disso, o imposto sobre as mais valias exigível na alienação de ações pode ser diferido se o montante correspondente for reinvestido em investimentos elegíveis num determinado período, enquanto as perdas decorrentes da alienação de tais ações podem ser deduzidas dos ganhos obtidos com outras ações sujeitas ao mesmo imposto.

- 123) Em geral, o Órgão de Fiscalização considera que medidas fiscais desse tipo são adequadas e, assim, têm um efeito de incentivo se o Estado da EFTA puder demonstrar que a seleção das empresas elegíveis se baseia num conjunto bem estruturado de requisitos de investimento devidamente publicitados, definindo as características das empresas elegíveis que estão sujeitas a uma falha de mercado comprovada.
- 124) Sem prejuízo da possibilidade de prolongar a medida, os regimes fiscais devem ser limitados a uma duração máxima de 10 anos. Se, após dez anos, o regime for prolongado, o Estado da EFTA deve realizar uma nova avaliação *ex ante*, juntamente com a avaliação da eficácia do regime durante o período da sua implementação.
- 125) Na sua análise, o Órgão de Fiscalização terá em consideração as características específicas do sistema fiscal nacional relevante e os incentivos fiscais que já existem no Estado da EFTA, bem como a interação entre esses incentivos, consagrados à luta contra a fraude e a evasão fiscais. Também deve assegurar-se que as regras relativas ao intercâmbio de informações entre as administrações fiscais para evitar a fraude e evasão fiscais são devidamente aplicadas.
- 126) A vantagem fiscal deve estar disponível para todos os investidores que preencham os critérios exigidos, sem discriminação quanto ao seu local de estabelecimento, desde que o Estado da EFTA em causa cumpra as normas mínimas de boa governação em matéria fiscal. Os Estados da EFTA devem, assim, assegurar uma publicidade adequada relativamente ao alcance e parâmetros técnicos da medida. Tal deve incluir os necessários limites máximos que definem a vantagem máxima que cada investidor pode obter com a medida, bem como o montante máximo de investimento que pode ser realizado em empresas individuais elegíveis.

3.4.4. Condições relativas às medidas de apoio às plataformas de negociação alternativas

- 127) No que respeita às medidas de auxílio que apoiam plataformas de negociação alternativas para além dos limites estabelecidos no Regulamento Geral de Isenção por Categoria, o operador da plataforma deve apresentar um plano de negócios que demonstre que a plataforma auxiliada se pode tornar autossustentável em menos de 10 anos. Além disso, a notificação deve incluir cenários contrafactuais plausíveis que comparem as situações que as empresas negociáveis teriam de enfrentar se a plataforma não existisse, em termos de acesso ao financiamento necessário.
- 128) O Órgão de Fiscalização examinará favoravelmente as plataformas de negociação alternativas criadas por e operadas em vários Estados da EFTA, porque podem ser particularmente eficientes e atrativas para os investidores privados, em especial os investidores institucionais.
- 129) Em relação às plataformas existentes, a estratégia de negócios proposta pela plataforma deve mostrar que, devido a uma persistente escassez de empresas cotadas e, assim, a uma escassez de liquidez, a plataforma em questão necessita de apoio a curto prazo, apesar da sua viabilidade a longo prazo. O Órgão de Fiscalização irá considerar positivamente os auxílios à criação de uma plataforma de negociação alternativa nos Estados da EFTA onde não existe uma tal plataforma. Sempre que a plataforma de negociação alternativa a apoiar for uma subplataforma ou filial de uma bolsa de valores existente, o Órgão de Fiscalização prestará especial atenção à apreciação da falta de financiamento que uma tal subplataforma iria enfrentar.

3.5. Efeito de incentivo do auxílio

- 130) Os auxílios estatais só podem ser considerados compatíveis com o Acordo EEE se gerarem um efeito de incentivo que induza o beneficiário do auxílio a alterar o seu comportamento de forma a realizar atividades que não realizaria sem o auxílio ou que realizaria de forma mais restritiva devido à falha de mercado. A nível das empresas elegíveis, existe um efeito de incentivo quando o beneficiário final puder obter financiamento que de outro modo não estaria disponível em termos de forma, montante ou tempo.
- 131) As medidas de financiamento de risco devem incentivar os investidores do mercado a concederem financiamento às empresas elegíveis potencialmente viáveis num montante superior aos níveis atuais e/ou a assumirem um risco adicional. Considera-se que uma medida de financiamento de risco tem um efeito de incentivo se mobilizar investimentos de participantes no mercado, de tal forma que o financiamento total oferecido às empresas elegíveis excede o orçamento da medida. Assim, um elemento crucial na seleção dos intermediários financeiros e dos gestores de fundos deve ser a sua capacidade de mobilizar investimento privado adicional.

- 132) A apreciação do efeito de incentivo está estreitamente ligada à apreciação da falha de mercado, abordada na secção 3.3. Além disso, a adequação da medida para atingir o efeito de alavanca depende, em última análise, da conceção da medida no que respeita à repartição dos riscos e remunerações entre os financiadores públicos e privados, o que também está estreitamente relacionado com a questão de saber se a conceção da medida de auxílio estatal ao financiamento de risco é apropriada (ver secção 3.4 *supra*). Assim, uma vez que a falha de mercado tenha sido devidamente identificada e que a medida disponha de uma conceção adequada, pode-se supor a presença de um efeito de incentivo.

3.6. Proporcionalidade do auxílio

- 133) Os auxílios estatais devem ser proporcionais à falha de mercado a corrigir para atingir os objetivos políticos relevantes. Devem ser estruturados de uma forma eficiente, em conformidade com os princípios da boa gestão financeira. Para uma medida de auxílio ser considerada proporcionada, o auxílio deve ser limitado ao mínimo estritamente necessário para atrair financiamento a partir do mercado para colmatar o défice de financiamento identificado sem gerar vantagens indevidas.
- 134) Como regra geral, ao nível dos beneficiários finais, o auxílio de financiamento de risco é considerado proporcional se o montante total do financiamento sindicado (público e privado) prestado ao abrigo da medida de financiamento de risco for limitado à dimensão do défice de financiamento identificado na avaliação *ex ante*. Ao nível dos investidores, o auxílio deve ser limitado ao mínimo necessário para atrair o capital privado, a fim de alcançar o efeito de alavanca mínimo e preencher o défice de financiamento.

3.6.1. Condições aplicáveis aos instrumentos financeiros

- 135) A medida deve garantir um equilíbrio entre as condições preferenciais oferecidas por um instrumento financeiro para maximizar o efeito de alavanca e corrigir a falha de mercado identificada, por um lado, e a necessidade de o instrumento gerar retornos financeiros suficientes para se manter operacionalmente viável, por outro.
- 136) A natureza e o valor exatos dos incentivos devem ser determinados através de um processo de seleção aberto e não discriminatório no âmbito do qual os intermediários financeiros, bem como os gestores de fundos ou investidores, são chamados a apresentar propostas concorrenciais. Segundo o Órgão de Fiscalização, sempre que os retornos ajustados pelo risco ou a partilha de perdas assimétricos forem estabelecidos através de um tal processo, o instrumento financeiro deve ser considerado como proporcional e como refletindo uma taxa de retorno equitativa (TRE). Sempre que os gestores de fundos forem selecionados através de um processo de seleção aberto, transparente e não discriminatório exigindo dos requerentes que apresentem a sua base de investidores como parte do processo de seleção, considera-se que os investidores privados são devidamente selecionados.
- 137) No caso de coinvestimento por um fundo público com investidores privados que participam numa base de operação a operação, os últimos devem ser selecionados através de um processo concorrencial separado no que respeita a cada operação, o que constitui a melhor forma de estabelecer a taxa de retorno equitativa (TRE).
- 138) Se os investidores privados não forem selecionados através de um tal processo (por exemplo, porque o procedimento de seleção se revelou ineficaz ou inconclusivo), a TRE deve ser estabelecida por um perito independente, com base numa análise dos índices de referência do mercado e do risco de mercado, utilizando o método de avaliação do fluxo de caixa atualizado, a fim de evitar uma sobrecompensação dos investidores. Nessa base, o perito independente deve calcular um nível mínimo de TRE e adicionar-lhe uma margem adequada para refletir os riscos.
- 139) Nesse caso, devem ser definidas regras adequadas para a designação do perito independente. No mínimo, o perito deve estar autorizado a prestar tal aconselhamento, estar registado junto das associações profissionais relevantes, respeitar as regras deontológicas e profissionais formuladas por essas associações, ser independente e ser responsável pela exatidão do seu parecer. Em princípio, os peritos independentes serão selecionados através de um procedimento de seleção aberto, transparente e não discriminatório. Não se poderá recorrer ao mesmo perito independente duas vezes num período de três anos.
- 140) Em face do exposto, a conceção da medida pode incluir vários investimentos públicos e privados com partilha assimétrica dos lucros ou distribuição assimétrica no tempo, desde que os retornos ajustados pelos riscos esperados no que se refere aos investidores privados não ultrapassem a TRE.

- 141) Como princípio geral, o Órgão de Fiscalização considera que a convergência económica dos interesses do Estado da EFTA e dos intermediários financeiros ou dos seus gestores, conforme o caso, pode minimizar o auxílio. Os interesses devem ser alinhados tanto em termos da realização das metas políticas específicas como do desempenho financeiro do investimento público no instrumento.
- 142) O intermediário financeiro ou o gestor do fundo podem coinvestir juntamente com o Estado da EFTA, desde que os termos e condições desse coinvestimento sejam de natureza a excluir qualquer eventual conflito de interesses. Esse coinvestimento pode incentivar o gestor a alinhar as suas decisões de investimento com os objetivos políticos definidos. A capacidade de o gestor investir a partir de recursos próprios pode ser um dos critérios de seleção.
- 143) A remuneração dos intermediários financeiros ou dos gestores de fundos, em função do tipo da medida de financiamento de risco, deve incluir uma comissão de gestão anual, bem como incentivos baseados no desempenho, tal como uma comissão de desempenho (*carried interest*).
- 144) A componente da remuneração baseada no desempenho deve ser significativa e concebida de modo a remunerar o desempenho financeiro, bem como a realização das metas políticas específicas previamente estabelecidas. Os incentivos relacionados com a política devem estar em equilíbrio com os incentivos de desempenho financeiro necessários para garantir uma seleção eficiente das empresas elegíveis nas quais os investimentos serão realizados. Além disso, o Órgão de Fiscalização terá em conta as eventuais sanções previstas no acordo de financiamento celebrado entre o Estado da EFTA e o intermediário financeiro, aplicáveis no caso de as metas políticas definidas não serem atingidas.
- 145) O nível da remuneração baseada no desempenho deve justificar-se com base na prática de mercado relevante. Os gestores devem ser remunerados não apenas por um desembolso bem-sucedido e pelo montante de capital privado mobilizado, mas também pelos retornos bem-sucedidos sobre os investimentos, tais como a obtenção de receitas e de capital superior a uma determinada taxa mínima de retorno (*hurdle rate*).
- 146) O total das comissões de gestão não deve exceder os custos operacionais e de gestão necessários para a execução do instrumento financeiro em causa, mais um lucro razoável, em conformidade com as práticas de mercado. As comissões não podem incluir os custos de investimento.
- 147) Uma vez que os intermediários financeiros ou os seus gestores, conforme o caso, têm de ser selecionados através de um concurso aberto, transparente e não discriminatório, a estrutura geral das comissões pode ser avaliada no quadro do sistema de notação desse processo de seleção, podendo a remuneração máxima ser fixada em resultado de tal seleção.
- 148) Em caso de designação direta de uma entidade mandatada, o Órgão de Fiscalização considera que a comissão de gestão anual não pode, em princípio, exceder 3 % do capital a transferir para a entidade, excluindo os incentivos baseados no desempenho.

3.6.2. Condições aplicáveis aos instrumentos fiscais

- 149) O investimento total de cada uma das empresas beneficiárias não pode exceder o montante máximo fixado pela disposição do Regulamento Geral de Isenção por Categoria relativa ao financiamento de risco.
- 150) Independentemente do tipo de redução fiscal, as ações elegíveis devem ser ações ordinárias de risco total recentemente emitidas por uma empresa elegível tal como definida na avaliação *ex ante*, e devem ser mantidas durante pelo menos três anos. A redução fiscal não pode estar disponível para os investidores que não são independentes da empresa objeto do investimento.
- 151) Em caso de reduções do imposto sobre o rendimento, os investidores que concedem financiamento a empresas elegíveis podem beneficiar de uma redução fiscal até uma percentagem razoável do montante investido em empresas elegíveis, desde que o montante máximo do imposto sobre o rendimento devido pelo investidor, tal como estabelecido antes da medida fiscal, não seja excedido. De acordo com a experiência do Órgão de Fiscalização, considera-se razoável limitar a redução fiscal a 30 % do montante investido. As perdas com a alienação de ações podem ser deduzidas ao imposto sobre o rendimento.
- 152) No que se refere a reduções fiscais em matéria de dividendos, os dividendos recebidos por conta de ações elegíveis podem ser totalmente isentados de imposto sobre o rendimento. Da mesma forma, no que se refere a reduções fiscais relativamente a rendimentos do capital, qualquer ganho decorrente da venda de ações elegíveis pode ser totalmente isentado de imposto sobre rendimentos do capital. Além disso, a obrigação fiscal decorrente das mais valias obtidas com a alienação de ações elegíveis pode ser diferida se esses rendimentos do capital forem reinvestidos em novas ações elegíveis no prazo de um ano.

3.6.3. Condições aplicáveis às plataformas de negociação alternativas

- 153) A fim de permitir uma análise adequada da proporcionalidade do auxílio ao operador da plataforma de negociação alternativa, pode ser concedido um auxílio estatal para cobrir até 50 % dos custos de investimento incorridos com o estabelecimento dessa plataforma.
- 154) No caso dos incentivos fiscais aos investidores empresariais, o Órgão de Fiscalização apreciará a medida em relação às condições estabelecidas para os instrumentos fiscais nas presentes Orientações.

3.7. Prevenção de efeitos negativos indesejados sobre a concorrência e as trocas comerciais:

- 155) As medidas de auxílio estatal devem ser estruturadas de forma a limitar as distorções da concorrência no EEE. Os efeitos negativos devem ser contrabalançados com o efeito positivo global da medida. No caso do financiamento de medidas de risco, os potenciais efeitos negativos têm de ser apreciados em cada um dos níveis nos quais o auxílio possa estar presente: os investidores, os intermediários financeiros e seus gestores, e os beneficiários finais: os investidores, os intermediários financeiros e seus gestores, e os beneficiários finais.
- 156) Para habilitar o Órgão de Fiscalização a avaliar os eventuais efeitos negativos, o Estado da EFTA pode apresentar, como parte da avaliação *ex ante*, quaisquer estudos de que disponha, bem como avaliações *ex post* realizadas para regimes semelhantes, em termos de empresas elegíveis, estruturas de financiamento ou parâmetros de conceção e áreas geográficas.
- 157) Em primeiro lugar, ao nível do mercado de concessão de financiamento de risco, os auxílios estatais podem resultar no afastamento dos investidores privados. Tal pode reduzir os incentivos para que os investidores privados concedam financiamento às empresas elegíveis e incentivá-los a aguardar até que o Estado conceda auxílios a tais investimentos. Este risco torna-se mais relevante quanto maior for o montante do financiamento total destinado aos beneficiários finais, quanto maior for a dimensão dessas empresas beneficiárias e quanto mais avançada for a sua fase de desenvolvimento, pois o financiamento privado torna-se progressivamente disponível nessas circunstâncias. Além disso, os auxílios estatais não devem substituir o risco comercial normal dos investimentos que os investidores teriam realizado mesmo na ausência de auxílios estatais. No entanto, na medida em que a falha de mercado tenha sido devidamente definida, é menos provável que a medida de financiamento de risco resulte nesse afastamento do investimento privado.
- 158) Em segundo lugar, ao nível dos intermediários financeiros, o auxílio pode ter efeitos de distorção em termos de aumento ou da manutenção do poder de mercado de um intermediário, por exemplo, no mercado de uma região particular. Mesmo que o auxílio não reforce diretamente o poder de mercado do intermediário financeiro, poderá fazê-lo indiretamente, desencorajando a expansão dos concorrentes existentes, induzindo a saída dos mesmos do mercado ou desencorajando a entrada de novos concorrentes.
- 159) As medidas de financiamento de risco devem ser direcionadas para empresas orientadas para o crescimento que não conseguem atrair um nível adequado de financiamento a partir de recursos privados mas podem tornar-se viáveis mediante auxílios estatais de financiamento de risco. No entanto, uma medida que prevê a criação de um fundo público cuja estratégia de investimento não demonstra suficientemente a viabilidade potencial das empresas elegíveis não cumpre provavelmente o teste do equilíbrio, uma vez que, nesse caso, o investimento de financiamento de risco pode representar uma subvenção.
- 160) Uma vez que as condições relativas à gestão comercial e à tomada de decisão orientada para o lucro estabelecidas nas disposições em matéria de financiamento de risco do Regulamento Geral de Isenção por Categoria são essenciais para garantir que a seleção do beneficiário final empresas se baseia numa lógica comercial, essas condições não podem ser derogadas ao abrigo das presentes Orientações, inclusive quando a medida envolver intermediários financeiros públicos.
- 161) Os fundos de investimento de pequena escala, com enfoque regional limitado e sem mecanismos de governação adequados, serão analisados com vista a evitar o risco de manter estruturas de mercado ineficientes. Os regimes regionais de financiamento de risco podem não ter a escala e o alcance suficientes devido à falta de diversificação associada à ausência de um número suficiente de empresas elegíveis como metas de investimento, o que poderá reduzir a eficiência de tais fundos e resultar na concessão de auxílios a empresas menos viáveis. Esses investimentos poderiam distorcer a concorrência e oferecer vantagens indevidas a certas empresas. Além disso, esses fundos podem ser menos atrativos para investidores privados, especialmente para investidores institucionais, uma vez que podem ser vistos mais como um veículo para servir objetivos de política regional, e não tanto como uma oportunidade de negócio viável que oferece retornos sobre o investimento aceitáveis.
- 162) Em terceiro lugar, ao nível dos beneficiários finais, o Órgão de Fiscalização irá apreciar se a medida tem efeitos de distorção nos mercados de produtos em que essas empresas competem. Por exemplo, a medida pode distorcer a concorrência se visar empresas em setores com baixo desempenho. Uma expansão substancial de capacidade

induzida por um auxílio estatal num mercado de baixo desempenho pode, em particular, distorcer indevidamente a concorrência, pois a criação ou manutenção de excesso de capacidade pode levar a uma redução das margens de lucro, a uma redução de investimentos dos concorrentes ou, inclusive, à sua saída do mercado. Também pode impedir as empresas de entrar no mercado. O resultado será a criação de estruturas de mercado ineficientes, que a longo prazo serão também prejudiciais para os consumidores. Se o mercado nos setores visados está em crescimento, há, normalmente, menos motivos de preocupação quanto à possibilidade de o auxílio afetar negativamente incentivos dinâmicos ou de impedir indevidamente a saída ou a entrada no mercado. Por conseguinte, o Órgão de Fiscalização irá analisar o nível das capacidades de produção no setor em causa, tendo em conta a procura potencial. Para permitir ao Órgão de Fiscalização efetuar essa apreciação, o Estado da EFTA deve indicar se a medida de financiamento de risco é específica do setor, ou se dá preferência a certos setores em detrimento de outros.

- (163) Os auxílios estatais podem impedir os mecanismos de mercado de gerarem resultados eficientes através da recompensa dos produtores mais eficientes e da pressão exercida sobre os menos eficientes no sentido da melhoria, reestruturação ou saída do mercado. O facto de as empresas ineficientes receberem auxílios pode impedir que outras empresas entrem no mercado ou se expandam no mesmo, e enfraquecer os incentivos à inovação para os concorrentes.
- 164) O Órgão de Fiscalização irá também apreciar quaisquer potenciais efeitos negativos de deslocalização. A este respeito, o Órgão de Fiscalização irá analisar se os fundos regionais são suscetíveis de incentivar a deslocalização no EEE. Quando as atividades do intermediário financeiro estão concentradas numa região não assistida, que faz fronteira com regiões assistidas ou com uma região com uma maior intensidade de auxílios regionais do que a região visada, o risco de tal distorção é mais acentuado. Uma medida regional de financiamento de risco centrada apenas em alguns setores também pode ter efeitos negativos de deslocalização.
- 165) Se a medida tiver efeitos negativos, o Estado da EFTA deve identificar os meios para minimizar tais distorções. Por exemplo, o Estado da EFTA pode demonstrar que os efeitos negativos serão limitados ao mínimo, tendo em conta, por exemplo, o montante global do investimento, o tipo e o número de beneficiários e as características dos setores visados. Ao pesar os efeitos positivos e negativos, o Órgão de Fiscalização terá também em conta a magnitude de tais efeitos.

3.8. Transparência

- 166) Os Estados da EFTA devem publicar as seguintes informações num sítio Web abrangente sobre os auxílios estatais, a nível nacional ou regional:
- i) o texto do regime de auxílio e as suas disposições de implementação;
 - ii) a identidade da autoridade que concede o auxílio;
 - iii) montante total de participação do Estado da EFTA na medida;
 - iv) a identidade da entidade mandatada, se aplicável, e os nomes dos intermediários financeiros selecionados;
 - v) a identidade da empresa apoiada ao abrigo da medida, nomeadamente informações sobre o tipo de empresa (PME, pequena empresa de média capitalização, empresa de média capitalização inovadora); a região (ao nível das regiões estatísticas de nível 2 ⁽³⁰⁾) onde a empresa está localizada; principal setor económico em que a empresa exerce as suas atividades ao nível de grupo da NACE; forma e montante do investimento. Pode-se derrogar a um tal requisito no que respeita a PME que não efetuaram qualquer venda comercial em qualquer mercado e a investimentos inferiores a 200 000 EUR numa empresa beneficiária final;
 - vi) no caso de regimes fiscais de auxílio ao financiamento de risco, a identidade dos investidores empresariais beneficiários ⁽³¹⁾ e o montante da vantagem fiscal recebida, se esta última for superior a 200 000 EUR. Tal montante pode ser fornecido em intervalos de 2 milhões de EUR. Estas informações devem ser publicadas após a decisão de concessão do auxílio, conservadas durante pelo menos durante dez anos e estar disponíveis ao público em geral, sem restrições ⁽³²⁾.

⁽³⁰⁾ A expressão «região estatística» é utilizado em vez do acrónimo «NUTS» nas correspondentes Orientações da Comissão. O acrónimo NUTS deriva do título inglês *Nomenclature of Territorial Units for Statistics* (Nomenclatura das Unidades Territoriais Estatísticas) em conformidade com o Regulamento (CE) n.º 1059/2003 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26.5.2003, relativo à instituição de uma Nomenclatura Comum das Unidades Territoriais Estatísticas (NUTS) (JO L 154 de 21.6.2003, p. 1). O presente regulamento ainda não foi integrado no Acordo EEE. Contudo, no intuito de obter definições comuns numa procura cada vez maior de informação estatística a nível regional, o Serviço de Estatística da União Europeia (Eurostat) e os institutos nacionais dos países candidatos e da EFTA concordaram que as regiões estatísticas sejam estabelecidas de modo semelhante à classificação NUTS.

⁽³¹⁾ Não se aplica aos investidores privados que sejam pessoas singulares.

⁽³²⁾ Estas informações devem ser regularmente atualizadas (por exemplo, numa base semestral) e disponibilizadas em formato de acesso livre.

3.9. Cumulação

- 167) O auxílio ao financiamento de risco pode ser acumulado com qualquer outro auxílio estatal com custos elegíveis identificáveis.
- 168) Os auxílios de financiamento de risco podem ser cumulados com outros auxílios estatais sem custos elegíveis identificáveis, ou com auxílios *de minimis*, até ao limite máximo de financiamento total relevante mais elevado fixado, nas circunstâncias específicas de cada caso, por um regulamento de isenção por categoria ou por uma decisão adotada pelo Órgão de Fiscalização.
- 169) O financiamento da EFTA gerido a nível central por instituições, agências, empresas comuns ou outros organismos da EFTA que não estejam direta ou indiretamente sob o controlo dos Estados da EFTA não constitui um auxílio estatal. Sempre que tal financiamento do EEE for combinado com auxílios estatais, apenas estes últimos serão considerados para determinar se os limiares de notificação e os montantes máximos de auxílio são respeitados, desde que o montante total do financiamento público concedido em relação aos mesmos custos elegíveis não exceda a taxa de financiamento mais favorável estabelecida nas regras aplicáveis da legislação do EEE.

4. AVALIAÇÃO

- 170) Para assegurar que as distorções da concorrência e do comércio são limitadas, o Órgão de Fiscalização pode requerer que determinados regimes sejam sujeitos a uma duração limitada e a uma avaliação, que deve responder às seguintes questões:
- a) avaliar a eficácia da medida de auxílio à luz dos seus objetivos e dos indicadores gerais e específicos pré-definidos; e
 - b) considerar o impacto da medida de financiamento de risco sobre os mercados e a concorrência.
- 171) Pode ser necessária uma avaliação relativamente aos seguintes regimes de auxílio:
- a) grandes regimes;
 - b) regimes com enfoque regional;
 - c) regimes com enfoque setorial estrito;
 - d) regimes que são modificados e cuja modificação tem impacto sobre os critérios de elegibilidade, o montante de investimento ou outros parâmetros de conceção financeira; a avaliação pode ser apresentada como parte da notificação;
 - e) regimes que contenham características inovadoras;
 - f) regimes relativamente aos quais o Órgão de Fiscalização solicite uma avaliação na decisão que aprova a medida, à luz dos seus potenciais efeitos negativos.
- 172) A avaliação deve ser realizada por um perito independente da autoridade que concede o auxílio estatal com base numa metodologia comum ⁽³³⁾ e tem de ser tornada pública. A avaliação tem de ser apresentada ao Órgão de Fiscalização atempadamente, a fim de permitir a apreciação da eventual prorrogação do regime de auxílio e, em todo o caso, no termo do regime. O âmbito exato e a metodologia a utilizar na avaliação devem ser definidos na decisão que aprova o regime de auxílio. Qualquer medida de auxílio posterior, com um objetivo semelhante, deve ter em conta os resultados dessa avaliação.

5. DISPOSIÇÕES FINAIS

5.1. Prorrogação das Orientações relativas ao capital de risco

- 173) As Orientações do Órgão de Fiscalização relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas seriam aplicáveis até 30 de junho de 2014.

5.2. Aplicabilidade das regras

- 174) O Órgão de Fiscalização aplicará os princípios contidos nas presentes Orientações para apreciar a compatibilidade de todos os auxílios ao financiamento de risco a ser concedidos entre 1 de julho de 2014 e 31 de dezembro de 2020.

⁽³³⁾ A metodologia comum pode ser proporcionada pelo Órgão de Fiscalização.

- 175) Os auxílios ao financiamento de risco concedidos ilegalmente ou a conceder antes de 1 de julho de 2014 serão apreciados de acordo com as regras em vigor na data em que o auxílio é concedido.
- 176) A fim de preservar as legítimas expectativas dos investidores privados, no caso de regimes de financiamento de risco que preveem o financiamento público para fundos de investimento de *private equity*, a data de vinculação do financiamento público aos fundos de investimento de *private equity*, que é a data de assinatura do acordo de financiamento, determina a aplicabilidade das regras à medida de financiamento de risco.

5.3. Medidas apropriadas

- 177) O Órgão de Fiscalização considera que a implementação das presentes Orientações implicará alterações substanciais nos princípios de apreciação aplicáveis aos auxílios ao de capital de risco nos Estados da EFTA. Além disso, à luz das condições económicas e sociais alteradas, afigura-se necessário examinar se todos os regimes de auxílio ao capital de risco continuam a justificar-se e a ser eficazes. Por estes motivos, o Órgão de Fiscalização propõe aos Estados da EFTA as seguintes medidas adequadas, em conformidade com o artigo 1.º, n.º 1, da Parte I do Protocolo n.º 3 do Acordo relativo ao Órgão de Fiscalização e ao Tribunal:
- a) os Estados da EFTA devem alterar, se for caso disso, os seus regimes de auxílio ao capital de risco em vigor, a fim de pô-los em conformidade com as presentes Orientações, no prazo de seis meses a contar da data da sua publicação;
 - b) os Estados da EFTA são convidados a dar expressamente o seu acordo incondicional a estas medidas adequadas propostas no prazo de dois meses a contar da data de publicação das presentes Orientações. Na ausência de resposta, o Órgão de Fiscalização presumirá que o Estado da EFTA em questão não concorda com as medidas propostas
- 178) A fim de preservar as legítimas expectativas dos investidores privados, os Estados da EFTA não são obrigados a tomar quaisquer medidas adequadas no que respeita aos regimes de auxílio de capital de risco a favor das PME sempre que a vinculação do financiamento público aos fundos de investimento de *private equity*, que é a data de assinatura do acordo de financiamento, se tenha verificado antes da data de publicação das presentes Orientações e desde que todas as condições previstas no acordo de financiamento permaneçam inalteradas. Estes intermediários financeiros podem continuar a operar posteriormente e a investir de acordo com a sua estratégia inicial de investimento até ao termo da duração prevista no acordo de financiamento.

5.4. Relatórios e controlo

- 179) Em conformidade com o artigo 21.º da Parte II do Protocolo n.º 3 do Acordo relativo ao Órgão de Fiscalização e ao Tribunal, em conjugação com os artigos 5.º e 6.º da Decisão n.º 195/04/COL, os Estados da EFTA devem apresentar relatórios anuais ao Órgão de Fiscalização.
- 180) Os Estados da EFTA devem conservar registos pormenorizados de todas as medidas de auxílio. Esses registos devem conter todas as informações necessárias para estabelecer se as condições referentes à elegibilidade e aos montantes máximos de investimento foram preenchidas. Esses registos devem ser conservados durante 10 anos a contar da data da concessão do auxílio e devem ser apresentados ao Órgão de Fiscalização mediante pedido.

5.5. Revisão

- 181) O Órgão de Fiscalização pode decidir rever ou alterar as presentes Orientações em qualquer altura, se tal for considerado necessário por razões associadas à política de concorrência ou para ter em conta outras políticas do EEE, compromissos internacionais e desenvolvimentos nos mercados, ou por qualquer outro motivo justificado.
-