

Instituto Superior de Gestão

Business & Economics School

ISG

**O CONTRIBUTO DAS SOCIEDADES DE  
CAPITAL DE RISCO PARA O  
EMPREENDEDORISMO**

Rui Caldeira

Dissertação submetida como requisito parcial para  
obtenção do grau de Mestre em Gestão

Orientador:

Prof. Doutor José Magalhães

Lisboa  
2013

A presente dissertação foi expressamente elaborada para a obtenção do grau de Mestre em Gestão, de acordo com o disposto no Diário da República, 2.<sup>a</sup> série, N.º 96, 18 de Maio de 2011.

## AGRADECIMENTOS

É com muita satisfação que expresso aqui o mais profundo agradecimento a todos aqueles que tornaram a realização deste trabalho possível.

Para mim uma tese de mestrado é o finalizar de mais um percurso, nesta viagem que é a vida, com muitos percalços pelo caminho, uma estrada com inúmeros cruzamentos. Com muitos pontos de interrogação, de exclamação e finais. Foram inúmeras as experiências que contribuíram para estar onde estou para propor-me atingir outro degrau na minha vida profissional.

Este trabalho não teria sido possível sem a ajuda de muitas pessoas, entre as quais, destaco e agradeço o apoio dado:

Gostaria, antes de mais, de agradecer ao Professor Doutor José Magalhães, orientador desta tese, pelo apoio, incentivo e disponibilidade demonstrada em todas as fases que levaram à concretização deste trabalho.

À minha família e principalmente aos meus Pais, agradeço pelo amor incondicional, pelo apoio e coragem que sempre me transmitiram. À minha Tia, não só pelo carinho, mas também, por todos os textos e artigos que me proporcionou para a elaboração desta tese.

A todos os meus amigos pelo apoio e incentivo incondicional.

Por último à Eunice, a minha, companheira de percurso vivencial, pelo inestimável apoio, que me deu, na construção do protótipo, pela sua bondade e por tudo o que representa para mim. Pelas inúmeras horas que passou sem a minha companhia  
.....

**A todos,**

**O meu Eterno Obrigado.**

## RESUMO

O impacto do capital de risco no desenvolvimento económico, como catalisador do empreendedorismo e inovação, assumindo um papel muito importante nos mercados financeiros mais desenvolvidos, é ainda relativamente incipiente na economia Portuguesa. Contudo, existem sinais de mudança.

Ao longo desta tese iremos estudar a hipótese que a indústria de capital de risco portuguesa ser ainda pouco desenvolvida, servindo principalmente como fonte alternativa de financiamento de expansão da actividade maduras ou saneamento de dívida. A não assunção de um papel activo no desenvolvimento do empreendedorismo, resulta principalmente de um mercado financeiro *bank-oriented*?

O aumento das investigações sobre o empreendedorismo, acaba por ser um reconhecimento da importância que o fenómeno assume no desenvolvimento das economias. É um incentivo para que cada vez mais gente arrisque, e inicie um negócio.

O porquê de estudar o empreendedorismo? Não existe uma resposta certa mas sim uma lista de respostas:

- o empreendedorismo é uma fonte de criação de emprego muito importante, para alguns autores é mesmo a mais importante;
- o empreendedorismo desempenha um papel fundamental na introdução de inovações na economia e constitui, inclusive, o mecanismo que leva a economia e a própria sociedade a evoluir e progredir;
- o empreendedorismo constitui uma importante opção de carreira para uma parte importante da força de trabalho;
- o empreendedorismo tem um impacto muito importante no desenvolvimento regional e no crescimento das economias.

## **ABSTRACT**

The impact of venture capital in economic development, as a catalyst for innovation and entrepreneurship, assuming a very important role in financial markets more developed, it is still relatively early in the Portuguese economy. However, there are signs of change.

Throughout this thesis we will study the hypothesis that the venture capital industry Portuguese is still underdeveloped, mainly serving as an alternative source of financing for business expansion or reorganization mature debt. Failure taking an active role in the development of entrepreneurship, mainly the result of a financial market-oriented bank?

The increase in research on entrepreneurship, turns out to be a recognition of the importance of the phenomenon is the development of economies. It is an incentive for more people than ever risk and start a business.

The reason to study entrepreneurship? There is no one right answer but a list of responses:

- entrepreneurship is a source of job creation very important for some authors is even more important;
- entrepreneurship plays a key role in the introduction of innovations in the economy and is even the mechanism that leads the economy and society to evolve and progress;
- entrepreneurship is an important career option for a large part of the workforce;
- entrepreneurship has a very important impact on regional development and growth of economies.

**Keywords:** Capital de risco, Empreendedorismo.  
Venture Capital, Entrepreneurship.

## ÍNDICE:

1. INTRODUÇÃO .....	1
2. ENQUADRAMENTO	
2.1.Capital de risco .....	4
2.1.1 A história do capital de risco .....	4
2.1.2 Definição .....	5
2.1.3 Revisão de Conceitos .....	6
2.1.3.1 Fases de investimento .....	7
2.1.3.2 Tipos de investidores .....	9
2.1.3.3 Estratégias de saída .....	10
2.2 As Vantagens do Capital de Risco .....	11
3. Indústria de capital de risco em Portugal .....	14
4. Implicações do investimento por capital de risco na <i>Corporate Governance</i> das participadas .....	20
4.1 Custos de Agência .....	20
4.2 Assimetria de Informação .....	26
5. Investimento .....	29
5.1 Determinantes para o recurso ao capital de risco .....	29
5.2 Avaliação/ processo de tomada de decisão .....	32
5.3 Pré-Seleção .....	33
5.4 Avaliação - recolha de informação .....	34
5.5 Avaliação – identificação de critérios de avaliação .....	36
6. Desinvestimento - estratégia de saída .....	39
7. Enquadramento Legal e Fiscal .....	43
7.1 Regime Geral das sociedades de Capital de Risco .....	43

8. Análise Estatística .....	45
8.1. Montantes sob Gestão .....	45
8.2. Quotas de Mercado .....	48
8.3. Tipo, Origem e Valor dos Investimentos .....	49
9. Setores de Atividade e Fases do Investimento do Capital de Risco .....	54
10. Empreendedorismo .....	61
10.1. O Estudo do Empreendedorismo .....	68
10.2. Características Pessoais .....	76
11. O tecido empresarial Português .....	77
11.1 Países de destino da internacionalização .....	78
12. Dados Finais .....	82
13. Bibliografia .....	88
14. Anexos .....	95

## **ÍNDICE DOS QUADROS:**

Quadro 1 - Valor da Carteira de Investimentos das SCR

Quadro 2 - Valor da Carteira de Investimentos dos FCR

Quadro 3 - Valor da Carteira de Investimento dos FCR e das SCR por Fase de Investimento

Quadro 4 – Valor Global dos fundos de Capital de Risco

Quadro 5 – Valor das participações na actividade de capital de risco

## **ÍNDICE DOS GRAFICOS:**

Gráfico 1 - Evolução dos montantes sob gestão (valores de final do ano)

Gráfico 2 – O papel do capital de risco na economia

Gráfico 3 – Distribuição do Montante sob Gestão em 31 de Dezembro de 2011

Gráfico 4 – Distribuição do valor investido em participações de empresas cotadas (Final de 2011)

Gráfico 5 – Distribuição do valor investido por sectores de actividade (Final de 2011)

Gráfico 6 – Distribuição do Valor Investido por sectores de actividade pelas SCR (Final de 2011)

Gráfico 7 – Distribuição do valor investido por sectores de actividade pelos FCR (Final de 2011)

Gráfico 8 - Evolução dos Investimentos por sectores de actividade

Gráfico 9 – Distribuição do valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas (Final de 2011)

Gráfico 10 – Evolução do investimento por fases de entrada do capital de risco nas empresas

## **ÍNDICE DAS TABELAS:**

Tabela 1 – Comparativo de características de *business angels* e os *venture capitalists*

Tabela 2 - As vantagens do Capital de Risco face ao endividamento tradicional

Tabela 3 – Recolha de informação no processo de decisão de investimento Actividade %

Tabela 4 – Critérios de avaliação do investimento

Tabela 5 - Definições de empreendedor mais relevantes

Tabela 6 – Classificação das diferentes definições de empreendedorismo

Tabela 7 – Definições de empreendedorismo

## **ABREVIATURAS:**

APCRI - Associação de Capital de Risco e de desenvolvimento

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

IRC – Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas

MBI - Management Buy-In

MBO - Management buy-out

OPV – Operação Pública de Venda (ou IPO - Inicial Public Offering)

PIB - Produto Interno Bruto

PME - Pequenas e médias empresas

QREN - Quadro de Referência Estratégico Nacional

SCR - Sociedades de Capital de Risco

SNC - Sistema de normalização contabilística

SIBCA - Small Business Investment Companies

VC - Venture Capitalists

VLGF - valor líquido global dos fundos

## 1. INTRODUÇÃO

O papel do empreendedorismo na dinamização do tecido económico e na criação de valor e, por outro lado, o do capital de risco como catalisador desse mesmo empreendedorismo, têm sido objecto de referência recorrente na imprensa económica e generalista do País.

Efectivamente, o capital de risco é visto como fonte de financiamento privilegiado para novos empreendimentos e, conseqüentemente, associado a investimentos de risco e potencial retorno, elevados. Com a sua génese nos Estados Unidos, onde surge após a II Guerra Mundial, este instrumento financeiro encontra-se disponível, com maior ou menor intensidade, em todo o mundo, com particular incidência para os países anglo-saxónicos, destacando-se nestes os Estados Unidos da América (EUA). Em Portugal, o historial desta indústria é bem mais recente, contando cerca de 25 anos.

Analisando a realidade do sector de risco Português, pode-se concluir que a sua evolução não correspondeu às expectativas inicialmente formuladas, tendo sido muitas as dificuldades que impediram a optimização deste instrumento, associadas a factores estruturais ou meramente conjunturais (fiscais, enquadramento legal, entre outros). Uma constatação que parece ser unânime, quer dos operadores, quer das empresas participadas ou eventuais beneficiários de capital de risco, é a de que a indústria ainda não se desenvolveu o suficiente, ao ponto de constituir uma séria fonte de financiamento, sendo que os tempos de hoje também não são os melhores para a indústria se desenvolver.

Através das estatísticas do sector (APCRI 1996-2005), podemos concluir, que a fase de “saneamento” financeiro das empresas assumido pelo capital de risco nos seus primeiros tempos de vida, considerada durante diversos anos a verdadeira vocação deste instrumento, foi ultrapassada, tendo o capital de risco vindo a ser crescentemente utilizado como forma de expandir ou iniciar projectos. De facto, há relativamente pouco tempo, o capital de risco apresentava-se como uma alternativa ao crédito bancário, mas

apenas a partir de um nível de risco associado a determinado tipo de empresas, projectos ou sectores de actividade, o que já não sucede actualmente, com uma crescente, apesar de ainda relativamente incipiente, importância na economia.

Constata-se, a predominância de projectos de expansão e de *start-up's* no âmbito da política de investimentos, levada a cabo pelos operadores de capital de risco, em detrimento de operações de MBI ou MBO, como sucede actualmente nos países com maior tradição em capital de risco, sendo evidente uma opção clara dos operadores em apostar em simples injeções de capital nas empresas participadas, por reforço dos seus capitais próprios, o que tem implicado um relegar para segundo plano do apoio técnico prestado a essas empresas, nos diversos níveis de gestão.

Nesse âmbito, o retracto actual da actividade espelha uma realidade dicotómica, existindo por um lado empresas participadas que apresentam performances dinâmicas, nomeadamente potenciadas pela participação dos operadores de capital de risco e, por outro lado, existem empresas participadas em situação muito difícil, inseridas maioritariamente em sectores em crise, e cuja fraca performance não aparenta estar relacionada com o insucesso do capital de risco.

Analisando estatisticamente e de acordo, com os dados da APCRI (Associação de Capital de Risco e de desenvolvimento), o investimento total realizado pelas Sociedades de Capital de Risco (SCR) em 2005 ascendeu a €245M, beneficiando 135 empresas, reflectindo um aumento de quase 200% face ao ano anterior, representativo de cerca de 0,2% do PIB. No final de 2005, encontravam-se €1.158M sob gestão das SCR em Portugal, sendo o *portfolio-at-cost* sob gestão de €669M.

Estes dados, demonstram uma crescente importância da Indústria, também se tornando cada vez mais claro que **o capital de risco se transformou num produto vocacionado para apoiar PME's, o que acontece em mais de 70% do universo das participadas.**

Muitas críticas, ainda, são apontadas à intervenção deste instrumento junto das empresas portuguesas, especificamente, devido à excessiva dependência dos ciclos económicos, à ainda falta de experiência em investimento de risco, com reflexos no acompanhamento da gestão e às limitadas hipóteses de saída, continuando os acordos de recompra a predominar, o que provoca uma baixa rotatividade da carteira das SCR.

Também o peso do Estado na indústria mantém-se muito elevado, atendendo ao número de operadores de capitais públicos a actuar no mercado, bem como a sua importância no conjunto dos fundos disponíveis e aplicados em participações.

Volvidas mais de duas décadas sobre a regulamentação da actividade em Portugal é, no entanto, já evidente o início de um novo ciclo de desenvolvimento do sector, resultado da crescente presença de operadores privados do mercado, mais dinâmicos e arrojados, e o reposicionamento estratégico dos operadores públicos, aportando uma nova e positiva imagem ao capital de risco.

Nesse âmbito, surge este trabalho, baseado em duas vertentes essenciais, um levantamento empírico da indústria, principalmente vocacionado para a tentativa de melhor compreender o funcionamento dos processos de decisão na indústria de capital de risco portuguesa, e a análise de um caso concreto de desinvestimento por IPO, estratégia de saída comum nos mercados mais desenvolvidos, mas virtualmente inexistente no mercado Português. As referidas duas vertentes são antecedidas por um levantamento teórico, como forma de enquadramento da actividade.

O trabalho empírico foi desenvolvido de forma a compreender como são efectuadas as opções de investimento, bem como a distorção ainda existente nesta indústria, no que se refere à estratégia de simples injeções de capital nas empresas participadas, por reforço dos seus capitais próprios, colocando para segundo plano o apoio técnico prestado a essas empresas, distorcendo os pressupostos deste instrumento financeiro.

## **2. ENQUADRAMENTO**

### **2.1. Capital de Risco**

O Capital de Risco pode ser definido simplesmente como uma forma de investimento empresarial, com o objectivo de financiar empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão. Mas teremos de pesquisar um pouco mais, indo um pouco mais atrás no tempo para percebermos melhor o que é o capital de risco.

#### **2.1.1 A história do Capital de Risco**

Os primeiros antecedentes dos investimentos de capital de risco encontram-se no século XV, com o financiamento das expedições marítimas (caça ao tesouro) por particulares com a expectativa dos lucros decorrentes, assumindo-se contudo um grande risco de perda total do investimento.

Outro período relevante para o crescimento deste tipo de instrumento financeiro encontra-se no século XVIII, em Inglaterra, consequência da Revolução Industrial e do ambiente propício aos investimentos em projectos fabris emergentes com elevado potencial de rentabilidade, com mercadores, armadores e industriais de tecelagem a procurar apoio financeiro temporário para os seus investimentos junto de indivíduos abastados. Ainda hoje, investidores individuais, actualmente designados por *business angels*, encontram-se presentes na indústria.

De forma informal, esta forma de financiamento extra-bancária foi desenvolvendo-se até alcançar um estatuto de indústria nas décadas de 70/ 80 do século XX, tendo as primeiras operações de investimento em capital de risco, tal como as conhecemos, ocorrido na década de 40 nos Estados Unidos.

A primeira sociedade de investimento de capital de risco foi fundada em 1946, a *American Research Development*, em consequência da existência de uma quantidade de

recursos inactivos disponíveis, assumindo a forma de um fundo de capital gerido por profissionais dedicados a realizar investimentos de elevado risco e potencial retorno. A ideia registou elevado sucesso, originando o rápido surgimento de outras sociedades, bem como a criação, pelo governo norte-americano, da *Small Business Investment Companies* (SIBCA) que, ao gerir um conjunto de benefícios fiscais e de créditos bonificados, permitiu o reforço do desenvolvimento da indústria.

A indústria de capital de risco nos Estados Unidos é, sem dúvida, a mais desenvolvida em termos mundiais, devido a um mercado nacional abrangente, a uma elevada procura de capital de risco e à existência de um mercado de capitais dinâmico, que se traduz num mercado financeiro adaptado às necessidades.

A nível Europeu, verificou-se um forte crescimento nas décadas de 70 e 80, tendo vindo a alcançar-se uma relativa estabilidade no que concerne à participação do mercado.

### **2.1.2 Definição**

O capital de risco é a denominação portuguesa para a actividade de investimento numa empresa, através da participação temporária e minoritária no seu capital social por uma Sociedade de Capital de Risco (SCR) ou outro veículo de investimento (fundos de capital de risco e, no caso Português, através de investimentos directos de particulares ou empresas ou sociedades gestoras de participações sociais). Esta forma alternativa de financiamento diferencia-se substancialmente das tradicionais principalmente devido à assunção directa dos riscos do negócio por parte do capitalista de risco, mas também, e consequentemente, pela possibilidade de apoio técnico à equipa dirigente da empresa, através de conhecimento e experiência acumulada. A este benefício para a empresa participada associa-se ainda a possibilidade de credibilização do projecto perante terceiros.

O capital de risco não exige pagamento de encargos financeiros, nem tem subjacente qualquer contrapartida sob a forma de garantias reais ou pessoais para os empresários, sendo a rentabilidade dos investidores baseada na probabilidade de sucesso da empresa

participada, concretizando-se principalmente através das mais valias a realizar no momento da saída do negócio.

Nesse âmbito, nem todos os negócios e sectores são motivadores para as SCR, existindo uma tendência evidente para investimento em empresas com elevado potencial de crescimento, com necessidades de capital para desenvolvimento ou reestruturação, em sectores de tecnologia de ponta.

### **2.1.3 Revisão de Conceitos**

De referir que a expressão anglo-saxónica de *venture capital* nomeia um conceito consideravelmente mais estrito que a expressão utilizada em Portugal de capital de risco, uma vez que se encontra somente associado ao investimento na fase embrionária, de arranque ou expansão de um projecto, constituindo parte de um conceito mais vasto designado por *private equity*, representativo dos investimentos em empresas não cotadas, independentemente do seu estágio de desenvolvimento.

Com efeito, a utilização da expressão capital de risco decorre da tradução da expressão *Capital-Risque* utilizada em França, não sendo possivelmente a mais adequada uma vez que parece ser redutora dos seus objectivos, para além de, atendendo à aversão cultural existente ao risco nos países mediterrâneos, aportar uma carga negativa que de acordo com diversos autores desvirtuou o sentido inicial que se pretendia dar à actividade, podendo mesmo ter estigmatizado a indústria na sua fase inicial.

Nesse âmbito, seguidamente efectuar-se-à a clarificação de alguns conceitos, tendo-se subjacente que o capital de risco, como entendido na Europa, é correspondente à *private equity* e não somente ao *venture capital*.

### 2.1.3.1 Fases de investimento

Os investidores de capital de risco têm preferências diferentes relativamente às características das suas participações. O elemento fundamental na caracterização de um investimento de capital de risco é o estágio de desenvolvimento em que uma empresa se encontra. Para definir o estágio de desenvolvimento de uma empresa podemos recorrer às seguintes definições utilizadas no capital de risco:

a) *Seed Capital* - é um financiamento destinado ao desenvolvimento de uma ideia de negócio, envolvendo por exemplo, a elaboração de um plano de negócio, protótipos e eventuais pesquisas, análises adicionais, de forma a criar as condições para a posterior produção economicamente viável. A maioria destes negócios são demasiado pequenos e exigem um forte apoio por parte do investidor. Normalmente, as entidades especializadas para este tipo de financiamento são os business angels e o recurso à rede de relações pessoais do empreendedor.

b) *Start up* - é um financiamento destinado a apoiar o desenvolvimento dos produtos da empresa e a apoiar os seus esforços iniciais de penetração no mercado. Temos o exemplo do desenvolvimento de produtos e o investimento em marketing que visa dar visibilidade inicial à empresa e ao seu produto. A qualidade de equipa de gestão é um critério de decisão muito importante, visto ser ele quem terá de desenvolver o potencial de crescimento da empresa, e é a única garantia que existe para o investidor.

c) *Early stage* - destina-se a empresas que já tenham completado a fase de desenvolvimento do produto, mas este ainda não foi introduzido no mercado e ainda não atingiu o break-even point (equilíbrio entre proveitos e custos fixos). Esta fase e a anterior podem, também, ser englobados numa só.

d) *Expansão* - financiamento destinado ao crescimento de uma empresa já implantada no mercado. Pode destinar-se ao aumento de capacidade produtiva, desenvolvimento de novos produtos, expansão internacional da empresa, acréscimo de capitais próprios, etc...

e) *Bridge financing*- financiamento de capital para apoiar empresas que se suponha virem a ser admitidas no mercado de capitais ou se tornem independentes do investidor em capital de risco num período inferior a 6 meses. São aplicados os meios para estruturar o balanço de modo a que a empresa possa ser apresentada ao público o mais atraente possível.

f) Capital de substituição - visa a aquisição por parte dos accionistas/sócios actuais de parte ou totalidade do capital dos restantes accionistas/sócios.

g) *Turnaround* - financiamento destinado a recuperar empresas em dificuldade, através de um processo de reestruturação; são operações com um perfil de risco Vs. retorno pouco atractivo. A entrada do capital de risco dá-se pela necessidade de capital para financiar alterações de gestão, organização interna e estrutura financeira.

h) *Management buy-out* (MBO) - aquisição da empresa pelos seus quadros. Financiamento destinado a permitir a tomada do controlo de uma empresa por um conjunto dos seus quadros, os quais passam a deter a totalidade ou parte do capital. Os tipos de MBO's podem variar, podendo surgir na sequência de processos de privatização ou quando existam problemas de sucessão em empresas familiares. Este tipo de operação varia consoante o tamanho das empresas, mas os montantes envolvidos tendem a ser maiores. Resulta do pressuposto que a empresa será gerida com maior eficiência com a nova situação accionista.

i) *Management Buy-In* (MBI) - financiamento destinado a permitir a tomada do controlo de uma empresa, (através da aquisição de acções) por parte do conjunto de accionistas da empresa. Pressupõe-se também neste caso de que a gestão e os resultados da empresa podem ser substancialmente melhorados.

### 2.1.3.2 Tipos de investidores

A indústria de capital de risco é caracterizada pela existência de três tipos de intervenientes: *Venture Capitalists*, *Business Angels* e os *Corporate Venturing*, cujas características passaremos a apresentar seguidamente. No entanto, em Portugal essa actividade tem sido desenvolvida basicamente pelos *Venture Capitalists*, estando neste momento a surgir no mercado os primeiros *Business Angels*:

a) *Venture Capitalists* (VC) – sociedades que têm como objectivo a tomada de participações no capital de outras empresas, numa perspectiva de investimento de médio e longo prazo, com a perspectiva de obtenção de mais-valias com a alienação futura da participação adquirida.

b) *Business Angels* - anjos de negócio - são indivíduos privados que agem normalmente por conta própria. O capital do anjo de negócios consegue complementar a indústria do capital de risco, proporcionando quantias mais baixas de financiamento numa fase mais prematura do que muitas sociedades de capital de risco estão dispostas a investir, nomeadamente em projectos de *seed capital* e *start-up's*. Os anjos de negócio representam uma fonte de capital importante para novos e crescentes negócios.

É normal dividir estes, em quatro grupos diferentes:

- *angels* com experiência profissional (ex-executivos de grandes empresas);
- *angels* guardiões (veteranos da indústria);
- *angels* de rendimento financeiro (indivíduos com grandes fortunas);
- *angels* empreendedores (empreendedores que triunfaram nos seus negócios).

c) *Corporate Venturing* - são investidores (normalmente sob a forma de empresa), que realizam investimentos em empresas jovens, normalmente nas áreas tecnológicas, que encaixem nas suas estratégias, e que acabarão mais tarde por pertencer aos respectivos conglomerados (ex: Virgin Group, Microsoft, etc.).

Em termos comparativos, importa realçar a diferença entre os *business angels* e os *venture capitalists* em virtude de serem estes os operadores mais habituais no nosso país.

	Business Angels	Venture Capitalists
Perfil Participadas	Empreendedores Pequenas Fase start-up e early stage	Investidores Médias Fase expansão
Due Diligence Local de investimento Contratos	Mínima Relevante Simples	Profunda Irrelevante Pormenorizados
Acompanhamento	Hands-on	Estratégico
Previsão de saída	Menor importância	Maior importância

Tabela 1 – Comparativo de características de *business angels* e os *venture capitalists*

### 2.1.3.3 Estratégias de saída

Atendendo ao carácter temporário do investimento de capital de risco, a problemática da tipologia de saída assume uma relevância importante. Vários factores podem influenciar o processo de saída, designadamente a profundidade do mercado de capitais, o estado da economia, a relação entre promotores do projecto e SCR, entre outros., sendo as formas mais comuns agregadas em três principais tipologias:

a) Venda da participação aos promotores, tanto de forma espontânea como pré-negociadas no momento do investimento, sendo as variantes mais comuns a Management Buy-Out (MBO) e acordos de recompra (geralmente através de contratos-promessa, mas também opções call e put).

b) Venda da participação a terceiros, quer investidores tradicionais (*trade sale*), quer a outros investidores de capital de risco (*secondary buy-out*).

c) Venda em Bolsa (OPV – Operação Pública de Venda ou IPO - *inicial public offering*) em especial quando o capital de risco assumiu a natureza de *bridge financing*. Esta é uma das formas preferidas de desinvestimento nos mercados mais desenvolvidos, principalmente se existir uma projecção das PME's no mercado bolsista.

Ainda poderemos considerar mais duas formas de saída, a amortização de prestações suplementares de capital e a perda do capital (*write-off*).

## 2.2 As vantagens do Capital de Risco

O Capital de Risco tem por objectivo financiar pequenas empresas, em início de actividade ou transformação e expansão, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento, tendo por finalidade o sucesso empresarial e o lucro.

É completamente distinto do financiamento bancário, até porque este não tem qualquer participação no risco empresarial. O direito ao retorno do capital principal e a remuneração do juro são garantidos, independentemente do sucesso ou insucesso da empresa. O Capital de Risco, pelo contrário, participa directamente no capital social das empresas, apoiando a sua gestão e tentando otimizar ao máximo o seu sucesso, uma vez que o seu investimento está dependente dos resultados obtidos.

Outra questão fundamental é o grau de intervenção na gestão permitido à Sociedade de Capital de Risco.

Normalmente, a participação no capital é minoritária, mas a SCR é, ou deverá ser, tudo menos um silent partner.

Tendo por objecto investir numa empresa e facultar-lhe os instrumentos necessários ao seu desenvolvimento ou recuperação, a SCR pode controlar efectivamente a empresa, e obter uma remuneração substancialmente superior ao que seria garantido pela dimensão da participação social.

Como financiamento empresarial, a melhor forma de definir as vantagens do Capital de Risco passa por estabelecer uma comparação com os meios de financiamento tradicionais.

O financiamento tradicional - geralmente, por recurso à banca - é recuperado sob a forma de capital e remunerado por juros, sendo garantido por bens transaccionáveis, principalmente imóveis, da própria empresa ou dos avalistas. Se os pagamentos do capital falharem, o credor pode accionar diversos mecanismos legais, até à insolvência da empresa e penhora dos bens do avalista.

Diversamente, o Capital de Risco não é garantido.

A Sociedade de Capital de Risco encontra-se na mesma posição do accionista, participando dos sucessos e insucessos da empresa: assume-se como uma verdadeira parceira de negócios, cuja recompensa é retirada dos ganhos decorrentes da alienação da participação ou desinvestimento.

**Recorrer ao Capital de Risco equivale a encontrar um parceiro de negócio, cujos resultados estão integralmente dependentes do sucesso da empresa e dos seus resultados.**

Mas o Capital de Risco não pode, nem deve ser encarado como um lender of last resort ou última salvação de empresas. O objectivo do Capital de Risco é identificar empresas com elevado potencial, mesmo que se encontrem em situação financeira delicada, realizar uma entrada de dinheiro como contrapartida de uma participação minoritária e, pela intervenção directa na gestão da empresa, implementar soluções profissionais, desenvolver estratégias de eficiência na produção e distribuição, marketing e promoção, e assim contribuir para a valorização do negócio.

A análise que o Capital de Risco faz da situação financeira de qualquer empresa é radicalmente diferente da análise de um banco. Por exemplo:

Um banco irá averiguar se a empresa apresenta um debt/equity ratio que lhe permita solver os compromissos financeiros e se dispõe de património ou activos de garantia.

O Capital de Risco, pelo contrário, tenta determinar se a empresa tem potencial de crescimento e valorização, mesmo que não tenha grande capacidade de solvabilidade.

Uma vez que as Sociedades de Capital de Risco têm por objectivo o investimento para valorização, são dotadas de uma estrutura profissional e de uma rede de contactos e parcerias que permite desenvolver as perspectivas dos seus parceiros de negócio:

- Estratégias de marketing
- Desenvolvimento de produto
- Facilidades no recurso à banca tradicional
- Gestão valorizada pelo rigor e desejo de valorização do negócio
- Desenvolvimento integrado de soluções para o negócio, desde a administração da empresa até às suas estratégias de distribuição ou comercialização

Os parceiros do Capital de Risco devem compreender que a entrada de Capital de Risco não é equivalente à tomada de controlo da empresa.

O Capital de Risco não se ocupa da gestão da empresa: apoia a gestão e a inovação, sustentando as acções que possam contribuir para a sua valorização.

Com a rede de contactos criada pela intervenção exclusiva nesta actividade, os investidores de Capital de Risco podem oferecer aos seus parceiros soluções integradas de financiamento, complementando o seu investimento com o recurso à banca tradicional e otimizando os esquemas de benefícios fiscais e apoios públicos ao desenvolvimento empresarial e ao investimento.

As vantagens do Capital de Risco face ao endividamento tradicional:

<b>Capital de Risco</b>	<b>Endividamento</b>
Perspectiva de médio e longo prazo.	Qualquer prazo.
Empenhamento total até ao desinvestimento.	Análise do risco de solvabilidade e exigência de garantias patrimoniais.
Disponibiliza o financiamento com objectivos de crescimento e valorização do negócio.	Salvaguarda do risco. Quanto mais conservadora a situação patrimonial e financeira da empresa, mais o recurso ao crédito fica facilitado.
Pagamento de dividendos e amortização do capital dependente dos resultados da empresa .	Imposição de planos pré-definidos de reembolso e pagamento de juros.
A rentabilidade do Capital de Risco está dependente dos resultados do negócio.	O retorno depende apenas do cumprimento do plano de pagamentos e da manutenção dos activos apresentados em garantia.
Se o negócio for inviável, o Capital de Risco fica na mesma posição de qualquer outro sócio da empresa. Não tem garantias especiais e a sua remuneração está dependente do sucesso da empresa.	As garantias conferem aos financiadores tradicionais uma posição credora privilegiada.
O Capital de Risco tem sempre por objectivo valorizar o negócio. Se algo correr mal, o Capital de Risco irá trabalhar em conjunto com o seu parceiro de negócio para encontrar as melhores soluções.	Se existirem sinais de problemas, os financiadores tradicionais procurarão renegociar a dívida, impondo mais garantias ou precipitando o reembolso, para salvaguardarem a sua posição.
O Capital de Risco é um parceiro da empresa, que partilha os riscos do negócio e que contribui para a sua gestão e valorização.	O seu interesse principal é o cumprimento dos planos de pagamento e reembolso. Poderão prestar assistência à gestão como serviço adicional, mas isso dependerá da entidade financiadora e das relações globais com a empresa.

Tabela 2 - As vantagens do Capital de Risco face ao endividamento tradicional

### **3. Indústria de capital de risco em Portugal**

A primeira regulamentação sobre capital de risco em Portugal surge em 1986, consequência da necessidade de se encontrar formas de financiamento alternativas e complementares ao sistema de crédito bancário, com o aparecimento de novas actividades na área dos serviços e indústrias de ponta, a crescente importância das PME no seio empresarial e a carência de recursos próprios por parte de algumas empresas com um forte potencial de desenvolvimento.

Contudo e como já mencionado, historicamente, o capital de risco esteve quase sempre associado à recuperação de empresas em dificuldade, colmatando as tradicionais dificuldades das PME's, contrariando a filosofia base deste instrumento. Consequentemente, a indústria encontrava-se, e de certa forma, ainda se encontra dominada pelo Estado e pela Banca.

Relativamente à evolução deste tipo de financiamento em Portugal até 1998, é possível distinguir-se um primeiro período de 1986 a 1991 e um segundo período decorrente de 1992 a 1998. É de referir que no primeiro, somente em 1989 é que se registou um acréscimo significativo do número de SCR verificando-se um crescimento de fundos disponíveis de 5 para 27 milhões de contos e que entre os anos de 1991 e 1992 se verificou uma quebra no volume global de fundos afectos à actividade de capital de risco no montante de 7,1 milhões de contos. Desde então, tem-se verificado um abrandamento do ritmo de investimento, embora tenha havido um aumento dos fundos afectos ao Capital de Risco.

Todo este cenário foi consequência dos efeitos de uma conjuntura económica desfavorável sobre a generalidade das SCR, o que induziu à tomada de políticas de desinvestimento implementadas por estas sociedades. Outro factor que contribuiu para esta situação foi todo um conjunto de dificuldades acrescidas em alienar as participações face à "inexistência" em Portugal de um verdadeiro mercado de títulos dirigido para as PME.

O aumento do volume de fundos afectos à actividade de capital de risco deveu-se à possibilidade das SCR gerirem fundos de investimento (FCR e FRIE). Verificou-se, assim, um aumento de 28,2 milhões de contos do total dos fundos disponíveis em 1992 para um total de 77,7 milhões de contos em 1998.

Nos primeiros anos do século XXI, operavam no mercado Português 20 SCR, estando o mercado de capital de risco em Portugal a atrair novos operadores, alheios à banca ou às sociedades públicas, que contudo ainda se mantêm líderes absolutos do mercado nacional, tendo sido constituídas quatro novas sociedades de capital de risco e três fundos desde finais de 2004. Além destas empresas, existem ainda vários *venture capitalists* não organizados em SCR, actuando em nome individual ou através de sociedades de gestão de participações sociais, constituindo verdadeiros *business angels*.

Este aparente dinamismo da indústria estará relacionado com as alterações do enquadramento legal e fiscal, com destaques para a isenção do IRC sobre as mais valias realizadas com a venda das participações e a facilitação do acesso com a simplificação do processo de constituição e de funcionamento das SCR e redução do montante mínimo exigido para a constituição de uma sociedade de capital de risco. Outro factor que parece estar relacionado com este incremento resulta do excesso de liquidez do mercado, bem como da necessidade de diversificação de investimentos.

O investimento total efectuado através de capital de risco foi, em 2005, de 245 milhões de euros, denotando um aumento de quase 100% face ao ano anterior, mas ainda distante dos quase 2 mil milhões de euros investidos em Espanha no mesmo período (sendo que 35 das operações realizadas ultrapassaram os 10 milhões, maioritariamente em MBO's).

Avaliando a distribuição do investimento por sectores de actividade verificamos que é no sector dos Produtos e Serviços Industriais e noutras Indústrias Transformadoras que o volume de investimento dos fundos é mais relevante. Adicionalmente, as áreas privilegiadas de investimento de uma SCR também poderão ser influenciadas pela origem dos fundos, essencialmente das instituições bancárias e dos fundos públicos destinados ao desenvolvimento empresarial, mas com crescente importância dos investidores individuais.

Hoje em dia em Portugal, o montante global sob gestão dos operadores de capital de risco nacionais aumentou 12,4% em 2011, totalizando cerca de 2,6 mil milhões de Euros no final do ano (dos quais 754,8 milhões afectos a sociedades de capital de risco – SCR - e 1.887,6 milhões a fundos de capital de risco – FCR). O aumento do valor sob gestão deveu-se fundamentalmente aos fundos de capital de risco, tendo-se verificado um acréscimo de 280 milhões de Euros sob gestão essencialmente em resultado da entrada em actividade de 20 novos fundos e da realização de capital outrora subscrito em fundos já anteriormente activos. O dinamismo da actividade de capital de risco ao longo dos últimos anos tem estado centrado no aumento dos valores geridos por fundos de capital de risco, uma vez que nas sociedades de capital de risco esse valor se tem mantido relativamente estável.

No entanto, importa referir que como resultado da adopção do sistema de normalização contabilística (SNC)<sup>1</sup>, o valor líquido global dos fundos (VLGF) passou a incorporar apenas a parcela de capital subscrito e já realizado. Deste modo, a evolução verificada nos valores sob gestão nos fundos de capital de risco reflecte também o efeito das realizações de capital ocorridas em 2011.

SCR	Dez.10			Dez.11		
	Nº Invest.	Inst. Total (1)(2)	% Montante sob Gestão	Nº Invest.	Inst. Total (1)(2)	% Montante sob Gestão
Participações	109	571,3	76,8	107	506,8	67,1
Participações cotadas	4	16,8	2,3	5	15,1	2
Participações não cotadas	105	554,4	74,5	102	491,7	65,1
Outros financiamentos	61	25,6	3,4	54	80,7	10,7
Prestações suplementares	19	14,7	2	13	66,8	8,9
Prestações acessórias	5	0,9	0,1	3	1	0,1
Suprimentos	34	10	1,3	38	12,8	1,7
Empréstimos titulados	0	0	0	0	0	0
Empréstimos não titulados	31	0,1	0	0	0	0
Investimentos em UP's de FCR	21	76,4	10,3	33	90,7	12
<b>Sub Total</b>	<b>191</b>	<b>673,3</b>	<b>90,5</b>	<b>194</b>	<b>678,2</b>	<b>89,8</b>
Depósitos e outros meios líquidos		66,2	8,9		74	9,8
Outros ativos afetos a capital de risco		4,3	0,6		2,6	0,3
<b>Sub Total</b>		<b>70,5</b>	<b>9,5</b>		<b>79,6</b>	<b>10,2</b>
<b>Total</b>		<b>743,8</b>	<b>100</b>		<b>754,8</b>	<b>100</b>

Quadro 1 - Valor da Carteira de Investimentos das SCR

Fonte: CMVM.

1) Valores em milhões de euro. (2) De acordo com a valorização de cada ativo reportada no Anexo I do Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

<sup>1</sup> O SNC foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de Julho e passou a ser aplicado a partir de 1 de Janeiro de 2010.

O aumento do número de fundos deve-se fundamentalmente ao contributo dos Programas Operacionais Regionais de Lisboa e do Algarve e ao Sistema de Apoio ao Financiamento e Partilha de Risco da Inovação (SAFPRI64)<sup>2</sup> inseridos no Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN), que subscreveram capital em 17 dos 20 fundos constituídos em 2011.

Estes programas de apoio surgem como um mecanismo complementar de financiamento e de partilha de risco da inovação, num quadro em que a envolvente financeira potencia o desenvolvimento das estratégias de inovação, crescimento e internacionalização das empresas, em particular as mais novas e de menor dimensão.

Neste contexto, o aumento do valor sob gestão dos operadores de capital de risco deveu-se principalmente a duas SCR: a ECS – SCR, SA (aumento do valor sob gestão de 296 milhões de Euros) e a Espírito Santo Ventures – SCR, SA (aumento dos ativos geridos afetos a capital de risco de 40 milhões de Euros). Contudo, este aumento dos valores sob gestão provocou uma diminuição do peso das participações em capital na carteira global dos FCR (que já era inferior a 50% em 2010).

Atendendo ao facto da atividade de capital de risco ser geralmente perspetivada como uma intervenção nas empresas via aquisição de participações em capital, a estrutura específica do mercado português de capital de risco é merecedora de particular preocupação.

2 O SAFPRI é concretizado utilizando como veículo preferencial o Fundo de Apoio ao Financiamento à Inovação (FINOVA), o qual participa, entre outros, no capital de Fundos de Capital de Risco. Os instrumentos de financiamento das empresas foram selecionados, no caso dos FCR, através dos seguintes concursos:

- a. n.º 01/SAFPRI/2009 – Constituição ou reforço de Fundos de Capital de Risco destinados à Inovação ou Internacionalização de PME;
- b. n.º 02/SAFPRI/2009 – Constituição ou reforço de Fundos de Capital de Risco de *Corporate Venture Capital*;
- c. n.º 03/SAFPRI/2009 – Constituição ou reforço de Fundos de Capital de Risco destinados ao apoio a projetos de *Early Stages*; e
- d. n.º 04/SAFPRI/2009 – Constituição ou reforço de Fundos de Capital de Risco destinados ao apoio a projetos de *Pré-Seed*.

SCR	Dez.10				Dez.11			
	Nº Invest.	Valor (1) (2)	% VLG	% Investimento	Nº Invest.	Valor (1) (2)	% VLG	% Investimento
Participações	497	798,3	49,7	56,2	531	726,2	38,5	45
Participações cotadas	4	35,5	2,2	2,5	5	33,6	1,8	2,1
Participações não cotadas	493	762,8	47,4	53,7	526	692,6	36,7	43
Outros financiamentos	325	616,5	38,3	43,4	382	872	46,2	54,1
Prestações suplementares	45	39,2	2,4	2,8	56	35,4	1,9	2,2
Prestações acessórias	48	56,6	3,5	4	55	80,4	4,3	5
Suprimentos	212	452	28,1	31,8	232	608,7	32,2	37,8
Empréstimos titulados	3	7,4	0,5	0,5	1	7,6	0,4	0,5
Empréstimos não titulados	17	61,2	3,8	4,3	38	139,9	7,4	8,7
Investimentos em UP's de FCR	4	6,8	0,4	0,5	11	14,2	0,8	0,9
<b>Sub Total</b>	<b>826</b>	<b>1421,6</b>	<b>88,4</b>	<b>100</b>	<b>924</b>	<b>1612,2</b>	<b>85,4</b>	<b>100</b>
Depósitos e outros meios líquidos		173,8	10,8			176,8	9,4	
Outros ativos afetos a capital de risco		15,7	1			98,6	5,2	
<b>Sub Total</b>		<b>189,4</b>	<b>11,8</b>			<b>275,5</b>	<b>14,6</b>	
Outros		-3,3	-0,2			0	0	
<b>Total</b>		<b>1607,7</b>	<b>100</b>			<b>1887,6</b>	<b>100</b>	

Quadro 2 - Valor da Carteira de Investimentos dos FCR

Fonte: CMVM. Notas: (1) Valores em milhões de euro. (2) De acordo com a valorização de cada activo reportada no Anexo I do Regulamento da CMVM n.º 1/2008.

No que diz respeito às fases de investimento privilegiadas pelos investidores em capital de risco, não se registou uma alteração significativa da estrutura dos investimentos, mantendo-se as fases de expansão e de capital de substituição como as mais relevantes. Contudo, deve ser dado destaque às operações de *turnaround*, ou seja, de reorientação estratégica ou recuperação das empresas, atentas as alterações estruturais na economia. Esta fase de entrada do capital de risco registou um aumento dos valores investidos de 224,5 milhões de Euros. Com menos relevo dado o seu valor, mas ainda assim importante dadas as restrições e o agravamento das condições de acesso ao crédito bancário pelas empresas nacionais, o capital de risco teve intervenção nas operações de refinanciamento de dívida bancária (mais 21,2 milhões de Euros do que em 2010). Ao invés, continuou a assistir-se a um reduzido investimento no segmento da incubação de novas ideias empresariais (*seed capital*).

	Dez-10		Dez-11	
	Investimento (1)	N.º Participações	Investimento (1)	N.º Participações
Seed Capital	17,4	29	11,2	31
Start-Up	263	384	270,6	389
Early-Stage	61,6	72	55,5	83
Expansão	833,2	250	805,4	275
Capital de substituição	299,3	57	233,2	52
Turnaround	175,4	63	399,8	100
Refinanciamento da dívida bancária	48,2	20	69,5	34
Management-buy-out	206,1	73	204,8	79
Management-buy-in	67,5	12	55,1	11
Outros	123,3	57	185,4	72
<b>Total</b>	<b>2094,8</b>	<b>1017</b>	<b>2290,4</b>	<b>1126</b>

Quadro 3 - Valor da Carteira de Investimento dos FCR e das SCR por Fase de Investimento

Fonte: CMVM. (1) Valores em milhões de euro.

Registam-se algumas alterações nos sectores de actividade que o capital de risco tem privilegiado. As actividades financeiras continuaram a desempenhar um papel fulcral nos investimentos (cerca de 25,5% do valor total das participações). A indústria transformadora aumentou de relevo enquanto sector objecto de investimento e passou a representar 18,7% do valor total das participações. Por fim, o sector relacionado com tecnologias vocacionadas para áreas do ambiente (captação, tratamento e distribuição de água, saneamento e gestão de resíduos e despoluição), que representou 14,3% dos investimentos do capital de risco. No entanto, a quase totalidade dos investimentos neste sector foi efectuada por uma sociedade de capital de risco de grande dimensão que investe exclusivamente em participações de empresas estrangeiras.

#### **4. Implicações do investimento por capital de risco na *Corporate Governance* das participadas**

Como já referido, o investimento de capital de risco assume como mais-valia a intervenção da gestão das empresas participadas, o que levanta questões ao nível da *Corporate Governance* exaustivamente analisados por diversos autores. Nesse âmbito, iremos abordar dois temas que parecem particularmente pertinentes nesse âmbito, os custos da agência e a assimetria de informação, de forma a melhor compreendermos a relação entre promotores e investidores no entorno do capital de risco:

##### **4.1. Custos de Agência**

A teoria da agência possui um âmbito muito alargado de aplicação, podendo ser observado nos mais variados tipos de organização, tendo muito já sido escrito sobre esta temática e potenciais impactos. Efectivamente, basta que se verifique uma separação entre a propriedade e o controlo de uma organização para que se registem problemas de agência.

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como “ *a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decisions making authority to the agent.*”

Estes autores assumem ainda que se ambos os intervenientes desta relação se regerem pelo princípio da maximização da utilidade, os seus interesses não serão sempre coincidentes, existindo fortes razões para acreditar que nem sempre o agente agirá no melhor interesse do promotor. Consequentemente, existem problemas nas relações de agências devido ao facto de uma das partes, o agente, possuir poder discricionário e de decisão, não observável, que poderá afectar a riqueza do principal.

Assim sendo, na actividade de capital de risco o problema de agência coloca-se com particular relevância nas seguintes relações:

- entre os investidores de capital de risco e o VC, actuando esta como agente dos primeiros (Sahlman, 1990; Norton, 2005; Bartlett, 2006);
- na relação entre o VC e a sua participada, sendo esta o agente, mais concretamente os gestores/ promotores, e o VC o principal.

Relativamente à primeira situação, identificamos a situação normal de agência no ambiente empresarial, sendo o VC um normal veículo de investimento, que poderá ser gerido por colaboradores que não os investidores. Neste caso surge o conflito de interesses anteriormente referido, que normalmente é estruturado por um enquadramento contratual de protecção dos principais.

Na segunda situação, sendo também evidente os potenciais problemas de agência, verificamos uma alteração substancial da natureza das relações, resultante primeiramente da normal pretensão das SCR acompanhar activamente a gestão da sua participada, não só apoiando os gestores nas suas tarefas, mas também exercendo uma acção fiscalizadora da aplicação do seu investimento.

Nesse contexto as SCR terão que considerar nas suas relações pelo menos dois tipos de condicionalismos principais:

- *adverse selection* que se consubstancia na dificuldade do principal, o VC, em tomar decisões correctas com base em informação fornecida pelo agente, que a poderá manipular em seu favor;
- *moral hazard* que se manifesta na possibilidade dos promotores não se empenharem no sucesso do projecto, assumir demasiados riscos ou consumir recursos em benefício próprio em consequência das dificuldades, ou mesmo impossibilidade, do principal observar directamente as acções do agente;

Estes fenómenos ocorrem em fases distintas, uma vez que a *adverse selection* ocorre antes da concretização da relação de agência, ou seja antes da tomada de decisão de investimento, enquanto que o *moral hazard* verifica-se após a concretização do investimento. Na indústria de capital de risco podemos ainda verificar *adverse selection* após o investimento, uma vez que a tomada de decisão de saída poderá também estar dependente de informações dos agentes.

Reconhecendo-se aqueles efeitos, e assumindo-se que o gestor/ promotor, enquanto agente do VC, não agirá sempre no seu melhor interesse, impelirá o principal a descontar o valor da empresa, ainda numa fase de decisão de investimento, ou poderá despende recursos na monitorização do agente. Por outro lado, o principal poderá tentar evitar estes custos oferecendo compensações variáveis com base no desempenho do agente (*bonding costs*), referidos por Jensen e Mackling (1976) da seguinte forma “*In addition in some situations it will pay to the agent to expend resources to guarantee that will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions.*”. Para mais alguma perda residual de valor é inevitável, implicando a redução da riqueza do principal devido ao facto de não ser possível eliminar por completo as diferenças que separam o agente e o principal apesar dos custos referidos anteriormente.

O somatório de todos estes custos constitui a totalidade dos custos de agência.

Em suma, a teoria de agência tradicional prevê dois mecanismos de redução dos problemas de agência, a política de incentivos e o controlo e monitorização. A implementação de uma política de incentivos tem demonstrado ser bastante eficaz, aproximando as funções de utilidade do agente e do principal. Este tipo de medidas consiste em fazer depender parte ou a totalidade da compensação dos gestores da empresa da sua prestação relativamente aos objectivos definidos. Quanto melhor a sua performance enquanto gestor maior será o nível de benefícios que auferirá, o que potenciará a melhoria do seu desempenho em função das exigências do accionista, ou na situação em apreço, do VC.

Como mencionado, este tipo de política de incentivos não é exclusiva das empresas de capital de risco, sendo aplicada na generalidade de empresas, minimizando assim o desvio de recursos das empresas pelos seus trabalhadores, recursos estes que podem ser tanto materiais, como somente de tempo. A especificidade das empresas de capital de risco reside no facto de frequentemente os gestores serem também accionistas, geralmente com uma participação superior à do VC, originando o que Bartlett (2006) identifica como problemas de agência horizontais, verificados entre os vários accionistas da sociedade. Neste casos, a política de incentivos poderá passar por uma

estratégia de investimentos faseado, condicionado a diversos critérios definidos pelo VC, como referem Gompers e Lerner (1998).

De referir que existem diversas referências na literatura disponível às vantagens comparativas do capital de risco comparativamente a outros intermediários financeiros, como por exemplo bancos ou accionistas, para lidar com os problemas de agência. Cumming (2001) considera que os VC desenvolveram capacidades de selecção e monitorização, evitando o financiamento em projectos de baixa qualidade e assim reduzir o custo de agência. Nesse âmbito, Jeng e Wells (2000) afirmam que as SCR diminuem os problemas de agência assumindo um papel de *active investor*, ou seja assumindo um papel activo na gestão da empresa.

Efectivamente, compreender a forma como os investidores em capital de risco gerem a diversidade de problemas de agência que enfrentam e conseqüentemente tentam reduzir os custos de agência tem sido um dos principais objectivos dos trabalhos académicos desenvolvidos no âmbito do capital de risco. A literatura é extensa, abrangendo desde a descrição pormenorizada de contractos de capital de risco ou modelos teóricos de contractos óptimos até análises empíricas dos resultados dos contractos de capital de risco. Apesar de se verificarem divergências relativamente ao que é considerado óptimo como forma de minimização dos custos de agência, existe um consenso geral que os VC são eficientes em o fazer, recorrendo em termos genéricos a cinco principais medidas: *staged investment*, *equity based compensation*, *convertible preferred stock*, *control and monitoring rights* e *syndicate investments*.

Recorrendo à teoria de agência tradicional, podemos afirmar que as três primeiras medidas se enquadram no conceito de política de incentivos, o controlo e monitorização mantêm-se, constatando-se que o *staged investment* acumula um papel de incentivo de monitorização.

Adiciona-se um novo conceito, o *syndicate investments*, que mais não é que a redução de risco pela sua partilha.

Com o *staged investment*, ou investimento faseado, o VC, tipicamente, faseará o investimento numa empresa ao longo de um período, observando a evolução da mesma face às projecções iniciais. Fasear o investimento permitirá ao VC reduzir o seu risco de investimento num projecto de sucesso incerto e gerido por uma equipa que lhe é estranha. Se o negócio ou os gestores desiludem, o VC poderá interromper o investimento, reduzindo assim as suas perdas. Esta medida também proporciona a possibilidade de monitorização na fase anterior à concretização do investimento, já que os gestores conhecem e compreendem as consequências de exagerar nas previsões enquanto negociam com o VC. Potencialmente, esta medida poderá ainda inibir a procura de capital de risco por gestores mais fracos. Após a concretização do investimento, o investimento faseado funciona como um forte incentivo para os gestores atingirem os objectivos definidos de forma a manterem o financiamento previsto. Obviamente que existirá sempre a possibilidade dos gestores procurarem alternativas de financiamento externas, mas o sinal dado pela recusa de investimento de um accionista constitui um sinal negativo para potenciais investidores e mesmo a banca, limitando esta possibilidade. Adicionalmente, é muito provável que esteja previsto o direito de veto por parte dos accionistas actuais no que respeita a emissão de dívida ou *equity*.

Os métodos mais comuns de implementação do *staged investment* são o *milestone financing*, em que o VC assume antecipadamente o compromisso de efectuar financiamentos futuros contingentes ao cumprimento de certos critérios (*milestones*), existindo uma ligação contratual vinculando ambas as partes, e o *round investment*, em que a empresa não possui um compromisso explícito, necessitando de recorrer ao mercado de capital de risco para injeções adicionais de capital, onde presumivelmente conseguirá obter financiamento se demonstrar a existência de progresso do projecto. Talmor e Cuny (2005) constatam que a solução mais adequada encontra-se dependente da importância do papel do promotor do projecto, através da gestão diária da empresa, e do *venture capitalist*, com uma intervenção ao nível estratégico, para o sucesso da empresa, sendo o *milestone investment* mais eficiente quando a importância do VC é superior à do promotor, mas também é preferível se a importância do promotor é maior para a empresa e a tecnologia do projecto é emergente. Por outro lado, se a importância do promotor é superior à do VC e o sucesso tecnológico depende de economia de escala, o *round investment* parece ser a melhor opção.

A *equity-based compensation* é uma forma que poderá assumir a política de incentivos, implicando normalmente que os gestores auferam um relativamente reduzido salário, complementado por *stock-options*. Em países como Portugal, onde o mercado bolsista é diminuto e constituído basicamente de grandes empresas, a compensação poderá passar por prémios em função de determinados objectivos, que poderão ser partes do capital. Esta medida amarra a remuneração dos gestores à performance global da empresa, minimizando o risco dos gestores não cumprirem com as suas responsabilidades ou prosseguirem objectivos pessoais contrários ao da empresa.

O investidor em capital de risco poderá ainda diminuir o seu nível de risco com os gestores negociando direitos de controlo e monitorização (*control and monitoring rights*) desproporcionais á sua participação nos capitais da empresa. Kaplan e Stromberg (2001), verificaram, analisando 213 investimentos de capitais de risco que os VC obtiveram lugar no Conselho de Administração em 40% dos casos, assumindo controlo em cerca de 25% das vezes. Adicionalmente, por norma são considerados direitos de veto relativamente a decisões empresariais relevantes, tais como emissão de dívida, venda de activos, fusões ou aquisições e mudanças na estrutura de controlo. Desta forma, o VC possui uma influência considerável sobre o desenvolvimento da actividade da empresa.

O investimento de um VC é frequentemente efectuado através da aquisição de acções de *convertible preferred stock*, que dão direitos económicos preferenciais aos seus detentores, tais como preferência em caso de liquidação ou venda, dividendos preferenciais e protecção anti-diluição do capital, e são conversíveis em acções ordinárias por opção do seu detentor.

Este instrumento financeiro permite, na fase pré-investimento, desencorajar propostas de promotores menos válidos, assumindo após o investimento um papel de incentivo aos gestores de cumprimento do plano de negócios, uma vez que o não cumprimento das expectativas iniciais implica um aumento do risco dos promotores, por redução do valor das suas acções ordinárias, sendo compensados ao se excederem as previsões.

Por último, a *syndication of investments* é basicamente uma forma de partilha de risco de agência entre diversos investidores de capital de risco, podendo ocorrer na fase inicial do investimento ou nas posteriores fases de necessidade de incremento de

investimento, com a entrada de um novo VC. Os investimentos sindicados, podem pois, assumir um papel de mitigar os custos de agência, bem como, da assimetria de informação, promovendo uma validação da qualidade do investimento por outros VC e possibilitando a melhoria das condições contratuais por intervenção de um novo parceiro.

Para além, dos problemas de agência, referidos, constituindo a abordagem académica tradicional, resultantes da tendência que os promotores têm em sonegar informação ao VC, Barry (1994) identifica, igualmente, a possibilidade do VC aconselhar menos bem a sua participada, se daí, poder retirar vantagens. Tal, poderá ocorrer, designadamente, se o VC pretender desinvestir antecipadamente ao previsto, mesmo que a actividade da sua participada seja viável, por considerar possuir melhores alternativas ou pretender diversificar a sua carteira. Neste caso, as posições invertem-se, tendo os promotores que controlar as acções do VC para que os seus interesses não sejam postos em causa.

Concluindo, as relações existentes na actividade de capital de risco são muito diversas, implicando o controlo das questões identificadas, e conseqüentemente a assunção de um custo. Idealmente, todas as partes envolvidas deveriam colaborar em sintonia, empenhando esforços no sentido do mesmo objectivo comum, mas na maioria dos casos tal não sucede, implicando que os custos de agência sejam essenciais para evitar desvios significativos face às previsões iniciais.

#### **4.2. Assimetria de informação**

Intimamente relacionada com a teoria da agência surge o conceito de assimetria de informação, resultante do facto dos conhecimentos não estarem disponíveis de forma equivalente a todos os intervenientes no mercado. Apesar deste efeito ser muitas vezes ignorado na teoria económica, assumindo-se que a informação é igual para todos, vários estudos têm sido desenvolvidos sobre esta temática. Chia (1995) descreve este fenómeno como “...an information asymmetry state arises when one party has more information than another party about a situation. The greater the difference in the level of information, the greater is the level of information asymmetry.”

Este conceito, surge subjacente a toda a teoria da agência, uma vez que o agente possui informações que o principal não domina, possibilitando-lhe agir de acordo com os seus próprios interesses, que poderão ser divergentes dos do principal. Como forma de limitação do risco de perda de riqueza, o principal possui os diversos instrumentos abordados no ponto anterior, que constarão do contrato de formalização da relação de agência, contudo, existirão sempre custos residuais de agência, por não se conseguir eliminar completamente os possíveis desvios do agente. Williamson (1983) refere que os contratos serão sempre incompletos pois por muitas cláusulas que tenham nunca conseguirão prever todas as possibilidades.

A assimetria de informação é obviamente uma questão pertinente para a indústria de capital de risco, com repercussões na fase de selecção de projectos a analisar até ao acompanhamento da gestão, passado pelo processo de tomada de decisão propriamente dito.

Com efeito, os VC dispõem de várias propostas para analisar, sendo a sua pré-selecção resultante de informação que poderá não estar partilhada por todos os *players* do sector, ou seja as outros VC, para além de que, constata-se que, por diversas vezes são os VC que procuram activamente oportunidades de investimento, como referem Fried e Hisrich (1994), sendo as empresas mais bem informadas as que apresentam maior probabilidade de sucesso.

No processo decisório, a assimetria de informação é caracterizada normalmente por um exagero das previsões financeiras por parte dos promotores, que implica o desvalorizar dessas previsões pelos VC, apesar de desconhecer a qualidade das mesmas. Ou seja, ambos os intervenientes assumem-se pressupostos face à expectativa que têm relativamente ao outro, o que possibilita a recusa de projectos viáveis ou aceitação de projectos desastrosos.

Complementarmente, os promotores poderão destacar os aspectos mais positivos dos seus projectos, dissimulando os potenciais obstáculos e pontos fracos, o que implicará a necessidade do VC obter informação adicional, que permita colmatar as suas deficiências relativamente à análise da proposta. Nestes casos, existe uma clara assimetria de informação, originando um grande grau de incerteza atendendo à

existência de informações desiguais sobre o mesmo tema, dificultando grandemente a identificação real da qualidade do projecto.

Estamos perante um caso típico de *adverse selection*, em que devido a falta de elementos credíveis existe uma elevada dificuldade em escolher as melhores propostas. A teoria da sinalização aporta um novo e relevante elemento para esta temática, uma vez que a intenção do promotor em investir no projecto pode servir como um sinal claro das suas potencialidades, permitindo aos investidores suprir as suas carências de informação. Nos investimentos com recurso ao capital de risco, a sinalização verifica-se sempre, uma vez que os promotores, em maior ou menor escala, participam no investimento efectuado, contribuindo, como prevê a teoria da sinalização, para fazer face ao risco acrescido existente em situações de informação assimétrica.

A teoria da sinalização clarifica contudo que estes sinais para serem eficientes não poderão ser dúbios e constituir custo significativo que impeça a falsa sinalização. A questão da percepção dos intervenientes numa relação de negócios dos sinais por ambos emitidos é, igualmente, de extrema importância, condicionando a relação entre os agentes económicos, sendo por esse motivo de importância fundamental a clareza e veracidade dos mesmos. No entorno do capital de risco, a confiança entre os intervenientes é essencial quer para a decisão de investimento, quer para a vida do projecto, uma vez que os VC assumem um papel activo na gestão da empresa.

Por outro lado, o investimento de um VC em determinado projecto fornece ao mercado um sinal da viabilidade da empresa, podendo aportar ganhos para o projecto, através da melhoria das relações com colaboradores, clientes, fornecedores e banca. Principalmente, no que respeita a projectos de *seed capital* e *start-up's*, onde o nível de risco associado à incerteza do futuro da empresa é partilhado por todos estes agentes, a participação de um VC poderá transmitir um sinal de confiança.

Muita literatura existe também no que respeita á forma como o mercado valoriza a participação de capital de risco num investimento, sendo bastante generalizada a opinião que estas exercem uma influência positiva na sua participada. Com efeito, a reputação de uma criteriosa selecção de investimentos e, principalmente, o valor acrescentando

que aporta para a empresa através da intervenção na gestão (Gorman and Sahlman, 1989; Lerner, 1994), possibilita a reputação favorável deste instrumento financeiro.

A credibilidade de um projecto, atendendo às assimetrias de informação, passa igualmente por atribuir iguais direitos de consulta da informação financeira da empresa por parte de todos os sócios, de forma a existir um igual nível de conhecimento por todos. A informação financeira disponibilizada só assume relevância se existir um sistema de contabilidade, quer fiscal, quer de gestão, devidamente estruturado, permitindo uma actividade de controlo eficaz e em tempo útil.

## **5. Investimento**

### **5.1 Determinantes para o recurso ao capital de risco**

A indústria de capital de risco tem vindo a desenvolver-se fortemente a nível mundial, existindo crescente disponibilidade de fundos ao dispor de promotores. Nesse âmbito, diversos estudos foram efectuados com o objectivo de compreender a motivação do recurso a este tipo de instrumento, bem como a disparidade do seu desenvolvimento entre vários países.

Tradicionalmente, a literatura sobre o capital de risco centrava-se quase exclusivamente no lado na oferta, ignorando em certa medida, as motivações da procura. Mas mais recentemente, possivelmente por existirem evidências de excesso de fundos para investir, surgiram estudos como a análise empírica de Black e Gilson (1999) do impacto do nível de desenvolvimento dos mercados de capitais e nível de IPO existente para a importância da indústria de capital de risco ou o de Jeng e Wells (1998), abordando um número mais alargado de factores, em 15 países com características distintas.

Parece ser evidente que a existência de um mercado de capitais activo e dinâmico tem bastante relevância, para tanto, a fase de investimento, como de desinvestimento, constituindo um factor condicionante, ou pelo menos facilitador, de uma indústria de capital de risco desenvolvida. Gilson e Black (2000) postularam isso mesmo, uma vez que as IPO proporcionam uma saída que constitui a forma mais rentável de desinvestimento

por parte de um VC. De acordo com estes autores, para além de uma IPO constituir uma forma célere e rentável de saída, constituem para o VC uma espécie de *call option* sobre o controlo futuro da empresa, fornecendo ainda a possibilidade de constituir como instrumento de incentivo para os promotores.

Complementarmente, Becker e Hellmann (2003), baseando-se na experiência alemã do *Neuer Markt*, concluem que o acesso a um mercado accionista activo, apesar de constituir uma condição necessária, não se revela como garante do desenvolvimento da indústria de capital de risco, sendo fundamental a criação de uma envolvente que possibilite a conversão de gestores em empresários. Sobre a experiência alemã, de referir porém que o *Neuer Markt*, entretanto absorvido após uma quebra de cerca de 96% do seu valor entre 2000 e 2003, à semelhança de idêntica experiência em França, poderá não ter constituído um exemplo efectivo de mercado dinâmico. Apesar de um início florescente, ligado ao *boom* das empresas tecnológicas e da euforia registada na década de 80, rapidamente se verificou uma marginalização deste mercado, com reflexos na sua liquidez e performance, e consequentemente na sua atractividade quer para investidores, quer para empresários, conduzindo à sua extinção. Com efeito, a Alemanha, e a generalidade dos países *bankoriented* regista o que Gilson e Black (2000) apelidaram de um *chicken and egg problem*, já que a indústria de capital de risco necessita de um mercado de capitais activo, mas um mercado de capitais necessita de *entrepreneurs*, que por sua vez necessitam de uma indústria de capital de risco. Por seu turno, o sector bancário, apesar do relevante papel de financiador e investidor nestes países, assumem uma postura mais conservadora perante o risco, inibindo o empreendedorismo.

O estudo de Jeng e Wells (1998), efectuando uma análise mais alargada, incluindo Portugal, identifica como possíveis determinantes na evolução do mercado de capital de risco IPO, crescimento económico, capitalização bolsista, nível de flexibilidade do mercado de trabalho, normas de reporte financeiro, fundos de pensões e programas governamentais, concluindo igualmente que os IPO constituem o principal determinante de desenvolvimento do mercado de capital de risco. Verificam igualmente que o nível de fundos de pensões privados assume uma importância significativa, contudo não sendo transversal a todos os países analisados.

Constata-se igualmente a existência de impactos diferenciados consoante a fase de investimento. A rigidez do mercado de trabalho afecta negativamente o desenvolvimento de projectos em fases mais embrionárias (*seed* e *start-up*), enquanto que esse impacto não é relevante para projectos mais maduros (expansão). Os IPO não têm impacto em investimentos em fases iniciais, nem em VC de origem governamental, mas são fundamentais para projectos de fases mais tardias de investimento de capital de risco privado. Quanto aos programas de incentivo governamental, o estudo evidencia que estes servem de catalisador para a iniciativa privada, sendo que a sua existência ocorre em mercados onde o capital de risco tem menos condições para se desenvolver.

Aprofundando a abordagem encetada sobre a rigidez do mercado de trabalho verificamos que esta variável constitui uma barreira ao desenvolvimento da indústria de capital de risco em países como o Japão e a Alemanha (Sahlman, 1990), devido a aspectos culturais (no Japão, sair de um emprego é encarado como deslealdade para a empresa, colegas e sociedade), mas também devido a dificuldades de obtenção de um novo emprego em caso de insucesso. Por seu turno, Jeng e Wells (1998) não reconhecem uma relação significativa entre a rigidez do mercado de trabalho na totalidade dos investimentos através de capital de risco, identificando todavia disparidades atendendo à fase do ciclo de vida. Com efeito, confirmam a existência de uma importante barreira para o *seed-capital* e *start-up* por dois motivos:

- risco implícito de criação de novos projectos, com a maior probabilidade dos promotores e empregados serem forçados a encontrar novo trabalho, o que se advinha difícil num mercado laboral rígido;
- elevada incerteza relativamente aos fluxos financeiros de um projecto em fase inicial, sendo valorizada pelos promotores a gestão flexível dos recursos humanos.

Contudo, não identificaram influência significativa desta variável em fases mais avançadas da vida dos projectos.

A dimensão e crescimento do mercado de fundos de pensões, apesar de aparentemente relevantes para o desenvolvimento da indústria de capital de risco, não o são de forma

transversal a todos os países, consequência do ambiente regulatório de cada país.

As evidências também demonstram que programas governamentais poderão apoiar a indústria a desenvolver-se, por duas vertentes a regulamentação e a intervenção directa. A criação de um enquadramento legal potencia o crescimento do mercado, tal como sucedeu em Portugal, em 1986, com a criação do estatuto das SCR, com vantagens fiscais relevantes (verificando-se um crescimento de 38 vezes o mercado). Adicionalmente, existem igualmente evidências que a iniciativa privada também beneficiou da influência directa do governo Português, que no final da década de 80 dominava praticamente a indústria, tendo gradualmente sido substituído por outros investidores, principalmente a banca. Todavia, é de referir, que este factor, considerado individualmente é insuficiente para garantir o desenvolvimento do capital de risco, servindo mais como um catalisador da iniciativa privada.

Como conclusão, também interessante, estes autores constataam que quer as taxas de crescimento económico, quer a evolução da capitalização bolsista, apesar de potenciadoras de investimento, não são estatisticamente determinantes para a performance da indústria de capital de risco.

## **5.2 Avaliação/ processo de tomada de decisão**

A decisão de investimento é sempre difícil, com elevados riscos associados ao grau de incerteza. Perante várias possibilidades de investimento os VC terão que efectuar opções, pretendendo-se que esta seja a mais adequada para as partes envolvidas (promotores e VC).

Após a concretização do investimento, este torna-se ilíquido sendo dependente de um pequeno grupo de promotores/ gestores, colocando-se o já referido problema de assimetria de informação e custo de agência. Nesse sentido, é crucial que a decisão seja efectuada da forma mais acertada possível.

Assim sendo, a fase de recolha de informação e avaliação de vários projectos deverá ser fulcral para os VC, porém as opiniões divergem quanto ao sucesso dos VC nas decisões de alocação de recurso. Enquanto Sahlman (1990) defende que a presença de VC potencia a eficiência do investimento, Amit, Glosten e Muller (1990, p. 110) são mais cépticos, afirmando que: *“Under the current institutional structure of venture capital, the most promising entrepreneurs will not seek venture capital financing, and are likely to make slower progress in the development and commercialization of emerging technologies. Further, those entrepreneurs that are backed by venture capitalists are less likely to succeed in developing their ventures because of their relatively low ability.”*

### **5.3 Pré-Seleção**

É genericamente aceite que o processo de tomada de decisão no Capital de Risco tem sempre uma fase inicial de pré-selecção, seguida da recolha de informação, avaliação e selecção e, por fim, elaboração do contrato, tal como definido por Ettinger (1995), baseado num estudo efectuado na Europa ou, por outras palavras, por Fried e Hisrich (1994), através de um estudo da realidade dos Estados Unidos. Estes autores verificaram que geralmente o processo de decisão é antecipado por uma fase de prospecção, que encerra o duplo objectivo de dar a conhecer o VC e a possibilidade de antecipar oportunidades de investimento. Em vez de assumirem um papel passivo, esperando ser contactados por promotores, tomam a iniciativa de encetar contactos. Num mercado de capital de risco desenvolvido, como o norte americano, esta postura é fulcral para obter vantagens competitivas, reduzindo o risco de aceder somente a projectos de menor qualidade, já recusados por outros VC.

A segunda fase da pré-selecção é constituída por duas filtragens, a específica, que consiste na exclusão de propostas que não se enquadrem no padrão de investimento da sociedade, designadamente no que respeita á localização ou ao sector de actividade, e a geral. A filtragem geral é mais vasta, consistindo na revisão e análise da proposta com base em critérios genéricos, resultado da experiência relevante do VC.

Após a pré-selecção, são identificadas um consideravelmente elevado número de propostas, que transitam para a fase de avaliação, implicando a recolha de diversa informação considerada relevante para a tomada de decisão.

#### 5.4 Avaliação - recolha de informação

Antes do processo de avaliação de uma proposta, é fundamental efectuar uma recolha aprofundada de informação pertinente, já que, como referem Amit, Glosten e Muller (1993), as informações prestadas pelas empresas são simplesmente preditores parciais, podendo ser transmitidas de forma enviesada.

Atendendo a esta situação, as SCR deverão tentar reduzir o risco inerente à tomada de decisão baseada em informação insuficiente através da recolha autónoma de dados, para confronto com o plano de negócios apresentado pelos promotores.

Nesse sentido, vai, o já mencionado estudo de Fried e Hisrich (1994), comparando a importância da informação recolhida através da empresa e de fontes externas. A questão colocada aos VC foi “*Prior to funding an investment as lead investor, how often do you engage in the following activities?*”, tendo-se obtido o seguinte resultado:

ACTIVIDADE	%
Entrevista gestores do projecto/ empresa	100%
Visita às instalações da empresa	100%
Contactar anteriores sócios do promotor do projecto	96%
Contactar investidores externos	96%
Contactar clientes actuais	93%
Contactar clientes potenciais	90%
Investigar valor de mercado de empresas comparáveis	86%
Promover revisão das estimativas financeiras do projecto	84%
Contactar especialistas do produto	84%
Contactar concorrentes	71%
Contactar bancos	62%
Solicitar a opinião dos gestores de outras participadas	56%
Contactar fornecedores	53%
Solicitar a opinião de outras SCR	52%

Contactar contabilista	47%
Contactar advogados	44%
Conduzir pesquisa aprofundada	40%
Obter estudo técnico sobre o produto	36%
Obter estudo de mercado	31%

Tabela 3 – Recolha de informação no processo de decisão de investimento atividade %  
 Fonte: *Towards a Model Of Venture Capital – Investment Decision Making*, Fried e Hisrich (1994)

Constata-se, que a primeira fase da recolha de informação, parte integrante do processo de tomada de decisão, inicia-se com uma reunião com os promotores. Durante a avaliação do projecto, serão realizadas diversas reuniões com a gestão de topo da empresa, com o objectivo de aumentar o conhecimento do negócio, mas também aferir o conhecimento dos gestores da indústria, da proposta e dos potenciais problemas. Neste aspecto, este tipo de instrumento financeiro difere muito dos tradicionais, existindo um maior envolvimento entre promotores e VC, possibilitando após investimento uma interacção mais fluída.

Para além dos contactos directos, outra forma de recolha de informação que assume bastante relevância é a de obtenção de referências através de diversas fontes (banca, antigos sócios, especialistas da indústria, etc.), perdendo importância caso o VC já conheça os promotores.

A fase do ciclo de vida da empresa também influí na forma de recolha de informação, sendo que os investimentos em fases mais tardias de um projecto analisados com maior incidência em informação quantitativa (demonstrações financeiras históricas e projecções), mas também através de contactos com os contabilistas e banca. Por outro lado, estudos técnicos são usados com mais frequência em investimentos em fases iniciais, uma vez que nem sempre existe informação disponível suficiente, contrariamente ao que sucede com fases mais avançadas, podendo ter uma percepção do mercado e produto pelos contactos encetados.

De acordo com este trabalho, os estudos de mercado não assumem grande relevância, uma vez que normalmente os planos de negócio já contêm bastante informação, mas também, por na generalidade dos casos o mercado ainda não se encontrar desenvolvido, obtendo-se mais informação através de contactos com clientes.

Tanto clientes actuais, como potenciais, são contactados na generalidade dos casos, independentemente da fase do ciclo de vida do projecto, sendo esta uma forma de compreender as motivações destes e conseqüentemente, o impacto no grau de risco do projecto.

Com base nesta informação recolhida, de diversa origem, promove-se uma aferição sumária do plano de negócios, tomando-se a decisão de prosseguir com o processo para uma fase de avaliação mais profunda ou recusa.

### **5.5 Avaliação – identificação de critérios de avaliação**

Após a fase anterior de recolha de informação decorre uma segunda fase da avaliação, considerada como a fase principal do processo de tomada de decisão, com a realização da avaliação propriamente dita e tomada de decisão final.

Muita literatura foi publicada sobre esta temática, atendendo à sua importância no âmbito do capital de risco, verificando-se que a decisão de viabilização de um investimento decorre de um conjunto de critérios, de relevância variável atendendo ao VC, ao sector de investimento, etc. O estudo realizado por Wells (1974) nos EUA através de entrevistas pessoais aos dirigentes de 7 SCR definiu um referencial ainda hoje válido, através da identificação de critérios, apresentados de ordem decrescente de importância, numa escala de 1 a 10, no quadro seguinte:

<b>Critério</b>	<b>Peso Médio</b>
Envolvimento de Gestores	10.0
Produto	8.8
Mercado	8.3
Capacidade de Marketing	8.2
Capacidade de Planeamento	7.4
Plano de Marketing	7.2
Capacidade Financeira	6.4
Capacidade de Produção	6.3
Referências/ Recomendações	5.9
Outros participantes na Empresa	5.0
Indústria/ Tecnologia	4.2
Política de Desinvestimento	2.3

Tabela 4 – Critérios de avaliação do investimento

Fonte: *Venture Capital Decision Making*, Wells (1974)

Podemos verificar pelos resultados deste trabalho que o envolvimento dos Promotores/ Gestores é fulcral para a viabilização de um investimento, assumindo igualmente bastante importância o produto e o mercado. Por outro lado, a Indústria onde se insere o investimento parece não ser muito relevante, nem tão pouco a política de desinvestimento.

Posteriores estudos identificaram outros critérios e alteraram, com variações na amostra, a importância relativa dos mesmos. Contudo, os principais critérios mantiveram-se, ou seja, a importância do envolvimento dos gestores, o tipo de produto e o seu mercado. A tecnologia envolvida, que assumia um papel pouco relevante, tem visto a sua importância incrementada.

Todavia, estudos mais recentes focalizaram a sua atenção nas características de tomada de decisão do VC e o impacto das suas lógicas internas na decisão de investir ou não investir Shepherd e Zacharakis (1999), Zacharakis e Shepherd, (2001), Shepherd e Zacharakis (2002) e Shepherd, Zacharakis e Baron (2003), constatam, que o comportamento dos VC nem sempre se pautou por uma abordagem racional a um projecto.

Já Fried e Hisrich (1994) haviam identificado nesta fase a existência de um envolvimento “emocional” para com a proposta, relativizando a importância dos critérios referidos.

Identificaram neste contexto um acréscimo substancial do tempo despendido por parte do VC na análise da proposta, bem como a alteração do objectivo da avaliação, que deixa de ser exclusivamente de determinação do potencial da proposta para a identificação de potenciais obstáculos ao investimento, bem como formas de os ultrapassar.

Estes autores afirmam que atendendo à quantidade de tempo investido nesta segunda fase de avaliação, as SCR necessitam de ter pelo menos um entendimento geral da estrutura do negócio, incluindo preço (montante a investir), antes de a iniciar. Um preço excessivo, atendendo ao plano de negócios revisto, pode bloquear a continuação da

avaliação, sendo este o principal critério de recusa. Se o preço for considerado adequado, a proposta tem grandes probabilidades de ser aceite.

De facto, na década de 90 verificou-se uma “*irrational exuberance*” (Saul, 2003) relativamente ao investimento de capital de risco em certos sectores considerados muito atractivos (novas tecnologias, principalmente relacionadas com a *Internet*), que se demonstraram desastrosos, podendo ser explicado pelo envolvimento emocional dos VC, por vezes irracional.

Com efeito, apesar da opinião generalizada, VC nem sempre seguem um esquema racional de tomada de decisão de novos projectos (Ensley e Carr, 2006). Evidências demonstram que os VC ocupam cerca de 10% do seu tempo na prospecção e selecção de oportunidades em determinadas indústrias, verificando-se aqui um primeiro nível de ligação emocional.

Contudo, despenderão 25% do seu tempo actuando como gestores das suas participadas, 20% recrutando recursos adicionais com *know-how* específico para as suas participadas e 15% servindo como consultor. Para mais, verificou-se que até ao cheque tecnológico de 2000, VC com investimentos focalizados em empresas de elevado nível tecnológico não possuíam conhecimentos técnicos para monitorizar, ou mesmo compreender o negócio (Saul, 2003).

Além do mais, os VC tendem a sofrer de excesso de confiança no processo de tomada de decisão, complicando as capacidades de avaliação isenta. Igualmente, tendem a encontrar justificações para racionalizar decisões passadas erradas (Zacharakis e Shepherd, 2001). Também se encontram evidências de *herd-behavior* (Blackburn e Bose, 2003), como efeito de uma certa irracionalidade. Este efeito, num ambiente de capital de risco, consiste na situação de que um VC quando confrontado com uma decisão de investimento, tomar em consideração o envolvimento dos seus pares no sector em causa como forma de reduzir o grau de incerteza, ou seja, segue os restantes (Ensley e Carr, 2006). Este comportamento explica porque de certas indústrias parecem ser mais atraentes para os VC.

De qualquer forma, apesar da carga emocional verificada, a mais recente literatura sobre esta temática identifica fortes indícios de um processo de tomada de decisão estruturado, com resultados bastante positivos se comparados com outros instrumentos financeiros ou tipo de investidores. Essas evidências consubstanciam-se em valores de *write-off* relativamente marginais e uma rentabilidade positiva.

## **6. Desinvestimento - estratégia de saída**

Para realizar capital dos seus investimentos, os VC necessitam de tornar líquidas as suas posições societárias nas empresas participadas. Com efeito, atendendo ao carácter temporário do investimento de um VC, a estratégia de saída assume uma forte relevância no âmbito do estudo do capital de risco. O desinvestimento, em termos de *timing* e forma, bem como o respectivo impacto da reputação dos VC, principalmente através de IPO, tem assumido relevância considerável na literatura académica. Igualmente a estratégia seguida durante os IPO, e após os mesmos, relativamente à manutenção de parte do investimento e a manutenção da monitorização tem merecido particular atenção.

O recurso aos tipos de saída anteriormente identificados, bem como as suas implicações, dependem de diversos factores condicionantes, sendo o principal a existência de um mercado de capitais activo. Efectivamente, nos mercados de capital de risco mais evoluídos, as saídas são tipicamente efectuadas via um IPO, sendo esta a forma com maiores probabilidades de sucesso, com relevância crescente. Gompers e Lerner (2001) identificaram que a proporção de IPO suportadas por VC nos EUA cresceu dos 10% na década de 80 e 31% na década de 90, para uns extraordinários 56% em 1999. Por seu turno, Cumming e MacIntosh (2001) verificam que as probabilidades de sucesso de um IPO, suportado por VC, aumentam se estes se efectuam através de venda parcial da participação na empresa, reservando-se a maior proporção para venda após a realização do IPO.

Vários estudos empíricos foram efectuados sobre esta temática, como o de Barry, Muscarella, Peavy e Vetsypens (1990) que identificaram que os VC retêm uma parte considerável na empresa que tornam pública (de acordo com os dados recolhidos por estes autores analisando 433 VC IPO e 1123 não VC IPO, o VC líder mantêm em média 19% e todos os investidores VC mantêm cerca de 34%), controlando ainda cerca de um terço dos lugares da Administração. Esta continuidade verifica-se pelo menos por mais um ano após a empresa se tornar cotada, uma vez que, contrariamente aos restantes IPO, tipicamente o investimento não é rentável na data do IPO.

Megginson e Weiss (1991) tentam justificar esta situação argumentando que atendendo que os VC efectuem IPO de forma sistemática, parte essencial da sua actividade, apostam a sua credibilidade junto do mercado caso a empresa esteja sobreavaliada. Os referidos autores constataam, através de uma análise empírica a 640 IPO, que o *underpricing* de *venture capital* IPO é superior aos restantes, justificando este resultado, para além do factor de estabelecimento de reputação, com diversos outros factores, tais como a maior experiência dos novos investidores, as comissões mais reduzidas e o factor de sinalização da manutenção de parte do investimento pelo VC.

O *timing* de saída, bem como a forma de saída, assume relevância considerável neste âmbito, sendo que Lerner (1994) identifica como o factor de maior importância a valorização dos mercados accionistas, demonstrando que os VC tornam públicos os seus investimentos nos picos de mercado, recorrendo ao financiamento privado quando a valorização se encontra em baixa. Esta aparente capacidade de previsão do mercado por parte dos VC parece, na realidade, estar associada na maior flexibilidade que têm em tornar públicas as suas participações. Por outro lado, Gompers (1996) verifica que os VC mais novos tendem a colocar as suas participações nos mercados mais cedo que os já estabelecidos, como forma de criar uma reputação e assim captar fundos (pela análise empírica efectuada constatou que a saída das empresas participadas verifica-se quase dois anos mais cedo comparando novos VC com os já estabelecidos).

Por seu turno, Cumming e MacIntosh (2001) analisaram a temática do desinvestimento de capital de risco na óptica do factor diferenciador deste instrumento financeiro, a mais valia que a sua intervenção aporta ao projecto, afirmando que as SCR tenderão a equacionar a saída quando o valor acrescentado marginal previsto para a empresa da sua

intervenção for inferior ao custo inerente. Com efeito, quando o contributo adicional do VC, em termos de *know-how* de gestão, consolidação de uma rede de contactos, sinalização aos parceiros, etc., se esgotam, passando o valor acrescentado fornecido pelo VC cada vez menor, mantendo-se ou aumentando os custos de manutenção do investimento, o VC iniciará o processo de desinvestimento, tentando identificar um parceiro que possa continuar com o projecto, suprido potenciais falhas (capital, tecnológicas, etc.).

Mas nem só através de IPO se efectuam as saídas de investimentos de capital de risco, sendo mais comum somente nos países anglo-saxónicos, tradicionalmente com mercados de capital mais desenvolvidos. Todavia, também é verdade que são estas as indústrias de capital de risco mais desenvolvidas, gerando uma questão relevante, já anteriormente mencionada:

Será necessário um mercado de capitais activos para o sucesso da indústria de capital de risco?

Black e Gilson (1999) tentam responder a essa questão, analisando para o efeito as realidades dos EUA, com ambos, mercado de capitais e *venture capital*, desenvolvidos, e da Alemanha e Japão, em que nenhum dos mercados é desenvolvido. Com base no estudo efectuado, estes autores argumentam que possivelmente, ou mesmo necessariamente, a indústria de capital de risco só poderão desenvolver-se na sombra de um mercado de capitais activo.

Os EUA, com um sistema financeiro claramente *market-oriented*, tem bancos relativamente pequenos, com uma intervenção limitada na governação das empresas, e mercados de capitais desenvolvidos, contando com a presença de empresas de média dimensão e registando frequentes IPO. Por seu turno, o Japão ou na Alemanha são mercados *bank-oriented*, com bancos de maior dimensão, exercendo um papel de monitorização das empresas, contudo os mercados de capitais são constituídos por grandes empresas, não existindo um mercado de IPO activo.

Aqueles autores, argumentam, que a disponibilidade de uma saída através de IPO permite que o VC e o promotor do projecto efectuem um contrato implícito sobre o futuro controlo da empresa de uma forma não facilmente replicável no mercado *bank-*

*oriented*, servindo como factor de incentivo e monitorização para o empreendedor, simultaneamente, cria maior flexibilidade e facilidade de saída ao VC, uma vez que as restantes tipologias de desinvestimento implicam a venda ao promotor ou a terceiros, por acordo directo, tornando a liquidez do investimento mais reduzida.

Todavia, nem sempre o IPO é a forma mais eficiente de saída, estando dependente de diversos factores, principalmente a fase da vida do projecto. Por exemplo, a inovação pode mais facilmente ser bem sucedida em pequenas empresas, mais ágeis e flexíveis, porém, fases de maior maturidade, onde a produção, a distribuição e o marketing assumem maior relevância, são melhor suportadas por empresas de média e grande dimensão. Assim, a venda de uma start-up's a outra já estabelecida, com competência ao nível da produção e marketing, pode produzir sinergias que possibilitem um preço de saída mais elevado.

## **7. Enquadramento Legal e Fiscal**

### **7.1 Regime Geral das sociedades de Capital de Risco**

O regime jurídico relativo ao capital de risco tem sofrido, ao longo do seu contexto histórico relativamente recente, inúmeras alterações com o objectivo de incentivar a persecução do sector. A última das quais surgiu em 2002, com o Decreto-Lei nº 319/2002, de 28 de Dezembro. Este diploma veio simplificar não só o processo de constituição, mas também, o funcionamento das sociedades de capital de risco.

Para além da realização de investimentos na aquisição de partes de capital de outras empresas, é também permitido às SCR, no desenvolvimento da sua actividade adquirir créditos, sob a forma de cessão ou sub-rogação sobre sociedades em que participem ou em que se proponham participar; conceder crédito, sob qualquer modalidade e prestar garantias a sociedades por si participadas; fazer aplicações dos seus excedentes de tesouraria, nomeadamente em instrumentos financeiros; adquirir e gerir Fundos de Capital de Risco e ainda realizar operações cambiais.

No entanto, existem algumas restrições à actividade das SCR, que restringem e disciplinam a sua actividade conduzindo ao seu desenvolvimento. É proibido estas sociedades desenvolverem actividades de natureza agrícola, industrial e comercial; adquirirem ou possuírem bens imóveis para além dos necessários às suas instalações próprias; concederem crédito ou prestar garantias, sob qualquer forma, a empresas que não sejam por si participadas; investir fundos, sob qualquer forma, em sociedades que, directa ou indirectamente, as dominem; investir mais de 25% dos seus activos numa sociedade ou mais de 35%, no caso de um grupo de sociedades, e por fim, ser titular de uma participação por um período superior a 10 anos.

As SCR assumem a forma de sociedades anónimas, sendo o seu capital formado por acções nominativas, as quais não podem ser transmitidas sem o consentimento da sociedade.

O montante do capital social das SCR foi reduzido, pelo Decreto-Lei supracitado, não podendo actualmente, este valor ser inferior a 750.000 realizado em moeda ou através da participação em sociedades com grande potencial de crescimento e de criação de valor.

No que diz respeito ao registo da sociedade, as SCR passaram apenas a estar sujeitas ao registo na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), não podendo as sociedades iniciar ou exercer a sua actividade sem estarem registadas.

Do registo realizado na CMVM constam:

- Firma ou denominação;
- Objecto;
- Data de constituição e início de actividade;
- Lugar de sede;
- Identificação de sucursais, agências, delegações ou outras formas locais de representação,
- Capital social, com indicação do montante do capital subscrito e realizado e da parte ainda por realizar;
- Número de matrícula e conservatória do registo comercial em que se encontra registada;
- Identificação dos membros dos órgãos sociais;
- Identificação dos FCR que se encontram sob sua gestão.

## 8. Análise Estatística

### 8.1. Montantes sob Gestão

O montante global sob gestão<sup>3</sup> por operadores de capital de risco nacionais<sup>4,5</sup> aumentou 12,4% em 2011, para os 2,6 mil milhões de Euros no final do ano. Esse aumento ficou fundamentalmente a dever-se à actividade dos fundos de capital de risco, que cresceram 280 milhões de Euros (um aumento de 17,4% face ao ano transacto). O dinamismo da actividade de capital de risco ao longo dos últimos nove anos tem sido essencialmente sustentado pelo crescimento dos fundos de capital de risco (FCR) e menos pelas sociedades de capital risco (SCR). Estas últimas estabilizaram o valor sob gestão nos últimos três anos. A inclinação da tendência de ambas as variáveis ilustra estes diferentes ritmos de evolução.

No entanto, em resultado da adopção do sistema de normalização contabilística (SNC)<sup>6</sup>, o valor líquido global dos fundos (VLGF) passou a incorporar apenas a parcela de capital subscrito que já se encontre realizado. Deste modo, a evolução verificada nos valores sob gestão nos fundos de capital de risco não decorre apenas da constituição de novos fundos, mas inclui também o efeito das realizações de capital ocorridas durante o ano em fundos já existentes.

<sup>3</sup> Onde se incluem as participações em capital social, outros financiamentos e aplicações em unidades de participação de FCR, adicionados de depósitos e outros ativos diretamente afetos à prossecução da atividade de capital de risco.

<sup>4</sup> Sociedade de Capital de Risco, Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e outras entidades legalmente habilitadas para o efeito.

<sup>5</sup> Os dados cuja fonte citada nos gráficos e quadros seja a CMVM foram obtidos através dos anexos previstos no Regulamento da CMVM N.º 1/2008.

<sup>6</sup> O SNC foi aprovado pelo Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de Julho e passou a ser aplicado a partir de 1 de Janeiro de 2010.

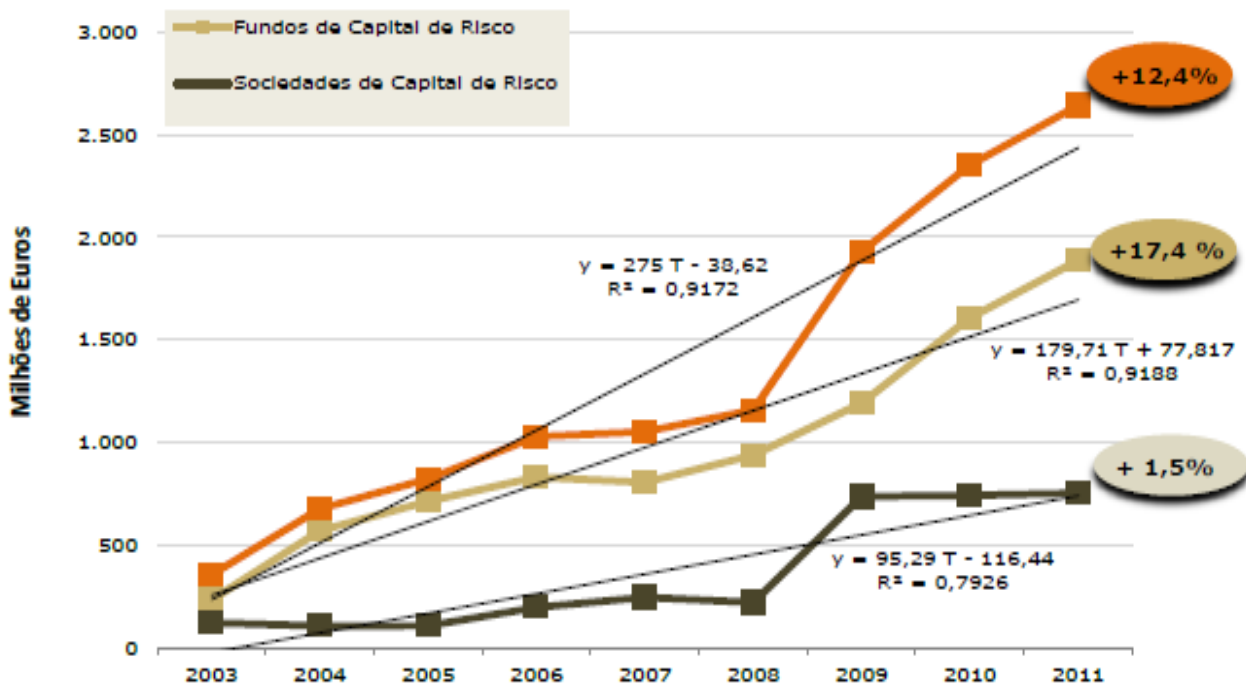


Gráfico 1 - Evolução dos montantes sob gestão (valores de final do ano)

Fonte: CMVM

O aumento do valor sob gestão deveu-se essencialmente aos valores geridos em FCR pela ECS – SCR, SA, (crescimento de 191 para 487 milhões de Euros) e pela Espírito Santo Ventures que, com menor relevo, aumentou os valores geridos de 132 para 172 milhões de Euros.

Foram constituídos 20 novos fundos de capital de risco. Este aumento do número de fundos deve-se no essencial ao contributo dos Programas Operacionais Regionais de Lisboa e do Algarve e ao Sistema de Apoio ao Financiamento e Partilha de Risco da Inovação (SAFPRI)<sup>7</sup> inseridos no Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN) que subscreveram capital em 17 dos 20 fundos constituídos em 2011.

É ainda de realçar (ver gráfico 2) a crescente importância do capital de risco no contexto da economia nacional. Em 2011 o valor sob gestão representava 2,64% do PIB a preços correntes (sete vezes mais do que em 2003).

<sup>7</sup> O SAFPRI é concretizado utilizando como veículo preferencial o Fundo de Apoio ao Financiamento à Inovação (FINOVA), o qual participa, entre outros, no capital de Fundos de Capital de Risco.

A actividade de *venture capital* em 2011 no contexto europeu, segundo a *European Private Equity & Venture Capital Association* (EVCA), na vertente de captação de recursos aumentou cerca de 80% (40 mil milhões de Euros), na dos investimentos 6% (46 mil milhões de Euros) e na dos desinvestimentos 50% (30 mil milhões de Euros).<sup>8</sup>

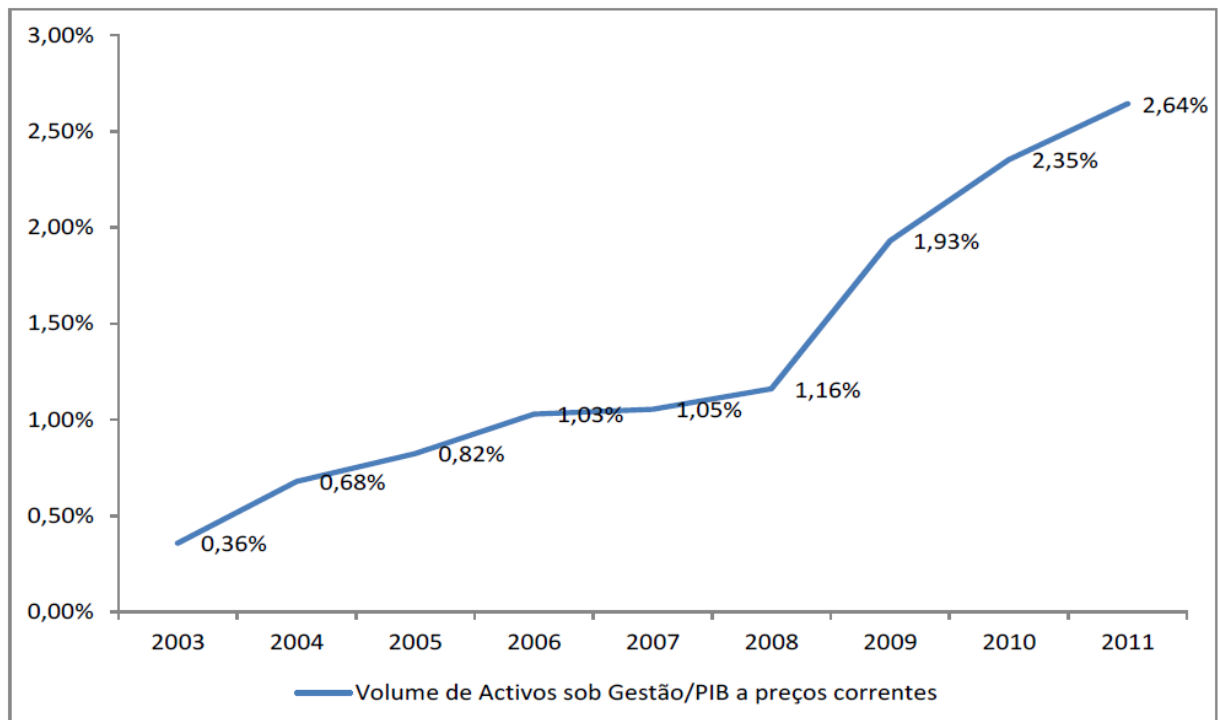


Gráfico 2 – O papel do capital de risco na economia

Fontes: CMVM; Eurostat ([http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database))

<sup>8</sup> Salvo indicação em contrário, as referências ao capital de risco em termos europeus têm a EVCA como fonte de informação.

## 8.2. Quotas de Mercado

A distribuição do montante sob gestão pelos operadores de capital de risco sofreu uma ligeira alteração face ao verificado no ano anterior. No final de 2011 o montante gerido pelos fundos de capital de risco representava cerca de 71,4% (+3 p.p. do que em 2010) do montante sob gestão. Também o número de participantes em FCR aumentou, totalizando 466 no final do ano (+23,0% face ao final do ano anterior).

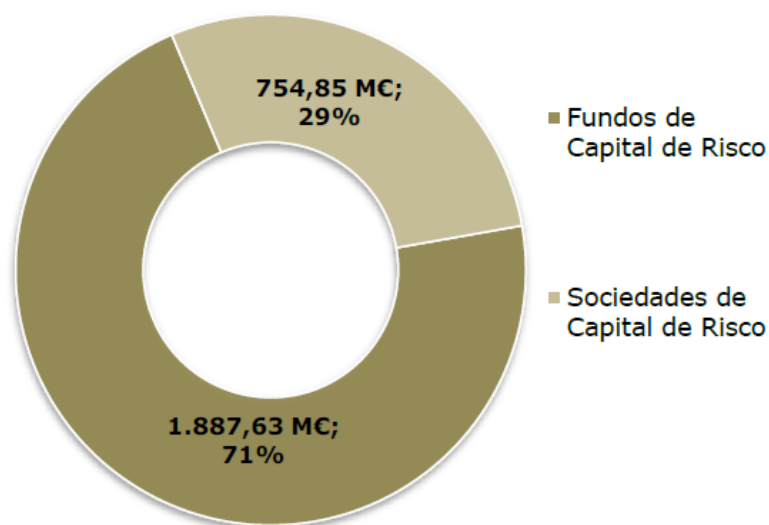


Gráfico 3 – Distribuição do Montante sob Gestão em 31 de Dezembro de 2011  
Fonte: CMVM

Continuou a verificar-se alguma concentração dos montantes sob gestão (ver detalhe das participações no “Quadro 2 – Quota de Mercado e Dimensão média dos FCR”, em anexo). O indicador CR5 revela que 70,4% (cerca de 1,9 mil milhões de Euros) do montante gerido pelos operadores de capital de risco se encontrava concentrado em cinco sociedades (Finpro, ECS, Caixa Capital, Explorer Investments e Espírito Santo Ventures). Estas sociedades eram apenas responsáveis por 29,5% (332 em 1126) das participações em empresas financiadas pelo capital de risco e outros investimentos realizados em 2011; uma delas não gere qualquer fundo (apenas tem participações diretas via balanço) e duas outras gerem apenas dois e três fundos de capital de risco<sup>9</sup>,

<sup>9</sup> A Finpro não gere qualquer fundo. Por seu turno, a ECS – SCR, SA gere os fundos Albuquerque e Recuperação e a Explorer Investments – SCR, SA gere os fundos Explorer I, Explorer II e Explorer III. Os 71 fundos de capital de risco em atividade no final do ano tinham, em média, uma capitalização de 26,6 milhões de Euros (31,5 milhões de Euros em 2010). Apenas 10 entidades gestoras de fundos de capital de risco geriam fundos com dimensão (VLGF) superior ao valor líquido global médio de todos os FCR. Os 18 FCR nestas condições equivaliam a 83,2% (1,6 mil milhões de Euros) do valor sob gestão.

sendo que uma detém uma participação directa, mas de reduzida dimensão. A quota de mercado dos 10 maiores operadores representava 91,1% do valor global sob gestão, sendo os demais 24 operadores responsáveis por apenas 8,9% do referido montante. Contudo, a variação do indicador HHI entre 2010 e 2011 (de 1222,05 para 1237,7 pontos) mostra que o grau de concentração na indústria se manteve praticamente inalterado, e é tradutor de um mercado não excessivamente concentrado. 1.887,63 M€; 71%754,85 M€; 29% Fundos de Capital de Risco Sociedades de Capital de Risco

<b>VLGF por Fundo</b>		
Valores em 10 <sup>6</sup> Euros	Nº OBS	% Tot
[0-2[	19	26,80%
[2-10[	21	29,60%
[10-20[	11	15,50%
[20-40[	12	16,90%
[40-100[	5	7,00%
mais de 100	3	4,20%
<hr/>		
Total	71	
Média por FC R em 10 <sup>6</sup> Euros	26,59	
Mediana por FC R em 10 <sup>6</sup> Euros	7,02	

Quadro 4 – Valor Global dos fundos de Capital de Risco  
Fonte: CMVM

### **8.3. Tipo, Origem e Valor dos Investimentos**

Em 2011, verificou-se um aumento do valor investido em empresas residentes pelo capital de risco (+16,8%) em contraponto com uma redução do capital direccionado para empresas não residentes (-5,0%). O valor dos investimentos das SCR e dos FCR relativos às participações em capital social de empresas residentes não cotadas (equivalente a 36,8% do investimento em empresas residentes) diminuiu 7,0% (ver detalhe no “Quadro 3 – Montantes sob gestão por tipo de investimento”, em anexo), para os 591,1 milhões de Euros. Nas empresas não residentes, não cotadas, esta diminuição foi mais acentuada (-12%), com o valor dos investimentos a cifrar-se em

593,2 milhões de Euros (porém uma única SCR tem na sua carteira 490,8 milhões de Euros investidos em empresas não residentes).

O número efectivo de empresas alvo do capital de risco<sup>10</sup> aumentou 4,3% (de 466 para 486). As diferentes tipologias de instrumentos de capital identificam um aumento das participações quer em empresas residentes quer em não residentes. O aumento das participações em capital social de empresas nacionais foi de 5,0% (de 540 para 567 empresas), enquanto para as empresas não residentes foi de 4,5% (de 66 para 69). Na rubrica "Outros Investimentos"<sup>11</sup> o aumento foi de 15,9% (de 371 para 430 empresas). O número de participações em FCR nacionais também aumentou (+76,0% - ver detalhe das participações no "Quadro – Investimento em capital de risco segundo a tipologia de instrumento", em anexo). Como consequência, assistiu-se à diminuição do valor médio dessas participações, o que deixa antever o impacto de programas públicos vocacionados para investimentos em fases de *early stage*.

Relativamente às participações em capital social de empresas cotadas, que assumem um valor pouco expressivo nos investimentos do sector (2,1%), verificou-se uma redução de 10,0% no investimento em empresas nacionais, em parte resultante da diminuição do número de empresas participadas pelas SCR. No caso das empresas não residentes cotadas, assistiu-se a uma diminuição do valor investido de cerca de 51,6% face ao ano anterior (ver detalhe das participações no "Quadro – Montantes sob gestão por tipo de investimento", em anexo). Esta evolução é compatível com a vocação do capital de risco, que não deve consistir no investimento em empresas colocadas no mercado e que já têm acesso a fontes alternativas de financiamento.

Destaque particular deve ser dado ao direccionamento dos recursos do sector de capital de risco para 'outros financiamentos', particularmente em empresas residentes, cujo valor atingiu 869,9 milhões de Euros, um aumento de 42,4% face ao ano transacto. A mesma tendência ocorreu nas empresas não residentes, ainda que com um valor muito inferior (82,7 milhões de Euros).

<sup>10</sup> O número de empresas é relativamente menor do que o número das respectivas participações uma vez que o investimento realizado numa empresa poderá resultar de diferentes fontes (SCR e/ou FCR). As participações ocorridas em momentos diferentes do tempo e pela mesma sociedade foram consideradas como uma única participação.

<sup>11</sup> Que engloba as seguintes tipologias de instrumentos de capital: PA-prestações acessórias; ET-empréstimos titulados; ENT- Empréstimos não titulados; PS-prestações suplementares; S-suprimentos.

Neste contexto, o peso reduzido das participações em capital social não pode deixar de suscitar reflexão sobre a orientação dos investimentos do capital de risco.

É de salientar o papel desempenhado pela componente dos suprimentos que representaram cerca de 621,5 milhões de Euros, ou seja, 65,2% do total de outros financiamentos das SCR e dos FCR (e 27,1% do total dos investimentos). Deve ainda ser dado destaque aos empréstimos não titulados que correspondem a cerca de 14,7% do total de outros financiamentos. Esta situação indicia que as sociedades de capital de risco (em maior grau) e os FCR (com menor intensidade), muitas vezes, em vez de assumirem o papel típico dos operadores de capital de risco, que consiste na assunção de direitos residuais de controlo (isto é, participação nos lucros das empresas), assumem posições típicas dos titulares de capital alheio (isto é, cedem capital em troca de um rendimento não dependente dos lucros das empresas). Por outras palavras, frequentemente, o *modus faciendi* dos operadores de capital de risco aproxima-se mais do que é próprio da actividade bancária e menos do que é característico do capital de risco.

No que respeita ao valor das participações em capital social das empresas cotadas, não cotadas e em unidades de participação dos fundos de capital de risco, (I) o valor mediano das participações não cotadas é muito reduzido (50.000 Euros), em resultado da existência de muitas participações (203) com valor nulo; (II) cerca de três em cada dez participações têm um valor nulo, uma percentagem superior à verificada no ano anterior e que traduz um aumento relevante do número de participações sem qualquer valor; (III) 70,0% das participações apresentam um valor inferior a 500.000 Euros; (IV) duas participações, ambas pertencentes a uma SCR, representam cerca de 28,6% do total sob gestão do sector de capital de risco registado em Portugal; (V) as participações com valor superior a 5.000.000 Euros (49, ou seja, 7,2% do total) representam 78,5% do valor das participações geridas pelo capital de risco português.

<b>Designação</b>	<b>Nº OBS</b>	<b>Valor Total</b>	<b>Valor Médio da Participação</b>	<b>Valor Mediano da Participação</b>
Participações Cotadas	8	48.614.757 €	6.076.845 €	3.015.254 €
Participações Não Cotadas	628	1.184.327.375 €	1.885.872 €	50.000 €
UP FCR	44	104.849.372 €	2.382.940 €	946.153 €
<b>Total</b>	<b>680</b>	<b>1.337.791.504 €</b>	<b>1.967.340 €</b>	<b>72.661 €</b>

<b>Valor Participação (€)</b>	<b>Nº OBS</b>	<b>% Tot</b>	<b>Valor Total</b>	<b>% Tot</b>
0	203	29,85%	0 €	0,00%
]0-100,000[	154	22,65%	4.694.089 €	0,35%
[100,000-500,000[	119	17,50%	31.827.332 €	2,38%
[500,000-1,000,000[	60	8,82%	41.291.770 €	3,09%
[1,000,000-5,000,000[	95	13,97%	209.881.353 €	15,69%
[5,000,000-10,000,000[	24	3,53%	173.307.645 €	12,95%
[10,000,000-20,000,000[	13	1,91%	179.200.157 €	13,40%
[20,000,000-100,000,000[	10	1,47%	314.385.110 €	23,50%
> 100,000,000	2	0,29%	383.204.046 €	28,64%
	<b>680</b>	<b>100,00%</b>	<b>1.337.791.503 €</b>	<b>100,00%</b>

Quadro 5 – Valor das participações na actividade de capital de risco

Fonte: CMVM

Relativamente à distribuição do investimento das participações em capital social de empresas cotadas, equivalente a 2,1% do montante de investimento em capital de risco<sup>12</sup>, a grande maioria foi realizada tendo por base activos nacionais (87,5%) e em menor escala no Brasil (10,3%). Já no que diz respeito às empresas não cotadas, verifica-se uma menor concentração na distribuição do montante de investimento, com Portugal e Reino Unido a combinar para uma quota de 86,5%.

<sup>12</sup> Não considera os valores dos depósitos e outros meios líquidos.

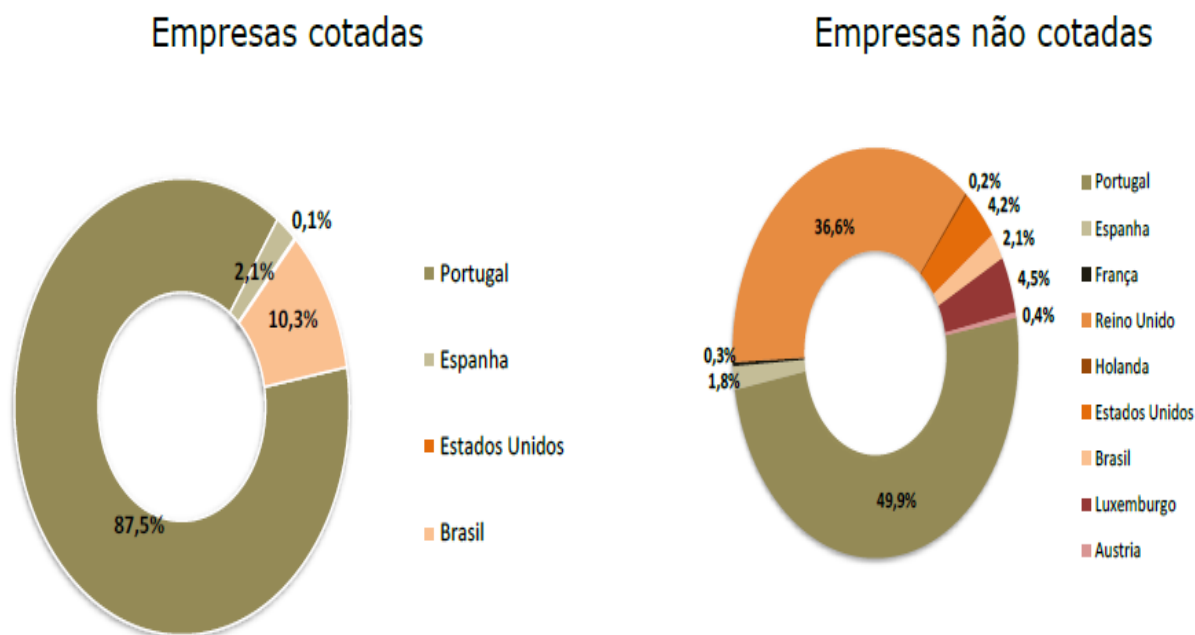


Gráfico 4 – Distribuição do valor investido em participações de empresas cotadas (Final de 2011)  
 Fonte: CMVM

O montante relativo a “Outros Investimentos” (cerca de 41,6% do total do investimento em capital de risco) encontra-se concentrado nas empresas nacionais (91,3%), seguido das empresas do Reino Unido (6,6%).

A rúbrica depósitos e outros meios líquidos afectos ao capital de risco, bem como outros activos afectos ao investimento em capital de risco (incluindo empréstimos obtidos), que reflecte o potencial de investimento futuro em participação de capital de risco ou o excesso de liquidez por falta de oportunidades de investimento atuais ou pelo início recente de actividade de alguns operadores, aumentou cerca de 37,2% face a 2010 (+95,5 milhões de Euros).

## **9. Sectores de Actividade e Fases do Investimento do Capital de Risco**

O capital de risco tem distribuído os seus investimentos preferencialmente em três sectores distintos, o das indústrias transformadoras, as sociedades gestoras de participação social não financeiras e a captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição. Em 2011, 51,0% do investimento em capital de risco (cerca de 1,2 mil milhões de Euros) foi dirigido a estes três sectores. Na Europa, e tendo por base a informação divulgada pela EVCA, as actividades das ciências da vida, da computação e da electrónica e ainda a da comunicação foram aquelas onde foi registado um maior volume de investimento.

O investimento realizado pelos fundos de capital de risco foi dirigido maioritariamente para empresas transformadoras (392,5 milhões de Euros) e sociedades gestoras de participação social não financeiras (383,5 milhões de Euros). As diferentes participações (214) na indústria transformadora distribuíram-se por várias empresas. O investimento das SGPS não financeiras foi dirigido a 85 empresas. A ECS SCR, através de um único FCR, investiu em 11 empresas cerca de 108,1 milhões de Euros.

Nas sociedades de capital de risco o sector de actividade com maior valor investido é o da captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição. As principais participações neste sector resultam do investimento realizado pela FINPRO, SCR (277,0 milhões de Euros) em duas empresas, ambas instaladas no Reino Unido. A mesma SCR tem igualmente dirigido a uma empresa do sector de transporte e armazenagem cerca de 213,7 milhões de Euros (31,5% dos 678,2 milhões de Euros investidos pelas SCR em 2011).

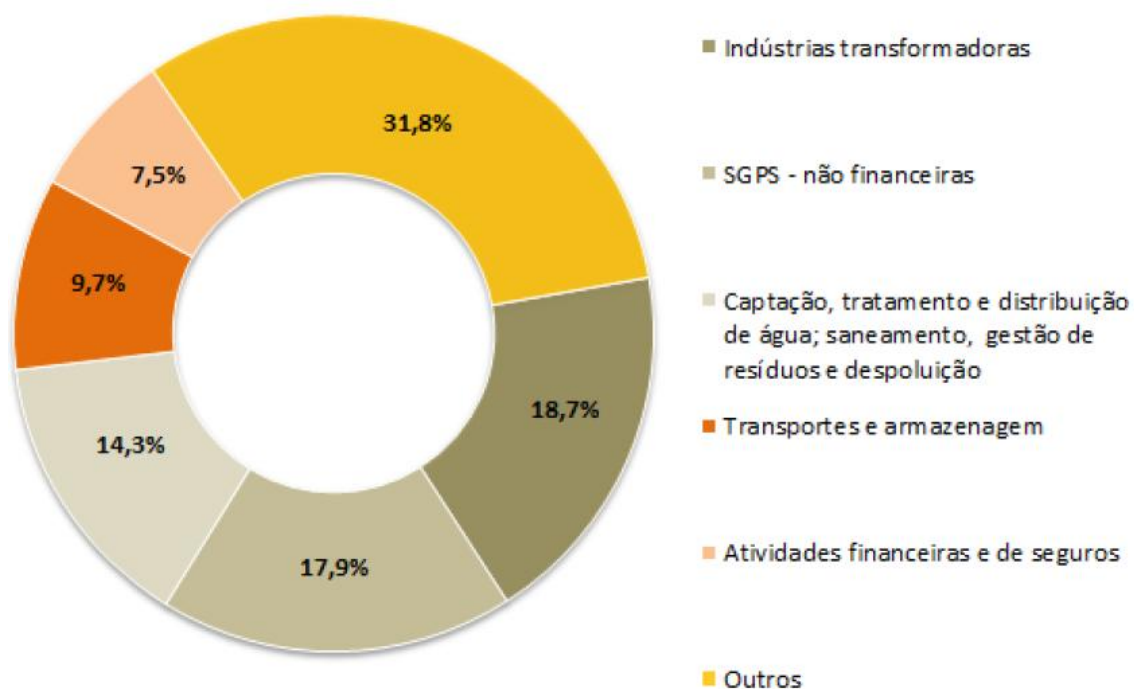


Gráfico 5 – Distribuição do valor investido por sectores de actividade (Final de 2011)  
 Fonte: CMVM

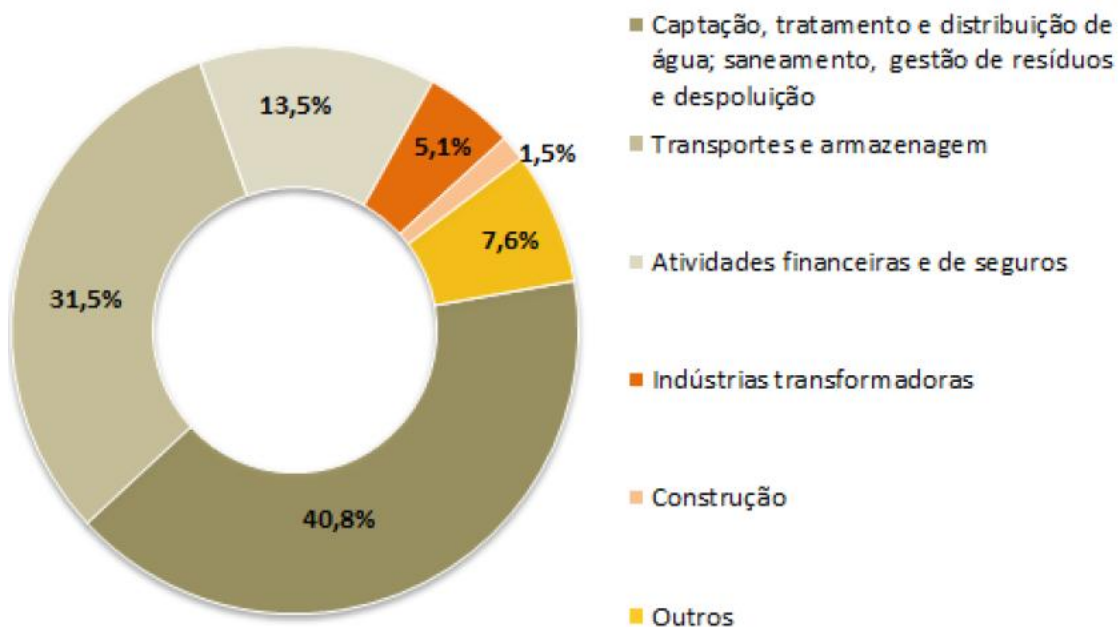


Gráfico 6 – Distribuição do Valor Investido por sectores de actividade pelas SCR (Final de 2011)  
 Fonte: CMVM

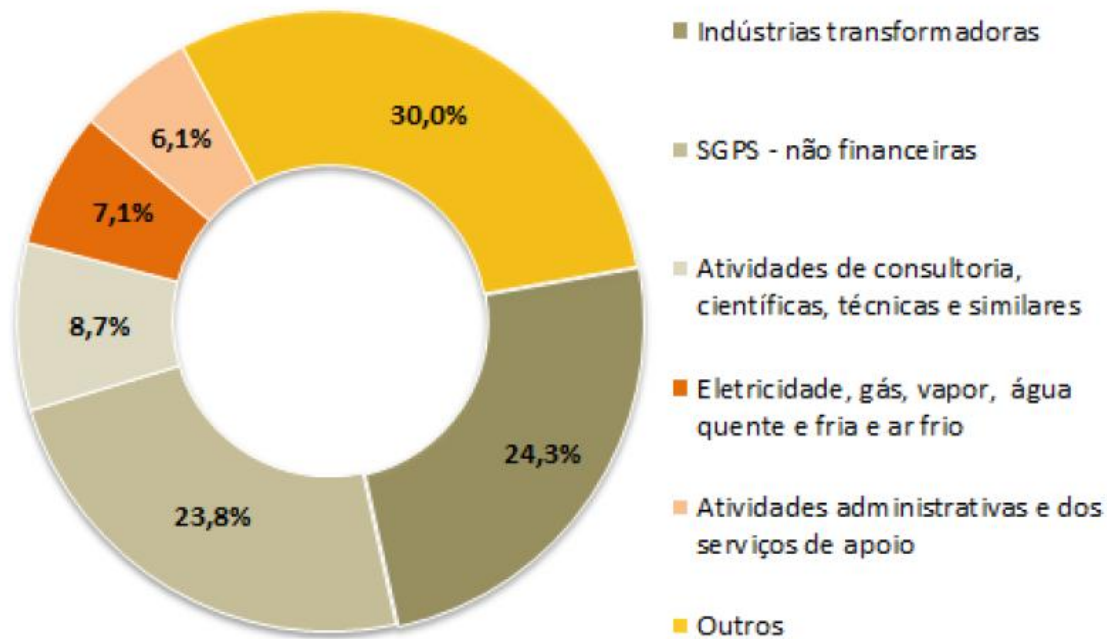


Gráfico 7 – Distribuição do valor investido por sectores de actividade pelos FCR (Final de 2011)  
 Fonte: CMVM

Os quatro principais sectores de actividade em que o capital de risco efectua as suas aplicações representam cerca de dois terços da respectiva carteira de investimentos registada no final do ano. Desses sectores, excluindo as SGPS não financeiras (para os quais não se possuem dados), os demais apresentam um valor acrescentado bruto (VAB) por trabalhador que é 56,8% superior à média da economia nacional.<sup>13</sup>

O sector de actividade ‘electricidade, gás, vapor, águas quente e fria e ar frio’ (o sétimo mais representativo na carteira de investimentos do capital de risco) é o que apresenta o valor mais elevado para aquele indicador. O VAB por trabalhador deste sector é cerca de 16 vezes superior à média da economia nacional, o que é explicado pelo facto de se tratar de um sector de actividade pouco intensivo em mão-de-obra e, simultaneamente, ter uma elevada capacidade de geração de riqueza.

<sup>13</sup> Fonte: Instituto Nacional de Estatística, dados relativos a 2009 (cálculos CMVM, excluindo empresas financeiras e de seguros).

Por outro lado, o valor da carteira de investimentos em sectores em que este indicador de produtividade relativa é inferior à média nacional (construção; comércio por grosso e a retalho e reparação de veículos automóveis e motociclos; alojamento, restauração e similares; actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares; actividades administrativas e dos serviços de apoio; educação; actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas) representou em 2011 somente 19,8% da carteira de investimentos do capital de risco.<sup>14</sup>

Já o valor investido no sector da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca representava apenas 1,1% (25,5 milhões de Euros) da carteira do capital de risco. Verifica-se, assim, que o capital de risco nacional tem direccionado os seus investimentos para sectores de actividade com índices de produtividade mais elevados. Além disso, ainda que nalguns casos (14,7%) o investimento se processe nas fases de incubação ou de arranque das empresas, o capital de risco intervém essencialmente nas empresas mediante apoio à sua expansão (ver detalhe das participações no “Quadro Valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas”, em anexo).

A evolução nos últimos três anos do peso relativo dos sectores de actividade revela um aumento da importância das indústrias transformadoras. Sendo por excelência um dos maiores contribuintes para a produção de bens transaccionáveis, o sector transformador é uma alavanca fundamental para o fomento das exportações nacionais e, concomitantemente, para a recuperação do crescimento da economia portuguesa.

O aumento do peso dos sectores de captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição e de transportes e armazenagem entre 2008 e 2011 deveu-se à transformação de uma SGPS em sociedade de capital de risco em 2009 – a FINPRO, SCR. A carteira de investimentos desta sociedade está concentrada nestes dois sectores - representando 88,9% dos investimentos do capital de risco nestas áreas de actividade e 21,4% do valor global dos investimentos efectuados pelo capital de risco -, o que justifica o expressivo aumento do peso daqueles dois sectores em 2009 (e posterior estabilização nos dois anos mais recentes) e revela que não existiu um particular redireccionamento dos investimentos do capital de risco para estas áreas de actividade.

<sup>14</sup> Estes sectores foram responsáveis em 2009 por cerca de 50% do VAB da totalidade das empresas não financeiras nacionais.

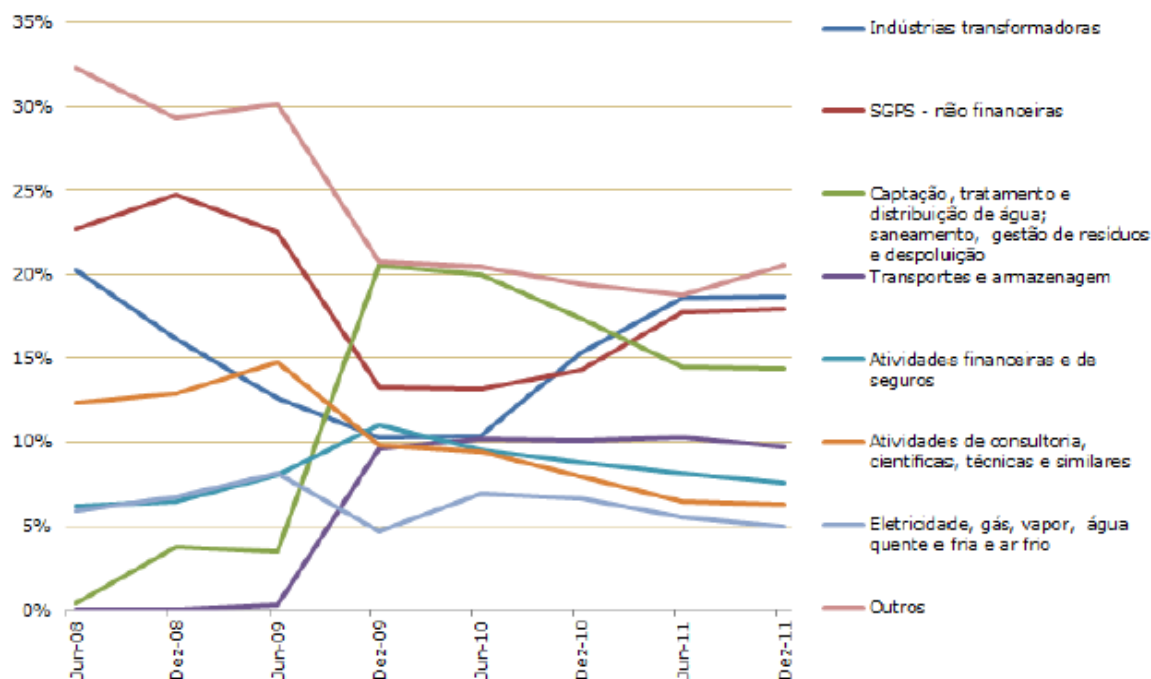


Gráfico 8 - Evolução dos Investimentos por sectores de actividade  
Fonte: CMVM

No que diz respeito às fases de investimento segregadas entre *venture capital* (investimento em empresas a estabelecer ou já estabelecidas, de pequena dimensão, mas com potencial de crescimento) e *private equity* (investimento em empresas que já estão consolidadas e possuem uma actividade económica mais expressiva), observa-se uma natural discrepância entre o seu peso. Em 2011 o peso do *venture capital* era de 14,7%, contra 85,3% do *private equity*. Tal poderá ser resultado dos ‘*business angels*’ (quer individuais, quer organizados sob a forma de SGPS)<sup>15</sup> não estarem registados, na sua larga maioria, na CMVM.

Detalhando as fases de investimento, é de salientar o capital de risco que apoia o desenvolvimento das empresas participadas, ou seja, as empresas caracterizadas como estando em ‘expansão’, que representa cerca de 35,2% do valor investido no final de 2011 (39,8% em 2010).

<sup>15</sup> Geralmente orientados para a incubação de ideias empresariais e/ou investigação e desenvolvimento prévios à fase de arranque das empresas, aportando não só capital como *know-how* técnico e de gestão.

Trata-se de empresas que se encontram numa fase de actividade que requer a afectação de capital para aumentar a capacidade produtiva e comercial instaladas e o desenvolvimento de novos produtos. No entanto, a importância desta rubrica tem vindo a diminuir desde 2009, ano em que representava cerca de 50% do total investido nas diferentes fases de entrada do capital de risco nas empresas. Estes dados devem ser lidos com alguma cautela, tanto mais que nos últimos anos tem havido fortes restrições no acesso ao crédito bancário e isso seria um motivo para o volume investido em fase de expansão aumentar, através de uma reestruturação apropriada, e não o seu contrário.

Destaque deve ser ainda dado à fase *turnaround*, *recovery financing* ou *turnaround financing* (*Capital recuperação*), que representa capital fornecido a empresas em dificuldades quando o capitalista de risco vê uma oportunidade da empresa vir a criar valor através de uma reestruturação profunda.

O peso desta componente cifrou-se em cerca de 17,5% do total investido nas diferentes fases de entrada do capital de risco. O montante envolvido foi de cerca de 399,8 milhões de Euros, contra 175,4 milhões de Euros em 2010 (ou seja, um aumento de 128,0%). Neste caso, parece mais evidente que as dificuldades em obter crédito bancário tenham sido substituídas pelo papel das partes interessadas na actividade de capital de risco.

Nos casos em que a respectiva gestão (ou parte da gestão), com o apoio de investidores de capital de risco, adquire o capital da empresa (MBO), o valor investido apresentou um peso com algum relevo, correspondente a 8,9% do total investido nas diferentes fases de investimento.

No que respeita ao *venture capital* é de salientar o papel das *start up* - empresas com um histórico operacional limitado, geralmente recém-criadas, estando em fase de desenvolvimento e captação de clientes – cujo investimento total, na ordem dos 270,6 milhões de Euros, representou 11,8% do total investido nas diferentes fases de investimento.

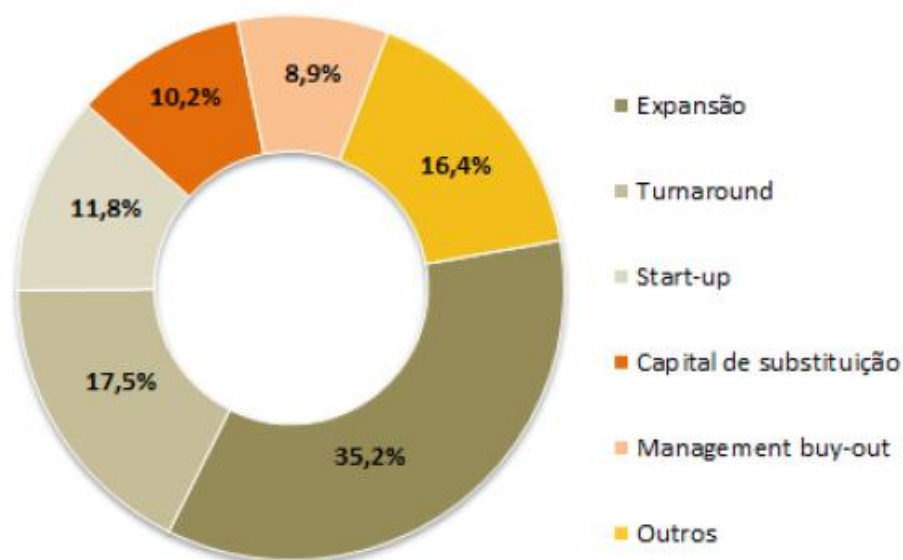


Gráfico 9 – Distribuição do valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas (Final de 2011)  
Fonte: CMVM

O gráfico seguinte mostra a evolução do valor investido pelo capital de risco relativamente às fases em que se encontravam as empresas intervencionadas. Além dos movimentos já denotados anteriormente, importa destacar a manutenção do peso reduzido dos investimentos em ‘seed capital’ e por via do refinanciamento da dívida bancária, em ambos os casos inferiores a 5% do investimento total do capital de risco.

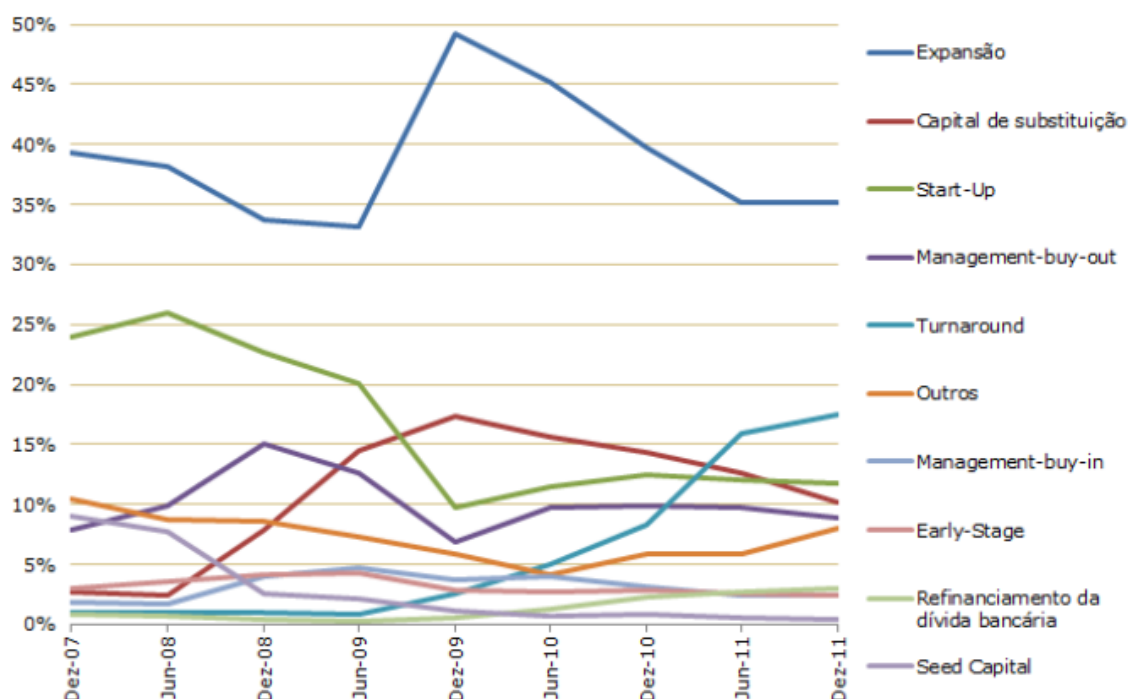


Gráfico 10 – Evolução do investimento por fases de entrada do capital de risco nas empresas Fonte: CMVM

## 10. Empreendedorismo

A primeira dificuldade que se depara a quem pretende estudar o empreendedorismo consiste na definição do objecto de estudo: o que é e como devemos definir o empreendedorismo?

Tal como reconhece Stewart (1991), a definição de empreendedorismo foi sempre problemática, sendo este termo usado por diferentes investigadores para significar coisas diferentes. Bygrave e Hofer (1991) defendem mesmo que na ausência duma definição universalmente aceite de empreendedor, compete a cada investigador explicitar claramente o que entende pelo termo. É exactamente por esta razão que se pretende, não só analisar a evolução dos conceitos de empreendedorismo e empreendedor, como também definir claramente o significado para estes termos que vai ser usado neste trabalho.

Ataquemos então a questão principal. O que é o empreendedorismo? O que deve constar deste campo? Deve-se incluir apenas a criação de novas empresas ou também a criação de novas actividades no seio de empresas existentes (empreendedorismo corporativo)<sup>16</sup>

Deve abranger apenas empresas comerciais ou também organizações não lucrativas? Quão inovadora tem de ser a actividade da empresa para que a sua criação possa ser considerada empreendedorismo? Também importante é a questão de saber quando é que uma jovem empresa deixa de ser empreendedora.

O que se pode concluir da literatura publicada é que nos muitos anos que se seguiram a Schumpeter (1939) não se conseguiu chegar a acordo sobre uma definição de empreendedor, pelo que muitos autores evitam fazê-lo (Bygrave e Hofer, 1991), existindo mesmo quem admita ser possível e até provável que nunca chegue a existir um consenso sobre uma tal definição (Bygrave e Hofer, 1991). Cole (1969) é particularmente pessimista quando admite que ao fim de 10 anos num centro de investigação sobre empreendedorismo, não conseguiu chegar sequer próximo de formular uma definição.

<sup>16</sup> Tradução do autor para o termo “corporate entrepreneurship” usado na literatura publicada (Davidsson e Wiklund, 2001, Domínguez, 2002, Zahra, 1993 e Davidsson e Wiklund, 2001).

“In the absence of a universally accepted scientific definition of an entrepreneur, it is the responsibility of every researcher to state clearly what is meant when the term is used.” (Bygrave e Hofer (1991))

A dificuldade de definir o conceito de empreendedorismo passa, desde logo, por um dos problemas mais referido pelos investigadores, isto é, decidir quando o empreendedorismo termina (Gartner, 1989). A própria análise das metáforas utilizadas na literatura, realizada por Arléo e Hernandez (2002) revela o impasse em que a investigação caiu a este respeito.

Na literatura publicada, são tantas as definições de empreendedor encontradas que se torna útil procurar resumir as mais relevantes, como se fez na Tabela 5:

<b>Autor</b>	<b>Definição</b>
Cantillon (1755) <sup>1</sup>	Usou a palavra empreendedor pela primeira vez, significando auto-empregados que se ajustam ao risco, quando o retorno é incerto.
Say (1821) <sup>2</sup>	Indivíduo que combina recursos produtivos.
Mill (1848) <sup>3</sup>	Distingue-se por suportar o risco.
Hawley (1893) <sup>2</sup>	Indivíduo que é dono do output duma organização e assim suporta a incerteza desse output.
Knight (1921) <sup>2</sup>	Indivíduo que toma decisões em condições de incerteza.
R. Cantillon (1931) <sup>1</sup>	Especulador.
Schumpeter (1934)	Indivíduo que inova.
Schumpeter (1942) <sup>4</sup>	Nos anos 40 do século XX recupera a figura do empreendedor como o principal activador do desenvolvimento económico graças à sua função de inovador.
McClelland (1961) <sup>3</sup>	Agente económico que controla meios de produção e produz mais do que consome.
Drucker (1969) <sup>2</sup>	Alguém que procura maximizar as oportunidades de negócio
Hayek (1974) <sup>2</sup>	Captador e utilizador de informação que lhe permite encontrar oportunidades. Hayek (laureado com o prémio Nobel) define o empreendedor como a chave para o desenvolvimento.

Liles (1974) <sup>2</sup>	Nem todo aquele que cria uma empresa é empreendedor. O empreendedor é aquele que é capaz de inovar, identificar e criar oportunidades, combinar recursos para extrair máximo benefício das inovações.
Schultz (1975) <sup>5</sup>	O empreendedor é um redistribuidor de recursos. Schultz ultrapassa o determinismo das características inatas do empreendedor.

<sup>1</sup> Citado em Palich e Bagby (1995)

<sup>2</sup> Citado em Gartner e Shane (1995)

<sup>3</sup> Citado em Carland e tal (1984)

<sup>4</sup> Citado em Domínguez (2002)

<sup>5</sup> Citado em Gonçalves (2000)

Autor	Definição
Andersson (2000)	Qualidades que distinguem o empreendedor: capacidade de ver novas combinações; vontade de agir e desenvolver estas combinações; a visão de que interessa mais agir de acordo com a visão pessoal do que com os cálculos racionais; a capacidade de convencer outros.
Sternberg (2004)	O empreendedor é caracterizado pela inteligência: analítica, criativa e prática.
Thompson (2004)	Foco, isto é, a capacidade de se dedicar a 100% à criação da nova empresa; Vantagem, ou seja, a capacidade de distinguir onde pode criar valor e de seleccionar as oportunidades; Criatividade, fonte de ideias e oportunidades; Ego, que inclui a motivação, dedicação, segurança, locus de controlo interno e responsabilidade; Equipa, ou seja, a capacidade de construir equipas e redes sociais; Social, ou porque influencia a natureza do negócio (este que pode não ter fins lucrativos), ou porque seja empreendedorismo social (criação de novas organizações da cariz social).
Hernandez (2004)	O iniciador dum processo complexo.
Duarte (2004)	No século XII o empreendedor era visto como a pessoa que incentivava brigas. No século XVI o empreendedor era a figura que dirigia uma acção militar. No século XVII o empreendedor era a pessoa que criava e dirigia um empreendimento, ou seja, empreendedores eram as pessoas inovadoras, que corriam risco em busca das oportunidades de obterem lucros. Eram agentes de mudanças, o "motor" do desenvolvimento económico.

Tabela 5 - Definições de empreendedor mais relevantes

Acrescente-se a esta listagem de definições a constatação de Domínguez (2002), segundo a qual, os economistas neoclássicos ignoram o empreendedor. Por exemplo, para Karl Marx, o empreendedor não existe, só existe o capitalista, o que resultará certamente do enquadramento histórico em que Marx escreveu a sua obra, sendo a

teoria económica marxista em grande parte focada na repartição de rendimentos entre capital e trabalho, sem reconhecer a importância de quem cria novas empresas.

As definições são muito diferentes, mas em cada área são mais consensuais (Raposo e Silva, 2000):

- Economia: inovação e desenvolvimento;
- Ciências comportamentais: características do empreendedor;
- Engenharia: distribuidores e coordenadores de recursos;
- Finanças: risco;
- Gestão: organizadores, planeiam e utilizam recursos;
- Marketing: identificam oportunidades, diferenciam a oferta e adaptam-se aos mercados.

Wennekers e Thurik (1999) classificam as diferentes definições de empreendedorismo de acordo com aquilo a que denominaram como escolas de pensamento e que estão resumidos na Tabela 6.

<b>Escola de Pensamento</b>	<b>Papel do empreendedorismo na economia</b>
A Escola de Schumpeter e Baumol – a destruição criativa	O empreendedor é um inovador que implementa a destruição criativa, criando instabilidade, desequilíbrios e desenvolvimento económico.
As Teorias Neoclássicas do Crescimento, ou a Escola de Chicago	Com concorrência perfeita e informação perfeita, guiadas pela mão invisível, o papel do empreendedor será seguramente limitado. No modelo de Solow, o crescimento económico é determinado pelo avanço no conhecimento e na tecnologia. O empreendedor não existe neste modelo.
A Escola Austríaca – o árbitro	O empreendedor tem a capacidade de identificar oportunidades de fazer lucro e de lidar com a incerteza.
A Teoria do Crescimento Endógeno	Assumem que o crescimento resulta do investimento realizado no conhecimento, mas o papel do empreendedor no processo é muito reduzido, nalguns casos inexistente.
A Escola da História Económica – a importância do enquadramento institucional	As instituições têm um papel determinante no crescimento da economia. Alguns autores concluem mesmo que a ligação se faz através do empreendedor, ou seja, o crescimento depende da actividade dos empreendedores e estes agem em resposta à acção das instituições.

A Economia Industrial – competitividade	Michael Porter atribui ao empreendedorismo e à invenção o fundamental da vantagem competitiva das nações.
O Crescimento Recombinador – o inovador	A inovação, de acordo com Schumpeter, pode resultar de recombinações de factores. O empreendedor, nestes modelos, tem por função recombinar ideias, tecnologias e conhecimento, de forma a criar riqueza e impulsionar a economia.
O Evolucionismo – a selecção pela concorrência	Informação imperfeita, racionalidade limitada, as pessoas são todas diferentes, têm dotações diferentes de capital financeiro e de capital humano e têm também diferentes níveis de espírito empreendedor, logo uns criam empresas, outros não e só algumas dessas empresas vão sobreviver, devido a um processo de selecção Darwiniano.

Tabela 6 – Classificação das diferentes definições de empreendedorismo  
Fonte: Wennekers e Thurik (1999)

Para uns, o empreendedor é o responsável pela quebra dos equilíbrios na economia e nos mercados enquanto, para outros, é ele que aproveita os desequilíbrios e as ineficiências dos mercados para fazer lucro e, ao fazê-lo, leva os mercados de volta ao equilíbrio. Tudo depende dos modelos usados e dos seus pressupostos.

As definições constantes nas tabelas anteriores referem uma série de aspectos que interessam considerar na definição que vai ser usada neste trabalho, nomeadamente, o conceito de oportunidade de negócio, a criação duma nova empresa, a necessidade de reunir os recursos necessários à criação da empresa, a questão da inovação e da imitação e ainda a criação de valor.

Assim sendo, a definição de empreendedor que vai ser usada nesta tese deverá incluir e dar resposta a estes aspectos. Refira-se que o termo empreendedor, sempre que usado neste trabalho, não se referirá apenas aos homens, mas aos dois sexos, dado que não é objectivo estudar diferenças entre ambos e as motivações parecem ser basicamente as mesmas (Verheul, Van Stel e Thurik, 2004).



	emergência duma nova actividade.
Henderson (2002)	Em última análise empreendedorismo é descobrir e desenvolver oportunidades de criar valor através da inovação.

Tabela 7 – Definições de empreendedorismo

<sup>A</sup> Citado em Gartner e Shane (1995)

Segundo Low (2001) não vai ser tão depressa que vamos ter uma definição comum e clara de empreendedorismo, porque este campo é muito vasto e pode ser estudado a partir de diversas disciplinas. Recomendam no entanto que se trabalhe com uma definição focada no processo de identificação, avaliação e captura de oportunidades.

Deste modo, estando estas questões por resolver, torna-se mais difícil delimitar a investigação neste domínio. Este estudo não pretende resolver este problema, pretende apenas analisar a relação entre empreendedorismo, capital de risco e incubação de empresas. No entanto, para levar o trabalho a bom porto torna-se fundamental definir objectivamente o significado de cada um destes conceitos, no que se vai seguir a recomendação de Bygrave e Hofer (1991), já citada, e tentar deixar claro o significado atribuído a cada um destes termos.

Para Cunningham e Lischeron (1991), a escolha da definição a usar depende da informação que o investigador pretende enfatizar e no aspecto do processo empreendedor que se pretende estudar.

Relativamente ao conceito de empreendedorismo e de empreendedor, vai ser adoptada uma abordagem que começa por definir o que não vai ser considerado. No final deste processo de exclusão sucessiva será apresentada a definição utilizada nesta tese.

Assim, seguindo Veciana (2000) não se vai considerar como fazendo parte do empreendedorismo o estudo da empresa familiar, considerando que se tratam de dois campos separados, provavelmente complementares, seguramente próximos, mas distintos.

Adopta-se neste estudo a posição de Gartner (1989) segundo a qual empreendedorismo é a criação de empresas (qualquer tipo de empresa), incluindo a criação de empresas familiares, mas também de empresas não baseadas numa família.

Vai-se igualmente deixar de fora do conceito de empreendedorismo a criação de novas actividades económicas por parte de empresários em nome individual. Aqui a justificação é mais pragmática do que teórica e tem duas partes. Em primeiro lugar, a informação estatística sobre empresários em nome individual é de mais difícil acesso do que a informação estatística sobre empresas. Em segundo lugar, as empresas de capital de risco não investem em empresários em nome individual, até porque estes não têm acções ou quotas que lhes possam ceder. Esse investimento, a acontecer, obriga o empresário em nome individual a constituir uma empresa.

Exactamente o mesmo raciocínio se aplicou aos profissionais liberais, embora se retenha a noção clara de que uns e outros contribuem para a criação de novas actividades económicas e, portanto, para o empreendedorismo numa sociedade. Ficam também de fora do conceito de empreendedorismo, usado neste trabalho, quaisquer outras formas jurídicas de trabalhadores por conta própria.

#### **a. O Estudo do Empreendedorismo**

Embora no século XIX o empreendedorismo tenha sido estudado por alguns dos autores de então, é no século XX que o estudo deste fenómeno assume um papel de maior relevância na literatura económica, sobretudo a partir dos trabalhos de Schumpeter (1934 e 1942).

Começando pelo período pré-Schumpeter, vemos que a primeira referência na literatura económica ao termo empreendedor (*entrepreneur* no francês de que provém) surge no trabalho intitulado “Ensaio Geral da Natureza do Comércio” publicado por Richard Cantillon em 1755 (Carland et al, 1984, Stevenson e Jarillo, 1990<sup>17</sup>, Palich e Bagby, 1995, Gonçalves, 2000, Domínguez, 2002 e Lambing e Kuehl, 2003). Este termo foi, nesta obra, utilizado como significando alguém que assume a responsabilidade de pôr em marcha e levar até ao fim um projecto, ou alguém auto-empregado que se ajusta ao risco, quando o retorno é incerto.

<sup>17</sup> Citado em Andersson (2000).

No entanto a palavra “*entrepreneur*” vem do verbo “*entreprendre*”, que aparece pela primeira vez no século XII (Hébert, 1982), sendo usado no sentido de incentivar brigas ou contendas militares, tipicamente feudais (Duarte, 2004).

O termo “*entrepreneur*” aparece mais tarde, no século XV (Hoselitz, 1960), sendo então essencialmente utilizado pelos militares para designar alguém que dirigia uma acção militar (Duarte, 2004). No século XVII, o empreendedor era a pessoa que criava e dirigia um empreendimento, ou seja, eram as pessoas inovadoras, que corriam riscos em busca das oportunidades de obterem lucros.

Eram agentes de mudanças, o “motor” do desenvolvimento económico (Duarte, 2004). Ainda hoje a palavra empreendedor é utilizada, tanto no português como no francês e no inglês, não apenas para nos referirmos ao indivíduo que cria e gere uma empresa, mas muitas vezes também para falar de alguém que revela iniciativa, empenhamento, determinação, audácia e coragem. Alguém que decide fazer algo importante e fá-lo enfrentando todos os obstáculos (Dinis, 2002).

Posteriormente, o embrionário estudo do empreendedorismo continuou com Abbé Baudeau ainda no século XVIII e com Jean Baptiste Say (1821) que, na sua obra “*Cours Complet d’Économie Pratique*”, define a função do empreendedor na economia como sendo o de combinar recursos diversos para produzir um produto, com lucro (Stevenson e Jarillo, 1990, Gartner e Shane, 1995 e Veciana, 2000).

Até chegar a Schumpeter, no séc. XX, foi em França que se expandiu o estudo do empreendedorismo, enquanto os anglo-saxónicos o ignoravam (Gonçalves, 2000). Também os economistas neoclássicos ignoraram o empreendedor, demonstrando estar mais preocupados com a compreensão do funcionamento do mercado e com a “concorrência perfeita”, sendo que, na obra de Marx, a figura do empreendedor não aparece de todo (Domínguez, 2002). Na teoria marxista só existem o capitalista e o trabalhador, não se reconhece qualquer papel ao empreendedor que cria as empresas e centra-se toda a análise nos dois factores de produção clássicos, o capital e o trabalho, e na repartição do lucro (Domínguez, 2002).

No início do século XX, o estudo do empreendedorismo ganhou algum alento, embora continuasse baseado na premissa de que era um assunto distinto da gestão das organizações (Coulter, 2003), até que Schumpeter publicou os seus primeiros trabalhos de maior relevância sobre o tema.

Nos anos trinta, este economista, nascido em Viena mas emigrado para Harvard em 1932, publicou um trabalho (Schumpeter, 1934) onde definia o empreendedor como um agente inovador e fundamental na dinâmica das economias e apresentava a importância que o comportamento estratégico do empreendedor e da nova empresa assumem para o progresso da economia, dado que o mesmo se traduz na introdução de inovações num ou mais dos seguintes campos:

- 1) Oferta de novos produtos;
- 2) Adopção de novos métodos de produção;
- 3) Abertura de novos mercados;
- 4) Utilização de novas fontes de fornecimento;
- 5) Reorganização de indústrias.

Nos anos quarenta, Schumpeter (1942) expandiu o conceito de empreendedorismo com aquilo a que chamou a destruição criativa, onde demonstrava que o empreendedor, ao introduzir inovações e novas tecnologias contribuía para a substituição de produtos e processos ultrapassados, assumindo não apenas um papel central no avanço e desenvolvimento da economia e da sociedade, como protagonizando também um papel fundamental na evolução da vida empresarial e na substituição das empresas estabelecidas por novas organizações mais capazes de aproveitar as inovações. Meio século mais tarde, Reynolds (1999) comprovou a associação entre a destruição criativa e o crescimento económico.

Assim, Schumpeter produziu uma contribuição para o estudo do empreendedorismo ao recuperar a figura do empreendedor no estudo da economia, ao apresentá-lo como o principal promotor do desenvolvimento económico graças à sua função de inovador e ao

descrever a sua importância devido à sua capacidade de fazer novas combinações de recursos produtivos (Lambing e Kuehl, 2003).

Estas contribuições foram tão importantes que Veciana (2000) considera mesmo que Schumpeter assumiu um papel fundamental no estudo do empreendedorismo, ao definir as bases do papel do empreendedor na economia, constituindo assim a base desta disciplina.

No entanto, à altura, foi o trabalho de Keynes quem mais influenciou o poder político, relegando Schumpeter para segundo plano durante décadas.

Estes primeiros estudos sobre empreendedorismo visavam na sua generalidade estudar o “porquê” de alguns indivíduos se dedicarem a criar empresas e a influência que esse fenómeno tinha na economia (Dinis, 2002). A pouco e pouco, no entanto, a questão central passou a ser o “quem”: quem são os empreendedores e que características os distinguem da restante população (Dinis, 2002). Chegava o estudo dos “traços” ou do perfil do empreendedor, que será analisado mais em detalhe numa secção posterior. Esta mudança ocorreu no início dos anos sessenta e correspondeu a uma bifurcação<sup>18</sup> na investigação, quando os investigadores do campo da gestão de empresas começaram a revelar interesse por esta nova via de investigação, que procurava identificar os atributos ou características que distinguiam os empreendedores do resto da população (Domínguez, 2002).

Progressivamente, foram surgindo outros investigadores que adoptaram abordagens diferentes, levando a uma certa fragmentação do estudo do empreendedorismo.

Uma dessas abordagens distinguiu-se por focar no processo cognitivo do empreendedor (Buttner e Gyskiewicz, 1993, Palich e Bagby, 1995, Baron, 1998, Allinson, Chell e Hayes, 2000 e Lambing e Kuehl, 2003) chegando-se a afirmar que o empreendedor pensa de forma diferente, nomeadamente na abordagem ao risco, não por ser mais propenso ao mesmo, mas por ser mais optimista na sua análise das oportunidades (Palich e Bagby, 1995).

<sup>18</sup> Por um lado, uns estudavam o “porquê”, enquanto, por outro lado, outros estudavam o “quem”.

Também Simon, Houghton e Aquino (1999) concluem que os empreendedores não são mais propensos ao risco, antes sofrem dum enviesamento no seu processo cognitivo, que os leva a subestimar o risco das oportunidades que identificam. Esse enviesamento tem três componentes:

1. Excesso de confiança, que impede o empreendedor de conhecer os limites dos seus conhecimentos;
2. Ilusão de controlo, que leva o empreendedor a pensar que consegue dominar e gerir uma situação de criação da nova empresas, quando existem muitos factores que escapam ao seu controlo;
3. Lei dos pequenos números, quando o empreendedor se limita a um número reduzido de fontes de informação para retirar conclusões sobre a oportunidade em análise.

O trabalho empírico de Keh, Foo e Lim (2002) confirmou a influência das duas últimas componentes na forma como os empreendedores avaliam as oportunidades.

O processo cognitivo do empreendedor não será, portanto, completamente racional, misturando emotividade, afectividade e moral (Dinis, 2002).

Outra linha de investigação surge da constatação da necessidade de usar teorias contingenciais no estudo do empreendedorismo, ao assumir que a eficácia do comportamento e do perfil do empreendedor dependem das circunstâncias do ambiente e da organização (Miettinen e Hedberg, 1993)<sup>19</sup>.

Ainda outra linha de investigação é a dos denominados "distritos industriais", onde se admite que os factores sócio culturais que caracterizam a sociedade afectam o fenómeno do empreendedorismo. Assumem mesmo que o que mantém uma empresa viva é a existência duma estrutura sócio cultural de apoio. Conclui-se que as empresas e as economias de sucesso são apoiadas e governadas por instituições não económicas fortes.

<sup>19</sup> Citado em Dinis (2002).

Assim sendo, no estudo do empreendedorismo, o empreendedor é fundamental mas não pode ser isolado do colectivo onde se insere (Benko e Lipietz, 1994, Dinis, 2002 e Silva, 2002).

Esta interacção entre indivíduos é a base da teoria das redes (Bygrave e Minniti, 2000, Andersson, 2000, Dinis, 2002). As redes de conhecimentos dos empreendedores são importantes para:

- explorar as discrepâncias do mercado (Butler, 1991);
- ter acesso à experiência dos outros (Young, 1971);
- ter acesso a informação de negócio;
- ter acesso a aconselhamento técnico;
- ter acesso a recursos humanos (Elfring e Hulsink, 2003);
- ter acesso a recursos físicos (Elfring e Hulsink, 2003);
- ter acesso a recursos financeiros (Johannisson, 1986<sup>13</sup> e Elfring e Hulsink, 2003).

No fundo, as redes sociais do empreendedor podem servir para compensar as suas lacunas dum dos três tipos de capital que necessita para criar a sua empresa (Steier e Greenwood, 2000):

1. Capital financeiro;
2. Capital humano;
3. Capital social.

A evolução da investigação em empreendedorismo no final do século XX passou, em parte, pela discussão à volta da teoria dos traços de personalidade e da sua adequação ao estudo deste fenómeno. No entanto, os estudos nesta linha comportamental, indicados por Max Weber e McClelland, acabariam num beco sem saída (Mazzarol 98 e Jesuíno, Reis e Cruz 88).

Peter Drucker (1985) foi um dos que refutaram esta linha, afirmando que o empreendedorismo é definido por um comportamento de procura sistemática da inovação.

Este autor desenvolve o estudo do empreendedorismo quando afirma que o mesmo se baseia na maximização das oportunidades, sendo um dos primeiros a colocar ênfase nesta vertente do estudo do fenómeno. De facto, um dos contributos principais deste autor do campo da gestão de empresas é o reconhecimento de que o papel do empreendedor passa por reconhecer e agir sobre as oportunidades, que não “caiem do céu”, antes são desenvolvidas (Coulter, 2003). Mais, como Jack e Anderson (2002) salientam, a capacidade de reconhecer e explorar oportunidades depende do empreendedor estar bem integrado na sociedade local.

Por outro lado, a fragmentação registada na investigação publicada sobre empreendedorismo levou a que alguns autores procurassem criar um enquadramento teórico de base que desse corpo e delimitasse esta área do conhecimento, ao mesmo tempo que propunham objectivos para o estudo da área e propunham também a adopção de técnicas de investigação (Low e MacMillan, 1988, Shane e Venkataraman, 2000, Chandler e Lyon, 2001, Davidsson, Low e Wright, 2001, Davidsson e Wiklund, 2001, Ucbasaran, Westhead e Wright, 2001).

Hoje em dia e de uma maneira resumida, podemos definir o empreendedorismo como uma competência essencial, considerando que *empreender engloba uma componente activa e uma componente passiva, podendo este conceito ser entendido como uma propensão para inovar mas também como a capacidade para acolher e desenvolver a inovação proveniente de factores externos. Inclui acolher a mudança, assumir responsabilidades pelas próprias acções, a formulação de objectivos e a tentativa do seu cumprimento e a vontade e motivação para o sucesso.*

Os conhecimentos essenciais envolvidos no âmbito desta competência prendem-se com o saber *avaliar as oportunidades de forma a identificar aquelas que se enquadram nas actividades pessoais*, sabemos que as capacidades reconhecidas na competência do empreendedorismo são:

- *Planear, organizar, analisar, comunicar, implementar, redigir, avaliar e memorizar;*
- *Desenvolver projectos e respectiva implementação;*
- *Trabalhar, cooperativamente, em equipa e com flexibilidade;*

- *Identificar em termos pessoais as áreas fortes e fracas;*
- *Agir proactivamente e responder positivamente a mudanças;*
- *Assumir riscos.*

As principais atitudes para o desenvolvimento desta competência são:

- *Mostrar iniciativa;*
- *Vontade de mudança e de inovação;*
- *Identificação de áreas para demonstrar todo o potencial empreendedor.*

Tendo presente esta definição abrangente da competência do empreendedorismo e as suas componentes em termos de conhecimentos, capacidades e atitudes, podemos pensar o empreendedorismo como sendo, fundamentalmente, a capacidade e o desejo de agir. Trata-se de um agir consciente, determinado e voluntário, tendente à obtenção de mudanças. Nesse sentido ser empreendedor pode ser caracterizado como uma atitude dinâmica perante a realidade, em que face a determinados contextos, internos ou externos, imagina respostas de modificação dessa realidade. É por isso que, habitualmente, empreendedorismo e inovação aparecem associados, porque o empreendedor tende a realizar as suas acções de forma diferente, visando outros resultados, e nesse processo constante de inovação vai recriando a realidade. Para o empreendedor o mundo está em permanente mudança, pelo que podem ser imaginadas e criadas novas formas de transformação da realidade.

Esta capacidade de recriar a realidade é determinante para a sociedade, para a resolução dos novos problemas que vão surgindo acoplados ao progresso e à evolução tecnológica das comunidades, ou para a proposta de soluções inovadoras em relação às problemáticas transgeracionais que persistem sem soluções viáveis.

## 10.2. Características Pessoais

Cada empreendedor é único. Não existe um arquétipo ou seja cada individuo apresenta o seu próprio grau de atributos de empreendedor. No entanto, e segundo Lessem (1986) é possível agrupar os empreendedores em vários tipos, segundo as características que apresentam.

Sintetizar os tipos de empreendedores identificados pelo autor:

<b>Tipo Empreendedor</b>	<b>Tipo Personalidade</b>	<b>Atributos</b>
Inovador	Imaginação	Originalidade, inspiração amor e transformação
Criador e Encorajador	Intuito	Evolução, desenvolvimento simbiose, ligação
Lider	Autoridade	Direcção responsabilidade estrutura e controlo
Novo empreendedor	Força Vontade	Realização oportunidade tomador de risco e poder
Animador	Sociabilidade	Valores partilhados comunidade e cultura
Aventureiro	Energia	Movimento, trabalho saúde e actividade.

Tabela 8 – Tipos de empreendedores (Lessem, 1986)

Lessem, identificou estes seis tipos de empreendedores que se distinguem fundamentalmente através da sua personalidade e dos seus atributos.

## 11.O tecido empresarial Português

Muitas das PME portuguesa encontram-se fortemente descapitalizadas. O limite ao nível do endividamento é o limite ao crescimento. Para sobreviver as empresas portuguesas têm de crescer e de se internacionalizar.

A internacionalização é um facto recente mas demasiado importante para se ignorar. Portugal tem poucas empresas e marcas universalmente conhecidas. Falta-nos empresas que consigam impor o seu nome internacionalmente como a NESTLÉ Suíça, a LEGO Dinamarquesa, a NOKIA Finlandesa, IKEA Sueca, Mercedes Alemã e a COCA-COLA EUA, para só citar empresas, algumas delas de pequenos países. Todas estas empresas estão presentes nos principais mercados mundiais e estabelecidas há dezenas de anos, sendo amplamente respeitadas, mesmo ao nível do consumidor final. Não encontramos situações semelhantes à escala portuguesa.

Se tentarmos identificar a primeira empresa multinacional com sede em Portugal, com base em número de filiais, quota de mercado mundial e volume de negócios, o nome que provavelmente ocorre é o da Corticeira Amorim. No entanto, e apesar de contar com um vasto leque de consumidores, aliás distinto, que inclui quase todos os apreciadores de vinhos de qualidade, à escala planetária, poucos serão capazes de citar a marca da rolha que ajudou a assegurar a qualidade do néctar consumido.

O produto de renome verdadeiramente universal é o Mateus Rosé, mas trata-se de uma operação de exportação, sem efectivo domínio dos mercados como se vem confirmando pelo recuo da presença da marca.

No entanto, uma transformação profunda está a acontecer à economia portuguesa. A nossa integração económica com o resto do mundo, embora crescente no período posterior a 1974, restringia-se ao comércio externo e o grau de abertura sempre foi muito inferior ao de outras pequenas economias como a belga.

Quanto à capacidade de atracção de investimento directo estrangeiro (IDE), houve algum progresso após a adesão à União Europeia, sobretudo no início da década de 90,

mas coincidindo com uma expansão generalizada do IDE que cresceu sempre a taxas muito superiores às do PIB e mesmo do comércio externo. No entanto, é o IDE com origem em Portugal (investimento directo português no estrangeiro - IDPE) que cresce a ritmo vertiginoso. Entre 1990 e 1995, o ID PE acumulado (stock) passa de 517 para 2.834 milhões de dólares, o que corresponde a uma expansão de 548% contra 134% para o IDE à entrada e 162% para o IDE mundial.

A expansão das empresas portuguesas nos mercados externos abarca um vasto conjunto de sectores e não se limita aos maiores grupos económicos. Apesar da grande diversidade dos casos de internacionalização, os elementos estatísticos disponíveis e a análise de algumas das experiências já verificadas permitem contribuir para a identificação de alguns dos padrões mais marcantes da internacionalização das empresas portuguesas.

### **11.1 Países de destino da internacionalização**

No início da internacionalização, verificou-se um claro predomínio da Espanha como país de destino. A proximidade geográfica, cultural e económica tornou a Espanha local de destino de cerca de 50% do IDPE, quota muito superior à que ocupava como parceiro comercial. Ao nível das exportações, a Espanha é mesmo superada pela Alemanha, onde o IDPE é irrisório.

Empresas como a Petrolgal, o Pão de Açúcar, a Cimpor e a Sonae, os principais bancos, com destaque para a Caixa Geral de Depósitos, activa na banca de retalho, fazem parte das mais de 100 empresas já activamente instaladas no país vizinho.

No entanto, à medida que a experiência das empresas, individual ou colectiva, vai aumentando, os empresários vão-se aventurando em novos mercados. Países como o Brasil, Moçambique e até Marrocos estão agora na lista dos países com elevado potencial de atracção. Nalguns casos as empresas começaram por se estabelecer em Espanha para depois avançar para novos mercados como foi o caso da Cimpor e da Petrolgal. Noutros começaram directamente por pontos muito mais distantes como a Polónia (Jerónimo Martins), Marrocos (Valouro) ou Macau e China (Efacec).

O peso inicial da Espanha, seguido de um progressivo avanço para mercados mais distantes não surpreende à luz da teoria da internacionalização. Já a escassa presença junto dos nossos principais parceiros comerciais e locais de destino de emigrantes, em favor de mercados mais distantes e com menos peso nas relações comerciais - Brasil e Moçambique - é uma relativa surpresa, apesar dos laços culturais e linguísticos. A Colep e a Maconde em Espanha, a Cordoaria Oliveira e Sá na Holanda, a Autosil em França, com aquisição da STECO, ou a Sonae no Brasil são apenas alguns exemplos.

Nalguns casos, encontram-se situações de parceria com entidades locais, como foi o caso da Jerónimo Martins na Polónia, mas as relações contratuais incluindo acordos de licenciamento ou franchising são ainda relativamente raras, com algumas excepções no sector dos moldes. É ao nível dos contractos de gestão, típicos do sector da hotelaria, que encontramos os exemplos da ESTA e da OTI Hotéis, presentes nos países africanos de expressão portuguesa.

A internacionalização das empresas portuguesas é uma quimera, uma busca do Eldorado, ou possui bases sólidas, em consequência de vantagens competitivas por parte dos seus promotores? A internacionalização é uma aventura arriscada que consome recursos financeiros e humanos escassos.

Não deve ser empreendida como resposta a eventual insucesso no mercado doméstico, ou porque a empresa dispõe de recursos financeiros temporariamente abundantes, mas servir de projecção a vantagens exploradas no mercado doméstico ou noutros mercados pela via da exportação.

Os casos de internacionalização permitem identificar fontes de vantagens competitivas e, na generalidade dos casos, posições duradouras de relevo no mercado nacional. Em sectores como a distribuição, a indústria cimenteira, a hotelaria, os moldes, as embalagens, a cortiça, entre outros, é bem visível a existência de ambiente competitivo e a acumulação de experiência e know-how que podem vir a ser eficientemente exploradas noutros mercados.

Num número significativo de casos, as empresas possuem já uma experiência de parceria e cooperação internacional, quer com empresas multinacionais estabelecidas em Portugal - Colep e Jerónimo Martins, quer através de alianças estratégicas - Sonae, BCP, etc.

No entanto, uma outra modificação está a verificar-se na economia portuguesa - a inovação começa a estar presente apesar do fraco nível de I&D que sempre caracterizou as nossas empresas. Em sectores como as tecnologias de informação e de telecomunicações, a banca, o farmacêutico, etc., são já visíveis elementos de inovação e existe mesmo um conjunto de produtos como por exemplo a Via Verde que estão a ser introduzidos noutros mercados.

A teoria do ciclo de vida do produto de Vernon, permite explicar o nível crescente de inovação e internacionalização da economia portuguesa.

Na fase do lançamento, é indispensável conjugar três factores que viabilizam a inovação:

1. Concepção de novos produtos, serviços e processos, em resultado de espírito inventivo. É talvez o menor dos problemas: os portugueses ganham frequentemente os principais prémios nos certames da especialidade. Ao nível do design também é notório que nos últimos anos vivemos uma verdadeira revolução;

2. Acesso a segmentos de mercado com poder económico e espírito pioneiro. Estes clientes estão dispostos a pagar os preços necessariamente elevados da fase inicial, bem como a fornecer sugestões e críticas que levam à afinação e desenvolvimento do produto. Os primeiros telemóveis que surgiram em Portugal custavam mais de 700 contos, e não ficaram por utilizar...

3. Existência de empresas com capacidade de gestão e financeira adequadas à inovação. O risco associado à fase de lançamento é muito elevado e as empresas carecem de estrutura financeira adequada para enfrentar eventuais revezes. Por outro lado, carecem

de recursos humanos tanto para a concepção como para a aprendizagem com os clientes e adaptação dos produtos.

A inovação com sucesso corresponde a uma identificação, nem sempre fácil, entre os objectivos da empresa e as aspirações dos consumidores. No entanto, constitui a base mais sólida para a entrada em novos mercados, na fase inicial com características semelhantes ao do país onde a inovação foi desencadeada e testada.

Portugal já tem a sua quota de “naufrágios” na internacionalização, nomeadamente nos sectores cerâmico e das confecções. Por vezes, é o sucesso excessivo a ditar o fracasso, por falta de capacidade de resposta. Outras vezes, é o espírito individualista que leva alguns investidores a suportar sozinhos custos que poderiam ser partilhados. No entanto, e embora a experiência seja recente, já foi possível demonstrar que é possível descobrir novos caminhos e trilhá-los com, cada vez, maior segurança.

O mérito, nunca inteiramente apropriado em termos de benefícios, cabe sobretudo aos pioneiros, mesmo aos que falharam.

Historicamente, o recurso ao mercado de capitais como fonte de financiamento, em particular das PME dos sectores mais tradicionais, tem sido muito reduzido.

Muitas das fontes de financiamento disponíveis no mercado de capitais são raramente utilizadas pelas empresas em Portugal.

## **12.Dados Finais**

Ao longo desta tese sempre pretendemos descrever de forma sintetizada e selectiva toda a informação que aqui descrevemos, neste sentido não é fácil realizar uma conclusão, pois achamos que o trabalho em si já é um resumo de todos os temas abordados e actualizados da sociedade Portuguesa. Assim podemos dizer que o empreendedorismo é importante pelo que representa para a criação de emprego, para a inovação e para a criação de riqueza, nomeadamente para o desenvolvimento.

É difícil de assentar numa definição de empreendedor e de empreendedorismo universalmente aceitável, logo todos os estudos têm de explicar muito bem os conceitos que estão a usar (Bygrave e Hofer, 1991).

Tendo em conta o actual contexto económico, de particular adversidade, e onde se sucedem as notícias de insolvências e despedimentos, este período a que estamos a viver é de uma enorme instabilidade mas ao mesmo tempo também é propício a novas oportunidades, novos desafios. Nesse sentido enquanto a economia está a mudar e a sociedade altera os seus padrões de compra muitas empresas estão e vão certamente fechar portas, quer seja por inadaptação, por quebra nas vendas, por dívidas de clientes ou muitos outros motivos. No entanto outras (existentes e novas) terão de descobrir que devem formatar os seus produtos e serviços às novas necessidades e às novas referências de valores, que podem usar novos modelos de negócio mais resistentes a tempos conturbados e que podem encontrar na ausência dos que definham um novo mercado de oportunidades. Não será fácil identificar o que está a mudar e como responder a isso, mas poderão aparecer novas oportunidades e redescobrir serviços e hipóteses que tenhamos ao nosso alcance mas que não estudávamos, não equacionávamos para os nossos negócios, como o capital de risco, por exemplo.

De um modo mais lato, a sociedade floresce quando as pessoas pensam de forma empreendedora. Com efeito, mais problemas serão resolvidos e solucionados mais depressa se cada um de nós redescobrir os nossos instintos empreendedores ou o mesmo será dizer actuando de forma confiante, expedita, ambiciosa, adaptável e em permanente interacção com as redes de contactos que vamos construindo no decorrer das nossas actividades.

Portugal precisa de Empreendedores que possam criar e fazer crescer empresas, uma vez que criam mais postos de trabalho (grande parte destes, qualificados), acrescentam valor à economia, ambicionam o mercado global, exportam ou substituem importações, ou seja, criam riqueza para a Sociedade em que se inserem.

Até porque as condições para a emergência desta tipologia de empreendedores existem, actualmente, no nosso País, em quantidade razoável: Universidades de Excelência, quadros qualificados e competitivos comparativamente ao resto da Europa, infra-estruturas adequadas, administração pública relativamente desburocratizada, incubadoras de empresas e mais recentemente uma oferta de capital – encontravam-se disponíveis para investimento até Dezembro de 2013 mais de 250 milhões de euros conforme se podia visualizar em <http://www.pofc.qren.pt/areas-do-competite/financiamento-e-capital-de-risco>, por parte de investidores especializados nas fases emergentes de criação de empresas “de alto rendimento”, usualmente denominadas “start-ups”.

Neste momento, o que falta, sobretudo, aos nossos empreendedores é um mercado interno saudável ao qual vender. Com a quebra dos índices de consumo torna-se difícil sustentar a actividade, principalmente de uma “start-up” que muitas das vezes tenta lançar no mercado novos produtos e serviços, pelo que se torna essencial olhar para o mercado global desde que o projecto começa a ser gerado. Apesar dessa perspectiva ser a solução mais indicada para muitas actividades (nem todas são exportáveis) a mesma requer muitas vezes algum investimento físico (feiras, comunicação, novos parceiros) que carece de tempo e dinheiro.

Essa pode ser uma limitação, mas há também janelas abertas para progressos nessa área. Por exemplo, hoje é mais fácil criar equipas internacionais que trabalham em rede (na “cloud”) e por video-conferência. Hoje, é também mais fácil ter o nome da empresa divulgado globalmente em directórios gratuitos e em websites da especialidade, assim como é mais fácil encontrar e contactar directamente alguém do outro lado do mundo através das redes profissionais. Resta muito trabalho, pelo meio, a fazer, mas com criatividade é possível alterar o modelo “padrão” e encontrar novas formas de globalizar.

De uma forma geral, os Business Angels e o Venture Capital investem em pessoas, não em tecnologia ou mesmo geografias. Nesse sentido um empreendedor, bem preparado e totalmente comprometido com o projecto, com um argumento bem fundamentado sobre como pretende resolver um problema de um determinado mercado captará certamente a atenção dos investidores.

Claro que a ideia é importante, assim como o tamanho do mercado, os rendimentos e os custos, mas mais importante que esses factores é o empreendedor e a Equipa que a vai implementar.

Um líder fantástico com um mau conceito vai de alguma maneira tornar essa iniciativa num sucesso, mas um mau líder com o melhor conceito resultará quase sempre em falha. O investidor está a prestar tanta atenção ao empreendedor enquanto individuo como à ideia; está à procura de um empreendedor em quem possa confiar o seu dinheiro ganho arduamente. Assim, a maneira como o empreendedor apresenta a sua ideia ou inspirará confiança ou a destruirá.

Num País com o consumo em queda, aumento de impostos, ineficiência dos tribunais, ausência de investimentos e incerteza sobre a manutenção da paz social, não é de estranhar que muitos daqueles que possuam as capacidades empresariais primem pela ausência de confiança preferindo, infelizmente, abandonar o País à procura de outros ciclos económicos mais consentâneos com as suas ambições.

Apesar desta dura realidade, aqueles que decidem ficar e que se encontrem bem preparados e motivados, terão a confiança para perspectivar que o nosso ciclo se aproxima do seu mínimo e que, em breve, começaremos a recuperar de maneira a poderem beneficiar das excelentes condições existentes actualmente em Portugal, para se tornarem empreendedores.

Existe ainda uma possibilidade para pequenos mercados que se destina principalmente para a arte como, por exemplo, as start-ups, incluindo ainda as campanhas políticas. O Crowdfunding, traduzido para português como o Financiamento colectivo ou Financiamento colaborativo, não é mais que uma forma simples e transparente de

angariação de fundos para um projecto através de uma comunidade online que partilha os mesmos interesses. Não é mais do que a obtenção de capital para iniciativas de interesse colectivo através da agregação de múltiplas fontes de financiamento, em geral pessoas físicas interessadas na iniciativa. O termo é muitas vezes usado para descrever especificamente acções na Internet com o objectivo de arrecadar dinheiro para artistas, jornalismo cidadão, pequenos negócios e start-ups, campanhas políticas, iniciativas de software livre, filantropia e ajuda a regiões atingidas por desastres, entre outros.

A título de curiosidade o Banco Espírito Santo foi a primeira instituição bancária a associar-se ao movimento de financiamento colectivo através da Internet - BES Crowdfunding.

O objectivo deste movimento financeiro é promover o envolvimento e a contribuição dos portugueses, com pequenos donativos, em projetos de solidariedade, com o banco a assegurar 10 por cento do financiamento total.

Em causa está o financiamento de instituições de referência a nível nacional, nomeadamente a Cáritas Portuguesa, a Associação Novo Futuro e a Acreditar.

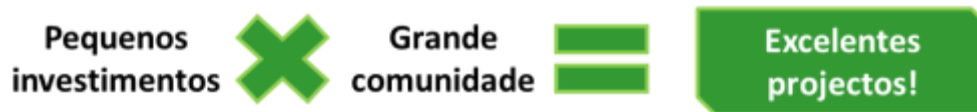
A situação económica fez despertar novas formas de participação e de contribuição social, nomeadamente o crowdfunding, isto é, a possibilidade de qualquer pessoa poder contribuir para determinada causa através da Internet e colectivamente ajudar a concretizar um projecto. Nos Estados Unidos e em alguns países da Europa o movimento é um sucesso no financiamento através das redes sociais, de startups, ONGs e projectos criativos.

O **BES Crowdfunding** está alojado na plataforma de financiamento coletivo de referência em Portugal, a **PPL Crowdfunding Portugal**, e inicia-se com o projecto Ganhar Asas e a Casa de Gaia da Associação Novo Futuro, a Cooperativa de Reeducação e Apoio à Criança Excepcional de Portimão (CRACEP), o projecto Arco-íris e a de Coimbra da Acreditar, como ainda com a aquisição de um equipamento médico destinado ao Hospital D. Estefânia. A financiar estão necessidades específicas para o acolhimento de jovens e crianças, para o apoio a cidadãos portadores de

deficiência e para o acolhimento de famílias de crianças em tratamento oncológico ou outro tratamento hospitalar.

Com o BES Crowdfunding pode divulgar o seu projecto e reunir a comunidade que partilha o mesmo interesse. Se cada membro contribuir com um pequeno apoio, juntos conseguimos levar a cabo os maiores projectos. Essa é a força do *crowdfunding*:

**pequenos investimentos × grande comunidade = excelentes projectos!**



O BES Crowdfunding funciona de modo simples e transparente, utilizando a mecânica "tudo ou nada":

- O promotor estabelece montante mínimo e prazo de angariação - os projectos não devem exceder 2.500 euros para prazo de 60 dias e 5.000 euros para o prazo de 90 dias
- Se a meta proposta for atingida dentro do prazo estabelecido, o promotor recebe os fundos
- Se o montante mínimo não for angariado, o promotor não receberá nada e os fundos serão devolvidos aos apoiantes.

Este conceito tem cerca de 15 anos e chegou a Portugal em 2011 e, no espaço de ano e meio, a principal plataforma de crowdfunding a operar em Portugal, a PPL (PPL.com.pt), já ajudou a financiar 39 projetos, angariou mais de 120 mil euros e analisou um total de 550 candidaturas.

Nos EUA, onde o conceito está mais vulgarizado, já se financiam projectos com mais de 10 milhões de dólares.

Em termos de conclusão, o crowdfunding poderá ser um dos caminhos a optarmos para chegarmos a um fim, a um objectivo, **afinal as plataformas de crowdfunding não são mais que o elo de ligação entre quem tem o projecto e o cidadão que o pode financiar.**

Conclui-se assim que a indústria de capital de risco portuguesa continua pouco desenvolvida, servindo principalmente como fonte alternativa de financiamento de expansão da actividade maduras ou saneamento de dívida, tal como prevíamos no início da tese. E que a não assunção de um papel activo no desenvolvimento do empreendedorismo, resulta principalmente de um mercado financeiro *bank-oriented*, no entanto, existem crescentes evidências da alteração desta situação, com a entrada de novos *players*, quer nacionais quer estrangeiros, actuando tanto como *business angels* ou *venture capitalists*.

## 11. BIBLIOGRAFIA

Amit, R., L. Glosten, and E. Muller, 1990a, Does Venture Capital Fosters the Most Promising Entrepreneurial Firms? *California Management Review* 32, pp 102-111.

Amit, R., L. Glosten, and E. Muller, 1990b, Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing, *Management Science* 36 (10), 1232-1245.

Amit, R., L. Glosten, and E. Muller, 1993, Challenges to Theory Development in Entrepreneurship Research, *Journal of Management Studies*, pp. 815-834.

Barney, J.B., 1991, Firm resources and sustained competitive advantage, *Journal of Management* 17, pp. 99-120.

Barry, Christopher B., Chris J. Muscarella, John W. Peavy III and Michael R. Vetsuypens, 1990. The role of venture capital firms in the creation of public companies: evidence from the going public process. *Journal of Financial Economics* 27, 447-471.

Barry, Christopher B. and Vassil T. Mihov, 2006, Debt Financing, Venture Capital, and Initial Public Offerings, *Working Paper Series (Texas Christian University - M.J. Neeley School of Business and Texas Christian University - M.J. Neeley School of Business)*.

Barry, Christopher B., Chris J. Muscarella, John W. Peavy, III, and Michael R. Vetsuypens, 1990, The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going public process, *Journal of Financial Economics* 27, 447-471.

Barry, Christopher B., 1994, New directions in research on venture capital finance, *Financial Management* 23 (3), pp. 3-15.

Bartlett III, Robert P. , 2006, Managing Risk on a \$25 Million Bet: Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation, University of Georgia Law School, *UCLA Law Review*, Vol. 54.

Becker, Ralf M. and Thomas F. Hellmann, 2003, The Genesis of Venture Capital – Lessons from the German Experience, *CESifo Working Paper Series No. 883, Sauder School of Business Working Paper*.

Black, Bernard S. and Ronald J. Gilson, 1998, Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics* 47, pp. 243-277.

Black, Bernard S. and Ronald J. Gilson, 1999, Does Venture Capital Require an Active Stock Market?

Blackburn K, 2003, N. Bose, Information, imitation and growth, *Journal of Developmental Economics* 70(1), pp. 201-223.

Brav, Alon, and Paul Gompers, 1997, Myth or Reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies, *Journal of Finance* 52, 1791-1821.

Bygrave, William D. e Charles W. Hofer (1991), “Theorizing about entrepreneurship”, entrepreneurship theory and practice, vol16 n°2, winter, 13-22.

Chai, Yew-Ming, 1995, The interaction effect of information asymmetry and decentralization on managers’ job satisfaction: a research note, *Human Relations* 48(6), pp. 609-624.

Chemmanur, Thomas J. and Elena Loutskina , 2005, The Role of Venture Capital Backing in Initial Public Offerings: Certification, Screening, or Market Power?, *EFA 2005 Moscow Meetings Paper*.

Cumming, Douglas and MacIntosh, Jeffrey G., 2003, A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exit Strategies, *Jornal of Banking and Finance* 27, pp. 511-548.

Cumming, Douglas and Jeffrey G. MacIntosh, 2003, Venture Capital Exits in Canada and the United States, *University of Toronto Law Journal*, Vol. 53, pp. 101-200.

Cumming, Douglas, 2004, Capital Structure in Venture Finance, *EFMA 2001 Lugano Meetings; University of Alberta Working Paper*.

Cumming, Douglas, 2005, Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital, *University of New South Wales Working Paper*.

Ensley, Michael D., and Jon C. Carr, 2006, Institutional Isomorphism in Venture Capital Investment Decision Making: Industry Characteristics and Investment Preferences, *Rensselaer Polytechnic Institute (RPI) - Lally School of Management & Technology and University of Southern Mississippi Working Papers*.

Ettinger, Jean-Claude, 1995, Pratiques d'évaluation et de Sélection de Projects d'activités Nouvelles en Europe, *Reveu Francaise de Gestion* 102, pp.45-57.

Friend, Vance H. and Robert D. Hisrich, 1994, Towards a Model Of Venture Capital – Investment Decision Making, *Financial Management* 23(3), 28-37.

Gajewski, Jean-François, and Carole Gresse, 2006, A survey of the European IPO market, *Université Paris 12 Working Papper*.

Gompers, Paul A., 1995, Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital. *Journal of Finance* 50, 1461-1489.

Gompers, Paul A., 1998, Ownership and control in entrepreneurial firms: an examination of convertible securities in venture capital investments, *Harvard University, Cambridge, MA Working Paper*.

Gompers, Paul A., and Josh Lerner, 1999, What Drives Venture Capital Fundraising?, *Harvard Business School and Harvard Business School - Finance Unit Working Paper*.

Gompers, Paul A., and Josh Lerner, 2003, The really long-run performance of initial public offerings: the pre-Nasdaq evidence, *Journal of Finance* 58, 1355-1392.

Harris, Robert S. and David Ravenscraft, 1991, The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market, *Journal of Finance* 46 (3), pp. 825-844.

Hoberg, Gerard and Hasan Nejat Seyhun, 2006, Do Underwriters Collaborate with Venture Capitalists in IPOs? Implications and Evidence, *AFA 2006 Boston Meetings Paper*.

Jensen, Michael C., and William H. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Jeng, Leslie A. and Philippe C. Wells, 1998, The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, *Bain Capital – General Working Papers*.

Kaplan, Steven N., 1991, The staying power of leveraged buyouts, *Journal of Financial Economics* 29, pp. 287-313.

Kaplan, Steven N., and Per Strömberg, 2003, Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, *Review of Economics Studies* 70; pp. 281-316.

Kaplan, Steven N., Berk A. Sensoy and Per Strömberg, 2006, What are Firms? Evolution from Birth to Public Companies, *CRSP Working Paper No. 603 (University of Chicago - Graduate School of Business , University of Southern California - Marshall School of Business and Stockholm Institute for Financial Research (SIFR))*.

Kogl, Nathalie, Junho 2012, *Factores de Sucesso no Empreendedorismo. Estudo de Caso de Supermercado de produtos Biologicos Brio. ( Tese de mestrado do ISG – Instituto Superior de Gestão)*.

Kutsuna, Kenji, Hideo Okamura and Marc Cowling, 2002, Ownership structure pre and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies, *Pacific-Basin Journal* 10, pp. 163 - 181

Leland, H., and D. Pyle, 1977, Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation, 32, 371-387.

Lerner, Josh, 1994b, Venture Capitalists and the Decision to Go Public, *Journal of Finance and Economics* 35 (3), pp. 293 - 316.

Lessem, R. (1986) Becoming a Metapreneur. *Journal of General Management*, pp. 11-14.

Lin, T.H. and Smith, R.L., 1997. Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during equity IPO's. *Journal of Corporate Finance* 4, 241-263.

Megginson, William C. & Kathleen A. Weiss, 1991, Venture Capital Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 46, 879-896.

Norton, E., 1995, Venture Capital as an alternative means to allocate capital: an agencytheoretic view, *Entrepreneurship Theory and Practice*, pp. 19-29.

Rossetto, Silvia, 2006, The Price of Rapid Exit in Venture Capital-Backed IPOs, *AFA 2006 Boston Meetings Paper University of Warwick - Finance Group*

Sahlman, William A., 1990, The Structure and Governance of Venture Capital Organizations, *Journal of Financial Economics* 27, pp. 2, 473-524.

Saul M., 2003; Stop following the herd, cut your fund and other common-sense advice. *Venture Capital Journal* (May); pp. 42-43.

Shepherd, D.A. and A.L. Zacharakis, 1999, Conjoint analysis: A new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 1(3), pp. 197-217.

Shepherd, D.A., and A.L. Zacharakis, 2001, Speed to initial public offering of VC-backed companies, *Entrepreneurship Theory and Practice* 25(3), pp. 59-70.

Shepherd, D.A., and A.L. Zacharakis, 2001, The venture capitalist – entrepreneur relationship: Control, trust and confidence in co-operative behavior. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 3(2), pp. 129-149.

Shepherd, D.A. and A.L. Zacharakis, 2002, Venture capitalists' expertise: A call for research into decision aids and cognitive feedback, *Journal of Business Venturing* 17(1), pp. 1-20.

Shepherd, D.A., A.L. Zacharakis & R.A. Baron, 2003, Venture capitalists' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better, *Journal of Business Venturing* 18(3), pp. 381-401.

Strömberg, Per and Steven N. Kaplan, 2002, Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses, *AFA 2002 Atlanta Meetings*.

Talmor, Eli and Charles J. Cunniff, 2005, The Staging of Venture Capital Financing: Milestone vs. Rounds, *EFA 2005 Moscow Meetings Paper (London Business School and Washington University)*.

Wells, W.A., 1974, Venture Capital Decision Making, *Carnegie-Mellon University Dissertation*.

Williamson, O.E., 1983, Organization Form Residual Claimants, and Corporate Control, *Journal of Law and Economics* 26, pp. 541-366.

Zacharakis, A.L., and G.D. Meyer, 1998, A lack of insight: Do venture capitalists really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing* 13 (1), pp. 57-76.

Zacharakis, A.L., and D.A. Shepherd, 2001, The nature of information and venture capitalists' overconfidence, *Journal of Business Venturing* 16(4), pp. 311-332.

Zingales, L., 1995. Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies* 62, 425-448.

## **Sites:**

[www.iapmei.pt](http://www.iapmei.pt)

[www.portugalglobal.pt](http://www.portugalglobal.pt)

[www.apcri.pt](http://www.apcri.pt)

[www.europeanequities.nyx.com](http://www.europeanequities.nyx.com)

[www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)

[www.bportugal.pt/](http://www.bportugal.pt/)

<http://www.pofc.qren.pt>

<http://www.bes.pt>

ANEXO1

Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento

[geral@apcri.pt](mailto:geral@apcri.pt)

Bom dia.

O meu nome é Rui Caldeira, e neste momento voltei a estudar estando a frequentar o mestrado em Gestão no Instituto Superior de Gestão - ISG.

Encontro-me a realizar sob a orientação da Professor Doutor José Magalhães, a investigação para a tese com o título "O contributo das sociedades de capital de risco para o empreendedorismo".

O meu contacto realiza-se no sentido de solicitar a V. Exa. a colaboração para recolha de dados, designadamente o **número de empresas que recorre ao capital de risco, quais os sectores que recorrem a este tipo de capital** e se possível também, quais os factores, para no nosso país, este tipo de capital ser pouco utilizado em relação a outros países. Se tiverem mais material disponível como as vantagens e desvantagens do capital de risco seria óptimo.

Agradecendo desde já a atenção dispensada. Esperando a Vossa melhor atenção ao assunto e estando disponível para mais alguma informação adicional.

Com os melhores cumprimentos,

Rui Caldeira

Anexo 2 » Quadros

Unidade: 10<sup>6</sup> Euro

Fases de Investimento	SCR			FCR			Total		
	N.º Partic. (1)	Valor	%	N.º Partic. (1)	Valor	%	N.º Partic. (1)	Valor	%
<b>Venture Capital</b>	<b>70</b>	<b>36,5</b>	<b>5,4%</b>	<b>433</b>	<b>300,7</b>	<b>18,7%</b>	<b>503</b>	<b>337,2</b>	<b>14,7%</b>
Seed Capital	3	0,1	0,0%	28	11,1	0,7%	31	11,2	0,5%
Start-up	41	34,1	5,0%	348	236,4	14,7%	389	270,6	11,8%
Early stage	26	2,3	0,3%	57	53,2	3,3%	83	55,5	2,4%
<b>Private Equity</b>	<b>124</b>	<b>641,7</b>	<b>94,6%</b>	<b>499</b>	<b>1.311,4</b>	<b>81,3%</b>	<b>623</b>	<b>1.953,1</b>	<b>85,3%</b>
Expansão	45	526,8	77,7%	230	278,6	17,3%	275	805,4	35,2%
Capital de substituição	16	19,3	2,9%	36	213,9	13,3%	52	233,2	10,2%
Turnaround	6	0,0	0,0%	94	399,8	24,8%	100	399,8	17,5%
Refinanciamento da dívida bancária	0	0,0	0,0%	34	69,5	4,3%	34	69,5	3,0%
Management buy-out	17	22,6	3,3%	62	182,2	11,3%	79	204,8	8,9%
Management buy-in	0	0,0	0,0%	11	55,1	3,4%	11	55,1	2,4%
Outros	40	73,0	10,8%	32	112,4	7,0%	72	185,4	8,1%
<b>Total</b>	<b>194</b>	<b>678,2</b>	<b>100%</b>	<b>932</b>	<b>1.612,2</b>	<b>100%</b>	<b>1.126</b>	<b>2.290,4</b>	<b>100%</b>

(1) Inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

Fonte: CMVM

Quadro » Valor Investido por Fases de Entrada do Capital de Risco nas Empresas (31/12/2011)

Unidade: 10<sup>6</sup> Euro

Sector de Actividade	SCR			FCR			Total		
	N.º Partic. (¹)	Valor	%	N.º Partic. (¹)	Valor	%	N.º Partic. (¹)	Valor	%
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	4	0,8	0,1	8	24,7	1,5	12	25,5	1,1
Indústrias extractivas	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Indústrias transformadoras	29	34,8	5,1	214	392,5	24,3	243	427,4	18,7
Electricidade, gás, vapor, água quente a fria e ar frio	2	0,2	0,0	17	114,2	7,1	19	114,4	5,0
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	4	277,0	40,8	6	51,6	3,2	10	328,6	14,3
Construção	1	10,0	1,5	18	89,9	5,6	19	99,9	4,4
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motocicletas	9	2,6	0,4	78	32,2	2,0	87	34,8	1,5
Transportes e armazenagem	1	213,7	31,5	6	8,7	0,5	7	222,4	9,7
Alojamento, restauração e similares	11	4,1	0,6	43	68,2	4,2	54	72,3	3,2
Actividades de informação e de comunicação	15	1,2	0,2	124	79,0	4,9	139	80,2	3,5
Actividades financeiras e de seguros	38	91,4	13,5	19	81,0	5,0	57	172,4	7,5
SGPS - não financeiras	22	27,2	4,0	156	383,5	23,8	178	410,7	17,9
Actividades imobiliárias	10	7,2	1,1	8	30,7	1,9	18	38,0	1,7
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	27	4,6	0,7	161	139,8	8,7	188	144,4	6,3
Actividades administrativas e dos serviços de apoio	14	1,4	0,2	44	97,7	6,1	58	99,1	4,3
Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Educação	2	0,2	0,0	1	0,0	0,0	3	0,2	0,0
Actividades de saúde humana e apoio social	1	0,6	0,1	9	15,7	1,0	10	16,3	0,7
Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	4	1,0	0,2	18	2,1	0,1	22	3,1	0,1
Outras actividades de serviços	0	0,0	0,0	2	0,6	0,0	2	0,6	0,0
Actividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico e actividades de produção das famílias para uso próprio	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Actividades dos organismos internacionais e outras instituições extra-territoriais	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>194</b>	<b>678,2</b>	<b>100,0</b>	<b>932</b>	<b>1.612,2</b>	<b>100,0</b>	<b>1.126</b>	<b>2.290,4</b>	<b>100,0</b>

(1) Inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

Fonte: CMVM

## Quadro » Sectores de Actividade das empresas Participadas (31/12/2011)

Unidade: 10<sup>6</sup> Euro

	N.º Soc. Gestoras	Montante sob Gestão	Quota
Fundos de Capital de Risco	71	1.887,6	71,4%
Sociedades de Capital de Risco	31	754,9	28,6%
<b>Total</b>	<b>102</b>	<b>2.642,5</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: CMVM

## Quadro » Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em Actividade (31/12/2011)

Obrigado

**F I M**