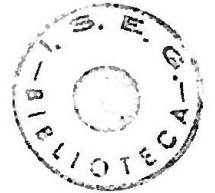


Universidade Técnica de Lisboa  
Instituto Superior de Economia e Gestão



**O Capital de Risco em Portugal:  
Um Sector em Crise?**

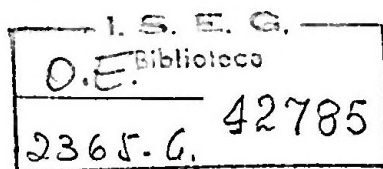
Dissertação apresentada no âmbito do nono curso de  
"Mestrado em Gestão" (MBA)

Pascal Martens

Lisboa  
1995

RESERVADO

Universidade Técnica de Lisboa  
Instituto Superior de Economia e Gestão



HG 5642  
M37  
1995

## **O Capital de Risco em Portugal: Um Sector em Crise?**

Dissertação apresentada no âmbito do nono curso de  
"Mestrado em Gestão" (MBA), sob orientação do  
Prof. Doutor João Carvalho das Neves

Pascal Martens

Lisboa  
1995

# ÍNDICE

<b><u>ÍNDICE</u></b> .....	i
Resumo/Abstract.....	vi
Agradecimentos.....	vii
Lista de Figuras.....	ix
Lista de Quadros.....	x
Lista de Abreviaturas.....	xi
<b><u>PREFÁCIO</u></b> .....	xii
1. Objectivo da Investigação.....	xii
2. Organização da Dissertação.....	xii
3. Metodologia da Investigação.....	xiv
<b>PARTE I: CAPITAL DE RISCO: ENQUADRAMENTO GERAL</b> .....	<b>1</b>
<b><u>Capítulo 1: As Características do Capital de Risco</u></b> .....	<b>2</b>
1.1. Definição.....	2
1.2. As Principais Características do Capital de Risco.....	7
1.2.1. As Vantagens para o Empresário.....	14
1.2.2. O Rendimento dos Investimentos com Capital de Risco.....	16
1.2.3. Razões de Insucesso de um Projecto.....	21
1.3. Enquadramento Histórico.....	25

<b>Capítulo 2: O Financiamento</b> .....	29
2.1. As Sociedades de Capital de Risco.....	29
2.1.1. Características das Sociedades de Capital de Risco.....	29
2.1.2. A Gestão da Carteira de Participações.....	32
2.1.2.1. Gestão de Áreas de Negócio.....	32
2.1.2.2. Protecção dos Investimentos.....	33
2.1.2.3. Geografia dos Investimentos.....	33
2.1.2.4. Viabilidade e Liquidez.....	34
2.2. O Financiamento de Capital de Risco.....	36
2.2.1. Financiamento de Investigação e Desenvolvimento.....	38
2.2.2. Capital Semente.....	39
2.2.3. Financiamento de Arranque.....	40
2.2.4. Financiamento da Primeira Fase.....	41
2.2.5. Financiamento da 2ª e 3ª Fase ou Capital de Desenvolvimento.....	42
2.2.6. Financiamento “ <i>Bridge</i> ”.....	43
2.2.7. Financiamento em Circunstâncias Especiais.....	44
2.2.7.1. “ <i>Management Buy Out</i> ” e “ <i>Management Buy In</i> ”.....	44
2.2.7.2. Financiamento de Recuperação.....	45
2.3. As Possibilidades de Saída.....	47
2.3.1. A Venda da Participação aos Proprietários da Empresa.....	47
2.3.2. Vender a Participação a Investidores Institucionais.....	48
2.3.3. A Venda da Participação a Empresas Industriais.....	48
2.3.4. Admissão de Cotação em Bolsa.....	49

<b>Capítulo 3: O Processo “Due-Diligence”</b> .....	52
3.1. Introdução.....	52
3.2. Um Modelo de Decisão.....	54
3.2.1. Fontes de Propostas.....	54
3.2.2. Selecção.....	55
3.2.3. Avaliação.....	57
3.2.4. Estruturação.....	57
3.2.5. Actividades de Pós-Investimento.....	58
3.3. Critérios para a Avaliação de um Projecto de Capital de Risco.....	61
3.3.1. A Gestão.....	61
3.3.2. O Produto/A Tecnologia.....	64
3.3.3. O Mercado.....	65
3.3.4. A Análise Financeira e a Avaliação de uma Empresa.....	67
<b>PARTE II: O CAPITAL DE RISCO NA EUROPA E EM PORTUGAL</b> .....	71
<b>Capítulo 4: O Capital de Risco na Europa</b> .....	72
4.1. Introdução.....	72
4.2. Alguns Dados Estatísticos sobre o Capital de Risco na Europa.....	74
4.3. A Transformação do Capital de Risco na Europa.....	81
<b>Capítulo 5: O Capital de Risco em Portugal</b> .....	85
5.1. Introdução.....	85
5.2. Alguns Dados Estatísticos sobre o Capital de Risco em Portugal.....	87

5.3.	Análise Crítica do Capital de Risco em Portugal.....	92
5.3.1.	O Risco Calculado.....	93
5.3.1.1.	A Experiência Profissional dos Gestores de Risco.....	93
5.3.1.2.	O “Dossier de Viabilidade”.....	95
5.3.1.3.	As Garantias de Recompra.....	96
5.3.1.4.	Possibilidades de Saída Limitadas.....	100
5.3.2.	O Peso do Estado.....	100
5.3.3.	A Mentalidade Portuguesa.....	107
5.3.4.	Os Resultados do Inquérito.....	112
<b>PARTE III: CONCLUSÃO.....</b>		<b>117</b>
<b><u>Capítulo 6: Conclusão</u>.....</b>		<b>118</b>
6.1.	Síntese.....	120
6.2.	Conclusões.....	126
6.3.	Implicações para o Desenvolvimento do Capital de Risco.....	130
6.4.	Críticas ao Trabalho.....	132
6.5.	Implicações para Investigação Futura.....	133
<b>ANEXO: Inquérito Enviado às Sociedades de Capital de Risco.....</b>		<b>134</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.....</b>		<b>142</b>

## RESUMO

Esta dissertação analisa o Capital de Risco, um instrumento considerado importante para o desenvolvimento económico. Bygrave e Timmons (1992) argumentam que ao mobilizar e reciclar posteriormente o escasso capital de risco e o talento empreendedor, este instrumento é capaz de transformar uma economia. É objectivo desta tese analisar as funções de Capital de Risco e as actividades desenvolvidas pelas sociedades de capital de risco em Portugal, comparando-as com o “Venture Capital” praticado nos EUA.

Em primeiro lugar caracteriza-se o “Venture Capital”, descrevem-se as razões mais frequentes de insucesso de um projecto e apresenta-se um sistema de avaliação de investimentos com diferentes níveis de risco. A seguir usa-se um modelo de decisão genérico para descrever o processo de investimentos com Capital de Risco.

Em Portugal, a actividade é relativamente recente, não obstante o número de sociedades ter diminuído drasticamente nos últimos três anos. A nossa hipótese é de que diversos factores económico-sociais dão uma forma própria ao Capital de Risco no ambiente em que é criado. Em Portugal identificámos 3 factores que moldaram o capital de risco nesta economia:

- O risco calculado,
- O peso do Estado,
- A mentalidade portuguesa.

## ABSTRACT

This work analyses Venture Capital, which is considered an important instrument for economic development. Bygrave and Timmons (1992) argue that by mobilizing and later recycling scarce risk capital and entrepreneurial talent, this instrument is able to transform an economy. The objective of this dissertation is to analyse the functions of Venture Capital, and the activities of venture capital firms in Portugal, comparing them to Venture Capital activities exercised in the USA.

First, we define the characteristics of Venture Capital, analyse the most frequent reasons for a project to fail, and present an evaluation system for investments with different levels of risk. This is followed by a generic decision making model that reflects the investment process of Venture Capital.

The activity in Portugal is relatively new. Nevertheless, the number of venture capital firms has reduced drastically over the last three years. Our theory is that several socio-economic factors give venture capital it's own personality in the environment in which it is created. In Portugal, we identified 3 factors that shaped venture capital in this economy:

- A calculated risk.
- The involvement of the State,
- The Portuguese mentality.

*Voor mijn ouders,  
Roger en Virginie,  
zonder wiens onvoorwaardelijke steun  
dit werk niet tot stand zou zijn gekomen.*

(Aos meus pais, Roger e Virginie,  
sem o apoio das quais este trabalho  
nunca poderia ter sido feito)

## AGRADECIMENTOS



Na incapacidade de nomear todos aqueles que nas diversas fases deste trabalho contribuíram com o seu estímulo e colaboração para a sua concretização e, embora correndo o risco de ofender algumas pessoas por omissão, não poderia deixar de expressar o meu sincero agradecimento às seguintes pessoas e entidades.

Ao meu orientador, Prof. Doutor João Carvalho das Neves, pela disponibilidade, reflexões críticas dispensadas e acompanhamento, bem como pelo entusiasmo e confiança que me transmitiu e pela forma amigável e serena como sempre o fez, permitindo-me ultrapassar dificuldades surgidas e momentos críticos.

À APCRI (Associação Portuguesa de Capital de Risco) na pessoa de Sr<sup>a</sup> Alice Velez pela colaboração e facilitação de informação de que o organismo é possuidor.

A todas as sociedades de capital de risco que me cederam informações úteis sobre o sector, nomeadamente ao responderem ao inquérito.

A todos que em diversas entrevistas foram dando sugestões imprescindíveis para uma recolha de dados mais espedita e para uma interpretação dos resultados mais rica.

A todos os amigos, colegas e familiares que se interessaram por este projecto e cujas opiniões, conselhos e palavras de incentivo o ajudaram a concretizar.

Ao meu amigo Dr. Rui Guedes, pela ajuda na recolha das informações e pela actualização das mesmas.

Às minhas amigas M<sup>a</sup> João Varela e Filomena Ferreira pela sua inestimável colaboração na revisão e leitura deste trabalho.

À Fundação *Erasmus* que atribuiu uma bolsa de mestrado ao autor deste trabalho e à *Economische Hogeschool Limburg* que estabeleceu os contactos necessários para que o intercâmbio interuniversitário se efectuasse.

Finalmente, aos meus pais, à minha irmã, Mirella, ao meu cunhado, François e aos meus sobrinhos, Kimberly e Griffith, pelo seu grande apoio neste trabalho.

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

Pascal Martens

## LISTA DE FIGURAS

	<i><b>Página</b></i>
Figura 2.1.: O “Vale da Morte” .....	37
Figura 2.2.: As Diferentes Fases de Investimento de Capital de Risco .....	38
Figura 3.1.: O Modelo de Decisão segundo Tyebjee e Bruno .....	54
Figura 3.2.: As Cinco Forças Competitivas segundo M. Porter .....	66
Figura 4.1.: Novos Fundos Angariados .....	75
Figura 4.2.: Investimento Anual na Europa .....	75
Figura 4.3.: Acréscimo Anual da Carteira Europeia .....	76
Figura 4.4.: Ganhos de Capital Reinvestidos .....	78
Figura 4.5.: Investimentos por Sectores de Actividade na Europa .....	80
Figura 4.6.: Relação entre a Fonte e a Fase de Investimento na Europa em 1993 .....	83
Figura 5.1.: Nº de Sociedades de Capital de Risco em Portugal .....	87
Figura 5.2.: Evolução de Fundos e Participações .....	88
Figura 5.3.: Investimento por Sectores de Actividade (Acumulado) .....	89
Figura 5.4.: Investimento por Sectores de Actividade .....	90

## LISTA DE QUADROS

	<i><b>Página</b></i>
Quadro 1.1.: O Rendimento dos Investimentos .....	17
Quadro 1.2.: O Sistema de Avaliação Rich-Gumpert .....	20
Quadro 2.1.: Exigências de Rendimento nas Fases Diferentes de Investimento .....	46
Quadro 3.1.: A Montagem de uma Operação de Capital de Risco .....	53
Quadro 4.1.: Fontes de Investimentos na Europa em 1993 .....	77
Quadro 4.2.: Evolução das Fases de Investimento na Europa .....	82
Quadro 4.3.: Evolução dos Sectores de Actividade na Europa .....	82
Quadro 5.1.: Vectores da Política de Apoio à Inovação .....	86
Quadro 5.2.: Distribuição do Investimento - Acumulado (em %) .....	91
Quadro 5.3.: Capital de Risco Gerido pelas Empresas, por Tipo de Sociedade .....	91
Quadro 5.4.: A Experiência Profissional dos Gestores de Capital de Risco .....	94
Quadro 5.5.: O Rendimento/Prejuízo dos Desinvestimentos em Portugal .....	98
Quadro 5.6.: As Duas Principais Razões para Terem Constituída uma SCR .....	105
Quadro 5.7.: A Participação do Estado no Negócio do Capital de Risco .....	106
Quadro 5.8.: Montante Médio Investido por Participação .....	114
Quadro 5.9.: Percentagem do Capital Social Detido por Participação .....	114
Quadro 5.10.: Número de Empregados das Empresas Participadas .....	114
Quadro 5.11.: Fases de Investimento das Empresas Participadas .....	115
Quadro 5.12.: Duração Ideal por Tipo de Investimento segundo as SCR .....	116
Quadro 5.13.: Os Limites do Montante de Investimento por Participação .....	116
Quadro 5.14.: As Razões Principais de Insucesso de um Projecto .....	117
Quadro 5.15.: Origem dos Projectos em Análise .....	118

## LISTA DE ABREVIATURAS

APCRI:	Associação Portuguesa de Capital de Risco
ARD:	American Research and Development Corporation
CS:	Capital Social
EUA:	Estados Unidos da América
EVCA:	European Venture Capital Association
IPO:	Initial Public Offering
I&D:	Investigação e Desenvolvimento
MBI:	Management Buy In
MBO:	Management Buy Out
MIT:	Massachusetts Institute of Technology
NVCA:	National Venture Capital Association (EUA)
PME:	Pequena e Média Empresa
PTE:	Escudo Português
ROI:	Return on Investment
SBIC:	Small Business Investment Company
SCR:	Sociedade de Capital de Risco
UE:	União Europeia
USD:	Dólar Americano

## PREFÁCIO

### 1. OBJECTIVO DA INVESTIGAÇÃO

A actividade de capital de risco tem sido encarada, em muitos países, pelo seu contributo para o desenvolvimento económico (Bygrave e Timmons, 1992) e de entre os resultados mais directos de participação das sociedades de capital de risco, estes autores referem, em relação aos EUA, a criação de centenas de milhares de novos investimentos na área de I & D, o acréscimo de exportação, o pagamento de centenas de milhões de dólares em impostos e ao mobilizar e reciclar posteriormente o escasso capital de risco e o talento empreendedor, as sociedades de capital de risco transformaram a economia americana.

Em Portugal, a actividade é relativamente recente, sendo o objectivo desta dissertação analisar as funções do capital de risco, e as actividades desenvolvidas pelas sociedades de capital de risco em Portugal.

Como hipótese de trabalho admite-se que as características do capital de risco em Portugal sejam distintas do de outros países, dadas as circunstâncias da sua implementação, do estado da indústria portuguesa, da cultura empresarial, entre outras.

### 2. ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

Este trabalho está organizado em duas vertentes. Numa primeira parte caracteriza-se o “Capital de Risco” (ou “*Venture Capital*”) e na segunda parte analisa-se se as

características encontradas na primeira parte se aplicam ao mercado do capital de risco em Portugal.

No primeiro capítulo, apresenta-se uma definição do capital de risco. A seguir descrevem-se as suas características específicas, e sintetizam-se as vantagens que a actividade oferece aos empresários, bem como as razões mais frequentes de insucesso dos projectos. Segue-se, ainda, uma análise do rendimento típico, associado ao financiamento de projectos com capital de risco, e apresenta-se, a título de exemplo, um sistema de avaliação de investimentos com diferentes níveis de risco, desenvolvido por Rich e Gumpert. Para finalizar este capítulo resume-se a história do capital de risco, em geral.

O segundo capítulo inicia-se com uma descrição das sociedades de capital de risco, as suas formas de gestão e posicionamento estratégico, terminando com um resumo das formas a que o capitalista de risco pode correr para vender a sua participação.

No capítulo seguinte usa-se, a título de exemplo, um modelo de decisão genérico de Tyebjee e Bruno para descrever o processo de investimento de capital de risco. Uma das fases deste modelo, nomeadamente os critérios para a avaliação de um projecto, será elaborada em mais detalhe, uma vez que se trata de um dos pontos mais importantes no processo de investimento de capital de risco.

A segunda parte tem como intenção fazer a ligação das características acabadas de descrever com o funcionamento do capital de risco em Portugal. Numa primeira fase faz-se

um ponto de situação no mercado europeu, para depois analisar, em particular, o caso português.

### **3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO**

Para as análises efectuadas foram usados dados publicados pela EVCA, a Associação Europeia de Capital de Risco, e pela APCRI, a Associação Portuguesa de Capital de Risco. Também foram consultados dezenas de artigos publicados sobre o funcionamento do capital de risco em Portugal. Ao mesmo tempo elaborou-se um inquérito que foi enviado às quinze sociedades de capital de risco membros da APCRI em Outubro de 1994. Numa primeira fase em Novembro de 1994, responderam seis sociedades, das quais duas sociedades enviaram os seus “Relatórios e Contas” dos últimos três anos, e quatro preencheram e devolveram devidamente o inquérito que lhes foi enviado. Numa segunda fase, em Janeiro de 1995, enviou-se novamente o inquérito às sociedades que ainda não tinham respondido. Em Fevereiro de 1995 responderam mais quatro empresas, uma das quais referiu que estava a ser desactivada, e que conseqüentemente a informação a prestar seria irrelevante. As outras três devolveram os inquéritos devidamente preenchidos.

Assim, 66.6% das sociedades de capital de risco responderam ao inquérito (10 das 15), mas uma destas foi recentemente desactivada. Tem-se, como resultado final, que metade das sociedades existentes preencheram devidamente o inquérito (7 das 14), e que mais 2 forneceram informação suficiente para preencher grande parte do inquérito. Resumindo, pode dizer-se que, 80% das sociedades pequenas, 50% das médias e 66.6% das grandes forneceram informações adequadas, dentro da estrutura requerida pelo inquérito.

Para além dos inquéritos, foram feitas entrevistas em profundidade em três sociedades de capital de risco. Estas entrevistas visaram, fundamentalmente, aprofundar as repostas dadas no inquérito, e as perspectivas sobre o funcionamento do capital de risco em geral, e mais especificamente em Portugal.

A informação recolhida, oferece um elevado grau de representatividade, tendo em consideração a elevada percentagem de respostas ao inquérito, a sua distribuição por empresas de diversas dimensões e as entrevistas efectuadas.

# PARTE I

Capital de Risco:

Enquadramento Geral

## CAPÍTULO 1: AS CARACTERÍSTICAS DO CAPITAL DE RISCO

### 1.1. Definição

Em 1957, a “*American Research and Development Company*” (ARD) investiu USD 70.000 em 77% do capital de uma nova empresa fundada por quatro licenciados do MIT (“*Massachussets Institute of Technology*”, EUA) (Bygrave e Timmons, 1992). O valor deste investimento cresceu, e em 1971 valia USD 355 milhões em acções da “*Digital Equipment Corporation*”, hoje um dos líderes mundiais da indústria de computadores.

Em 1975, Arthur Rock, procurou conceitos inovadores “que mudam o modo de viver e trabalhar das pessoas” (Bygrave e Timmons, 1992), e investiu USD 1,5 milhões na criação da “*Apple Computer, Inc.*”. Na primeira emissão pública de acções, em 1978, este investimento valia USD 100 milhões.

Depois de perdas mensais superiores a USD 1 milhão durante vinte e nove meses consecutivos (Bygrave e Timmons. 1992), uma nova companhia, pioneira no negócio de entregas de pequenas encomendas de um dia para o outro, tornou-se rentável. Os USD 25 milhões investidos valiam USD 1.200 milhões quando a “*Federal Express*” emitiu pela primeira vez as suas acções para o público.

O que é que estas “grandes” empresas tem em comum? Numa palavra, capital de risco. Todas utilizaram capital de risco nas fases iniciais do ciclo de vida para lançar e desenvolver os seus planos ambiciosos de crescimento.

O que é o capital de risco?

Embora o termo seja utilizado com frequência, ainda existe muito confusão sobre o seu significado por não existir uma definição comumente aceite (Bossuyt, 1986). Bygrave e Timmons (1992) referem que, até a “*Venture Capital Journal*”, revista líder deste sector alertava os seus leitores, em Dezembro de 1989, que não há uma definição universalmente aceitável do capital de risco.

Ainda que o capital de risco seja melhor explicado pelas suas características, podem destacar-se algumas tentativas de explicação. Bachelor (1993) define o capital de risco como a participação no capital social, fornecido normalmente a empresas jovens e não cotadas, de modo a permitir que elas arranquem ou expandam. O capital de risco cria uma base mais sólida de capitais próprios para a empresa conseguir financiamentos bancários e fornece uma fonte de fundos que admite que os dividendos possam ser adiados até a empresa começar a gerar lucros. Os capitalistas de risco dizem que trazem não apenas dinheiro, mas também capacidade de gestão e conhecimentos profundos da indústria para as empresas em que participam. Segundo Sach (1985) o capital de risco, em termos gerais, é “capital fornecido para as empresas novas ou jovens que estão direccionadas para áreas de alto risco de negócio mas onde

as possibilidades de crescimento são atractivas. Em muitos casos, existe uma dimensão adicional de risco, quer do uso de uma nova tecnologia, quer de um mercado ainda pouco explorado.”

Boogmans (1990) descreve o fornecimento de capital de risco como o acto de aplicar capital com um elevado grau de risco a longo prazo em pequenas empresas na fase de crescimento. Isto significa que o capitalista de risco compra uma parte do capital próprio da empresa em que participa. O período de realização do lucro (sob a forma de mais-valias) para o capitalista de risco, é relativamente longo: de 7 a 10 anos. Heller (Fernandes, 1994) define o capital de risco como dinheiro que aceita um alto grau de risco (incluindo a perda total) em troca de um grau excepcionalmente elevado de potencial de subida. O que torna o capital de risco tão único e diferente das outras formas de financiamento, é o envolvimento do capitalista na empresa em que investe.

Uma outra maneira de explicar o conceito de capital de risco, é a de definir as sociedades de capital de risco. O livro anual da ECVA (Associação Europeia de Capital de Risco) de 1990 fornece uma definição que aproxima muito os diferentes conceitos de capital de risco, e engloba as suas principais características. A EVCA define, assim, as sociedades de capital de risco como entidades ou pessoas:

- i) que desenvolvem uma actividade substancial, na gestão de financiamentos em capital próprio ou semi-próprio para o arranque e/ou desenvolvimento de pequenas e médias empresas, não cotadas, que mostrem um potencial de

crescimento significativo em termos de produto, tecnologia, conceito de negócios e serviços;

- ii) cujo principal objectivo é uma mais-valia a longo prazo para reenumerar os riscos;
- iii) quem pode providenciar um apoio activo à gestão das empresas em que participa.

Um ponto que merece relevo nestas definições (Accountancy en Bedrijfskunde, 1992), tem a ver com a noção de que o capital de risco é dirigido para empresas jovens e pequenas ou médias. Embora tenha nascido nessa base, nada impede que as sociedades de capital de risco participem em grandes empresas, e em diferentes fases do ciclo de vida das empresas. Esta confusão surge, um pouco, por a actividade de capital de risco, no estrangeiro, ter nascido e crescido para as PME's. Mas a tradução é complicada, porque uma PME na Europa ou nos EUA não é bem uma PME em Portugal. Em Portugal, uma empresa que vende dois ou três milhões de contos já é grande, mas, certamente em França ou nos EUA não o será.

Para concluir esta introdução ao capital de risco, podem destacar-se algumas diferenças entre os investimentos com capital de risco e outras formas de financiamento. Boogmans (1988) aponta seis diferenças típicas:

- i) *O Risco*: no capital de risco o risco é maior, uma vez que a maior parte das empresas são ainda jovens, e não têm comprovadas as suas

qualidades. Ao mesmo tempo tratam-se de investimentos relativamente ilíquidos.

- ii) *O Rendimento*: o capitalista de risco espera, por cada participação, um rendimento muito mais elevado.
- iii) *A Influência do Investidor*: o capitalista de risco terá, geralmente, um papel importante como assistente da direcção, e isto durante todo o período do investimento.
- iv) *O Envolvimento na Gestão*: esta participação é maior do que em outras formas de financiamento. Destacam-se as seguintes razões:
  - a) Durante a investigação dever-se-á elaborar, de modo extensivo, trabalho de análise e pesquisa;
  - b) A sucessão da participação exige muito tempo já que o capitalista de risco tentará influenciar positivamente a estratégia da empresa pela sua presença no Conselho de Administração;
  - c) O investidor de risco terá, pela sua experiência e contactos, um papel importante na eventual venda da empresa;
- v) *Medidas Especiais de Protecção*: o capitalista de risco também utiliza vias jurídicas para proteger a sua posição. Por exemplo: certos direitos de preferência, medidas anti-diluição, etc.
- vi) *A Venda da Empresa*: o investidor de risco normalmente tem, juntamente com os outros investidores, um voto decisivo na venda da empresa em carteira.

## 1.2. As Principais Características do Capital de Risco

O capital de risco é um instrumento financeiro que assume a forma de uma participação temporária, e em regra minoritária, no capital social das empresas, novas ou existentes.

Considera-se participação do capital de risco a detenção de uma fracção do capital social de qualquer sociedade, e a efectivação de prestações suplementares de capital.

Assim, o capital de risco, comparativamente ao financiamento bancário tradicional, tem a vantagem de não exigir o pagamento de encargos financeiros, nem implicar qualquer espécie de garantias reais ou pessoais para os empresários.

O capital de risco é, de facto, um meio de capitalização financeira das empresas, permitindo a realização de investimentos de modernização e de maior conteúdo tecnológico, bem como, de programas de desenvolvimento de índole comercial, nomeadamente campanhas publicitárias, procura de novos canais de distribuição, novos mercados, lançamento de redes comerciais externos, etc., assegurando, deste modo, o crescimento contínuo e equilibrado das empresas. O capital de risco pode igualmente contribuir para o rejuvenescimento da capacidade de gestão empresarial, através de operações de “*Management Buy Out*” e “*Management Buy In*”, para além de poder também proporcionar contactos e servir de interlocutor das empresas junto das instituições financeiras, de centros de investigação tecnológica e de outras

empresas internacionais e nacionais ligadas ao mesmo sector de actividade, contribuindo, muitas vezes, para a realização de “joint-ventures” nos domínios comercial, tecnológico e participações cruzadas de capital. Estas ligações, por força das complementaridades que criam, são, por vezes, fundamentais à sobrevivência e ao desenvolvimento das empresas.

Antes de entrar em detalhes, podem destacar-se algumas condições essenciais para uma ideia dar origem a uma empresa de sucesso (BPA, 1987):

- i) Uma estrutura adequada de financiamento pois a falta de capitais ou uma inadequada composição pode comprometer o êxito de um projecto. Não basta haver dinheiro, tem que existir montante suficiente de capitais próprios;
- ii) Ter mais alguém que acredite, que se interesse, que critique, que dê sugestões, enfim que aposte na ideia. Isto é fundamental, tanto mais que as pessoas não podem saber tudo de todas as áreas, e o simples levantar de dúvidas pode ajudar a detectar e a resolver problemas que, de outro modo, poderiam tornar-se de muito difícil resolução;
- iii) Estudos rigorosos de viabilidade não só económico-financeiros, mas também de mercado, da concorrência, etc.

Qualquer das formas de financiamento conhecidas pode ser uma solução adequada, em determinadas circunstâncias. Nalgumas situações, o capital de risco é a melhor solução. Com efeito, certas características do capital de risco tornam-no

particularmente recomendável. A título de exemplo podem destacar-se as seguintes situações:

- i) A sua natureza de capital social não acarreta o pagamento de juros, o que favorece o desenvolvimento da empresa, permitindo gerar mais rapidamente as mais-valias necessárias à saída da sociedade de capital de risco;
- ii) A não existência de absoluta segurança para o investimento pode constituir a única alternativa para um projecto de elevado risco. Embora a rentabilidade possa ser atractiva, as condições das outras fontes de financiamento tornam-se demasiado rídigas face ao risco;
- iii) A capacidade da sociedade de capital de risco proporcionar apoio à gestão, para além do financiamento, favorece os empreendimentos que assentam o seu êxito na inovação, em competências tecnológicas, mas que não dispensam o bom desempenho nas restantes áreas de gestão.

Embora incorrecta, está relativamente difundida a noção de que o capital de risco se destina a financiar projectos de alta tecnologia. Com efeito, o capital de risco pode financiar empresas de alta tecnologia, como pode financiar empresas familiares que operam em sectores tradicionais. Projectos inovadores e também de modernização ou de expansão são, na realidade, os mais susceptíveis de serem apoiados, pois, apesar de serem, por vezes, investimentos de elevada incerteza na realização de ganhos, são também capazes de gerir mais-valias significativas.

Um dos factores mais importantes para um projecto ser apoiado por capital de risco é que tem que trazer algo de inovador. O capital de risco destina-se a projectos criativos e inovadores, entendendo inovação no seu sentido amplo (Barrier, 1992), como:

- i) inovação no produto - ou processo tecnológico;
- ii) inovação na abordagem dos mercados;
- iii) inovação na distribuição;
- iv) inovação na gestão.

Segundo Kotler (1991) a inovação refere-se a um bem, um serviço ou uma ideia que é percebido por alguém como novo. A ideia pode ter uma longa história, mas é uma inovação para a pessoa que a considera nova.

O capital de risco é uma forma de financiamento que requer uma participação activa por parte das sociedades de capital de risco, ou seja, estas sociedades deverão assumir-se como um *interlocutor activo* prestando à empresa, na sua qualidade de sócio ou accionista, toda a colaboração necessária ao desenvolvimento dos seus negócios (Freire, 5-91).

Esta participação activa é necessária por diversos motivos. Em primeiro lugar (Boogmans, 1988), porque raramente se consegue concentrar numa só pessoa o

domínio da tecnologia e da gestão. Dominando o empresário, em geral, o processo tecnológico, uma das funções da sociedade de capital de risco, é a de dar apoio em termos de gestão financeira, acompanhar as decisões da empresa e fornecer linhas de orientação estratégica.

Em segundo lugar, as sociedades de capital de risco põem capital à disposição das empresas, mas contrariamente ao sistema financeiro tradicional, não estão em causa financiamentos sujeitos a planos de reembolso pré-estabelecidos nem a quaisquer encargos financeiros, nem ainda a exigências de garantias reais ou pessoais para que o envolvimento das sociedades de capital de risco nas empresas se concretize. Por isso, e salvaguardando a sua participação, a sociedade de capital de risco tem que participar activamente nos negócios em que investe.

Uma terceira razão é a de o risco ligado aos investimentos com capital de risco ser muito elevado. Por isso, a sociedade de capital de risco tem de ser um *parceiro* do empresário (Bastardo, 1989), partilhando com ele o risco de cada operação. Sempre que uma sociedade de capital de risco participa num projecto, ela tem que distinguir dois tipos de risco (Accountancy en Bedrijfskunde, 1992). Em primeiro lugar o risco operacional, que tem a ver com o risco em relação ao mercado, o produto e a concorrência. Seguidamente, o risco financeiro, isto é, a alavancagem do financiamento e a negociação do preço entre o empresário e a sociedade de capital de risco. Investimentos feitos na fase de concepção do protótipo significam, normalmente, um elevado risco operacional e um baixo risco financeiro. Por um lado

porque a gestão da empresa está ainda pouco desenvolvida, o mercado é mal conhecido, etc. Por outro lado, o volume de investimentos é, nesta fase, relativamente baixo. Pelo contrário, participações feitas em empresas já bem desenvolvidas têm um baixo risco operacional - a gestão já deu provas da sua capacidade, e um risco financeiro mais alto - a empresa financia-se muitas vezes com um elevado grau de endividamento.

Um elemento que pesa muito para diminuir o risco, é, sem dúvida, o elemento humano. Por outras palavras, o capital de risco promove o “apoio financeiro dos homens” que têm uma ideia, um projecto que querem desenvolver (BPA, 1987). É então decisivo que os promotores das iniciativas estejam totalmente determinados a lutar pelo sucesso do projecto, empenhando nele tempo, trabalho e recursos próprios (Roquette, 29-01-92). Nesta perspectiva, as sociedades de capital de risco devem privilegiar sempre o investimento em pessoas auto-motivadas. Devem apostar fundamentalmente na experiência e em mentalidades empreendedoras, aliadas à capacidade para constituir e manter uma equipa competente aos diversos níveis do projecto.

O sucesso da colaboração entre uma empresa e uma sociedade de capital de risco requer, pois, uma grande *confiança* entre ambas as partes. A sociedade de capital de risco não pretende controlar nem ter um envolvimento excessivo na(s) empresa(s) em que participa. Ela tem de ser um parceiro do empresário. Há quem a defina como um casamento (Roquette, 29-01-92). Um casamento cujo sucesso costuma exigir um

volume considerável de trabalho, uma dedicação constante, e um elevado rigor na gestão.

Embora acompanhe permanentemente as empresas participadas (BPA, 1987), e possa, eventualmente, aconselhar ou até tomar atitudes de defesa dos interesses da empresa, o investidor em capital de risco tem uma confiança no(s) empresário(s) em que apostou e pretende que seja ele efectivamente a gerir a empresa.

Assim, pode dizer-se que a lógica da intervenção das sociedades de capital de risco deve basear-se na credibilidade que os empresários ou promotores de projectos lhes merecem e bem como nas boas potencialidades técnico-económicas que as empresas ou os projectos apresentam (Freire, 5-91). É importante notar que as sociedades de capital de risco não devem intervir nas empresas para resolver problemas financeiros, mas para apoiar empresas com potencial de êxito, com efectiva capacidade de gestão, com projectos viáveis e rentáveis, necessitando de reforçar os seus capitais próprios e com mentalidade para abrir o capital a um parceiro empenhado no sucesso do negócio (Correio de Manhã, 1993).

A participação da sociedade de capital de risco termina com a venda da participação, quando for atingida a velocidade de cruzeiro da empresa (Barrier, 1992), acabando assim o ciclo “investimento-maturação-desinvestimento” (De Brito, 1992). Esta saída é o claro reconhecimento de que o investidor em capital de risco já cumpriu

a sua missão e pretende liquidar a sua participação para poder apostar noutras iniciativas.

### 1.2.1. As Vantagens para o Empresário

O capital de risco é bastante diferente dos meios tradicionais de financiamento. Não é só uma fonte de liquidez. De facto, os investidores de risco são entidades especializadas na resolução simultânea de alguns dos principais problemas de gestão das pequenas e médias empresas, que segundo J. Roquette (06-05-92) são:

- i) A falta de capitais próprios e capacidade de endividamento muito limitado;
- ii) A vontade de desenvolver um negócio salvaguardando o controlo do mesmo;
- iii) A necessidade de crescer, mantendo a estabilidade e flexibilidade interna;
- iv) Planear a estratégia futura da empresa, sem afectar a gestão corrente.

Assim, para além do apoio financeiro, os empresários podem encontrar junto de uma sociedade de capital de risco outros tipos de apoio (Bastardo, 1989; Freire, 3-91 e 5-91):

- i) *Aconselhamento* económico, financeiro e administrativo;
- ii) Elaboração de *estudos* económicos de viabilidade ou de novos projectos de investimento;
- iii) Procura de *parceiros* nacionais ou estrangeiros que proporcionem complementaridade tecnológica, de mercado e de “*know-how*” do negócio;

- iv) Incremento de *contactos comerciais* a nível nacional e internacional;
- v) Um melhor nível de capitais próprios que permite melhorar a *imagem* no mercado, quer ao nível de clientes, quer de fornecedores e de entidades financeiras;
- vi) redução de *endividamento bancário* com repercussão na diminuição dos encargos financeiros e consequente melhoria da *rentabilidade* das empresas;
- vii) importante efeito de alavanca na *obtenção de financiamentos*, quer pela credibilidade que cria o envolvimento da sociedade de capital de risco nas empresas em que participa, quer pela melhoria geral dos indicadores económicos e financeiros em resultado da participação da sociedade de capital de risco;
- viii) possibilidade de proporcionar às empresas os requisitos necessários à sua admissão à cotação na *Bolsa de Valores*;
- ix) garantia de uma mais sólida cobertura financeira dos projectos, permitindo-lhes um *arranque e desenvolvimento mais estáveis* e com menores riscos de viabilidade.

É fácil concluir que o processo de capital de risco exige, por parte da sociedade de capital de risco, um permanente esforço de polivalência em áreas muito diferentes. Trata-se de uma das características que mais contribui para que o investido de risco se diferencie de todos os outros investidores e seja compreendido pela PME como um *parceiro ideal* para o desenvolvimento dos seus negócios (Roquette, 15-04-92).

### 1.2.2. O Rendimento dos Investimentos com Capital de Risco

Os investidores de capital de risco não tomam nenhuma garantia sobre os seus investimentos. O risco é compensado pelas expectativas de rendimento, que são notavelmente mais altas do que com as outras formas de fornecimento de capital. Algumas participações dão, estatisticamente, até 20 vezes a entrada inicial, enquanto outros investimentos falharão. Assim torna-se necessário construir uma carteira diversificada de participações (Boogmans, 1988).

Como exemplo padrão, consideram-se 10 projectos com um valor total inicial de 100 contos (10.000 Esc. por projecto), dos quais poderiam esperar-se os seguintes resultados (Engelen, 1993):

- i) 1 a 4 são consideráveis insucessos,
- ii) cerca de 3 produzem resultados moderados,
- iii) 2 a 3 geram 5 vezes o capital investido,
- iv) cerca de 2 geram ganhos muito elevados.

Estes últimos têm uma influência significativa no rendimento total da carteira. Se se suprimisse aqueles investimentos com rendimentos mais elevados, o rendimento total da carteira seria negativo.

Um inquérito nos EUA sondou os resultados de cinco sociedades de capital de risco importantes que, juntamente, representaram 218 participações no período de

1960-1980 (Branson, 1983). O estudo mostra que 60% dos projectos geram ganhos e que o investidor em capital de risco perdeu parte ou o total do seu investimento em 40% dos casos (Quadro 1.1.). Concluiu-se também que das 25 participações que resultaram numa mais-valia de 5 vezes e mais o capital inicialmente investido, só três tinham conseguido este objectivo após três anos. Ao contrário, dos 32 investimentos que causaram um prejuízo de 100%, 20 já falharam dentro dos primeiros três anos. Deve, no entanto, ter-se em consideração que estes dados se baseiam em sociedades grandes e importantes, podendo, dessa forma, dar uma visão inadequada da realidade global.

**Quadro 1.1.: O Rendimento dos Investimentos**

Rendimento	Nº de projectos	
	termos absol.	em %
10 vezes o montante investido ou mais	7	3.2
5 - 10 vezes	18	8.3
2 - 5 vezes	43	19.7
1 - 2 vezes	64	29.3
Prejuízo parcial do montante investido	54	24.8
Prejuízo total	32	14.7
<b>Total</b>	<b>218</b>	<b>100.0</b>

Fonte: Branson (1983)

Contudo, pode concluir-se (Financieel Economische Tijd, 1990; Van Outryve d'Ydewalle, 1983) que os perdedores surgem muito rapidamente no processo, enquanto os ganhadores precisam de muito mais tempo para se darem a conhecer e

atingir a maturidade. Segundo Bygrave e Timmons (1992) os perdedores já aparecem depois de dois anos e meio, enquanto são precisos 7 a 8 anos para se confirmarem os ganhadores.

Entre outros, Rich e Gumpert (1985) desenvolveram um sistema para avaliar a relação rendimento/risco das oportunidades de investimento. O sistema consiste num procedimento em duas fases. O objectivo é indicar a conexão entre o rendimento exigido de um investimento e o risco associado ao projecto.

De um lado tem-se o elemento *qualitativo*, nomeadamente o risco. De acordo com este método, o grau do risco de um projecto pode ser definido por dois factores (Quadro 1.2.):

- i) a índole do produto ou serviço;
- ii) a qualidade da gestão.

As sociedades de capital de risco têm a tendência de aceitar mais rapidamente um risco quando a equipa de gestão é considerada genial, mesmo quando o produto não é excepcional. No entanto, tendem a pensar duas vezes quando se trata de investir num produto óptimo, mas que não é gerido por uma equipa considerada talentosa (Maeschalk, 1989).

O sistema de avaliação de Rich e Gumpert (1985), baseado nos dois factores acima mencionados, descreve a posição do produto/serviço e a qualidade da gestão em

quatro níveis. Em ambos os casos, o nível 1 representa os projectos mais arriscados, para os quais o investidor em capital de risco exija uma rentabilidade do investimento (ROI) mais elevado e o nível 4 para os projectos menos arriscados.

Algumas sociedades de capital de risco só participam em projectos 4/4. Estes são os mais desejados porque já possuem um produto aceite num mercado existente, e têm ao mesmo tempo uma equipa de gestão totalmente desenvolvida. Outros investidores preferem um risco mais alto, nomeadamente os projectos 1/1. Este caso extremo só raramente conseguirá fundos, excepto quando o fundador apresentar um “curriculum” excelente.

Por outro lado há o elemento *quantitativo*, o rendimento exigido. No momento em que a empresa sabe onde se encontra qualitativamente, ela pode começar a fazer uma análise quantitativa. Os investidores em capital de risco procuram investimentos que tenham um ROI anual de 35%, 60% e até mais. Considerando que o risco e o rendimento estão fortemente interligados, espera-se um rendimento de 35% a 40% para os projectos 4/4, enquanto um projecto 2/2 já deva oferecer 60%. Se se seguisse um investimento com capital de risco durante um período de 5 anos, ver-se-ia que um projecto 4/4 deve render 4,5 vezes o seu investimento inicial, enquanto um projecto com um grau de risco 2/2, normalmente deve dar um rendimento de 15 vezes o montante original.

**Quadro 1.2.: O Sistema de Avaliação Rich-Gumpert**

		O MAIS DESEJÁVEL			
O E S T A D O D O P R O D U T O / S E R V I Ç O	<b>NÍVEL 4</b> Produto/Serviço totalmente desenvolvido. Muitos clientes satisfeitos. Mercado estabelecido	4/1	4/2	4/3	4/4
	<b>NÍVEL 3</b> Produto/Serviço totalmente desenvolvido. Ainda há poucos clientes (ou nenhum). Mercado hipotético.	3/1	3/2	3/3	3/4
	<b>NÍVEL 2</b> Protótipo do produto/serviço operacional. Ainda não desenvolvido para produção. Mercado hipotético.	2/1	2/2	2/3	2/4
	<b>NÍVEL 1</b> Uma ideia de um produto ou serviço, mas ainda não operacional. Mercado hipotético.	1/1	1/2	1/3	1/4
		<b>NÍVEL 1</b> Um único pode-ser fundador-empREENDEDOR	<b>NÍVEL 2</b> Dois fundadores. Aberturas adicionais, pessoal não identificado.	<b>NÍVEL 3</b> Equipa de gestão incompleta. Membros ausentes identificados, a juntar-se quando a empresa receber os fundos.	<b>NÍVEL 4</b> Equipa de gestão completa e experiente.
		<b>O ESTADO DA GESTAO</b>			

Fonte: Rich e Gumpert (1985)

### 1.2.3. Razões de Insucesso de um Projecto

Como se viu no ponto anterior, em 40 % dos casos um projecto torna-se num insucesso. Quais é que são, então, as principais razões que levam ao insucesso de um projecto (Roquette, 01-92; Financieel Economische Tijd, 05-90; Washer, 1992)?

Em primeiro lugar podem identificar-se alguns obstáculos que fazem com que um projecto não seja aceite, e que podem ser previstos pelo empresário. Trata-se da situação em que o perfil de um projecto não se adequa às características específicas de uma sociedade de capital de risco:

- i) a sociedade de capital de risco é ainda encarada como uma mera fonte de liquidez não sujeita a encargos financeiros: o último recurso antes da falência ou do abandono do negócio;
- ii) a participação da sociedade de capital de risco como um subsídio a fundo perdido;
- iii) a apresentação de um projecto às sociedades de capital de risco nos quais não existe nada de inovador, e que, muitas vezes, não pretendem responder a nenhuma oportunidade concreta: não oferece perspectivas de rentabilidade interessantes para a sociedade de capital de risco.

Em suma, um mau-entendimento do papel do capital de risco, tem como resultado que muitos projectos chegam às sociedades de capital de risco, quando de facto, não têm nada a ver com o objectivo de capital de risco.

Em segundo lugar, podem destacar-se alguns dos principais indícios de insucesso inerentes ao processo de investimento com capital de risco. Tratam-se de características dos projectos e promotores que costumam ser os principais portadores do risco de uma iniciativa, e que, se detectadas e avaliadas atempadamente, podem evitar posteriores perdas de tempo, de trabalho e de recursos financeiros. Esses indícios são os seguintes:

- i) Um plano de negócios no qual os promotores não expõem claramente os seus objectivos, não demonstram uma estratégia explícita ou no qual é difícil perceber qual é a missão e a vocação da empresa.
- ii) Um conhecimento incompleto do grau de eficiência real da tecnologia envolvida, caso o projecto detenha uma forte componente tecnológica.
- iii) Uma estimativa pouco rigorosa dos vários tipos de investimento necessários, bem como das necessidades de financiamento a médio prazo.

Um outro problema é uma análise do mercado incapaz de identificar potenciais ameaças ou factores de risco, sem precisão para elaborar previsões ou para imaginar cenários alternativos de evolução. Este problema gera situações de instabilidade que, “a posteriori.” são facilmente explicáveis pelos mitos sobre os quais os promotores costumam construir os seus projectos:

- iv) a inexistência de barreiras à entrada no ramo de negócio, quando estas existem mas têm uma natureza informal;
- v) a ideia de que só é necessário uma pequena quota de mercado, quando isso não só é difícil de conquistar, como não garante o sucesso da iniciativa;

- vi) o encontro de perturbações inesperadas, tais como o poder negocial dos fornecedores, as dificuldades em recrutar uma força de vendas eficiente ou o aparecimento de produtos substitutos;
- vii) a suposição de taxas de crescimento elevadas e constantes, bem como do ciclo de vida dos produtos intermináveis;
- viii) o menosprezo do poder da concorrência e a ideia de que não haverá retaliações a novas entradas do mercado;
- ix) a confiança cega na ideia de que “o produto se vende por si próprio” e de que “há filas de espera de clientes à espera dele”.

Como última razão de insucesso de um projecto pode indicar-se a deficiência da equipa de gestão. Ou seja, por vezes boas ideias, acabam por ser mal aproveitadas.

Este tipo de situações costuma surgir quando:

- x) a equipa necessária não está completa ou é fundamentalmente composta por empreendedores com criatividade e espírito de iniciativa, faltando um gestor com sentido prático para as decisões correntes;
- xi) a obsessão dos promotores pelo seu “novo produto” ou “tecnologia revolucionária” traduz-se numa falta de rigor orçamental e em deficientes sistemas de controlo interno da empresa;
- xii) a pressão das metas de curto prazo impedem a manutenção de uma visão estratégica de longo prazo.

Por fim destacamos uma frase de Washer (1992):

“Há várias coisas que podem resultar num fiasco de um novo negócio, mas uma das mais destrutivas é a falta de motivação e dedicação por parte do empreendedor.”

### 1.3. Enquadramento Histórico

Ainda que a história do capital de risco seja relativamente curta, há alguns factos que são reconhecidos como marcos fundamentais para a indústria (Bergerache, 1985). A ideia básica do capital de risco já existe há séculos. Cristóvão Colombo foi o inovador que necessitava de fundos para realizar a sua empresa, e a Rainha Isabel foi a que acreditou no projecto. Neste caso, os resultados foram positivos e são por demais conhecidos.

O capital de risco numa maneira mais organizada, nasceu nos EUA, no início do século XX (Boogmans, 1988; Bastardo, 1989). Algumas famílias poderosas investiram, através de gestores profissionais, em empresas jovens. Exemplos típicos são a “*Venrock Associates*”, dos irmãos Rockefeller e a “*Bessemer Securities*”. Em 1921 várias pessoas ricas financiaram três empresas, na indústria de alta tecnologia. Cada uma por si apresentava-se com fraca capacidade de desenvolvimento, mas unidas tornavam-se numa potencial empresa forte. Esta empresa mudou de nome em 1924, e é desde então conhecida por “*International Business Machines*”. A “*Eastern Airlines*” e a “*McDonnell Douglas*” são exemplos de companhias financiadas por Laurence Rockefeller, dos irmãos Rockefeller.

O antigo-general Georges Doriot (Bygrave e Timmons, 1992; Bastardo, 1989), um professor da “*Harvard Business School*” (EUA), é considerado como o padrinho do capital de risco moderno, por, em 1946, ter fundado a “*American Research &*

*Development Corporation*”, mais conhecida por ARD, a primeira sociedade de capital de risco efectivamente institucionalizada (em Boston - Massachussets).

Nos anos 50, os primeiros investimentos de capital de risco foram principalmente “*spin-offs*” de centros de investigação universitários, na sua tentativa de celebrar contratos governamentais (Baumback, 1985). Entretanto, o governo americano apercebeu-se da importância do capital de risco. Assim elaborou-se em 1953 um Decreto-Lei, o “*Small Business Act*”, que oferecia vantagens fiscais aos investidores em pequenas empresas, o que deu lugar à criação de uma dezena de “*Small Business Investment Companies*”.

Desde então o capital de risco conheceu um forte crescimento. Esta expansão não foi linear, podendo, nos EUA, apontar-se quatro etapas fundamentais (BPA, 1987; The Economist, 1991):

Entre 1955 e 1969, o capital de risco teve grande desenvolvimento e existiam já centenas de grupos especializados, além de numerosos investidores privados. Foi a época da expansão da indústria electrónica e o nascimento do “Silicon Valley”, a sul de São Francisco, e da Estrada 128, no Massachussets.

A partir de 1970, verificou-se, porém, uma crise no sector por três razões principais:

- i) abrandou o crescimento da indústria electrónica e diminuiu fortemente o rendimento das empresas;



- ii) houve uma reacção de desconfiança da Bolsa relativamente às empresas de alta tecnologia;
- iii) a incidência fiscal sobre mais-valias passou de um valor médio de 15% para 48%.

Em 1980/81, deu-se um novo arranque, principalmente devido à diminuição do imposto de mais-valias e à diversificação dos sectores de alta tecnologia (bioengenharia, telecomunicações, instrumentação, robótica, etc.).

O mercado do Capital de Risco sofreu um forte declínio depois do "Crash" da Bolsa de Valores de Wall Street em Outubro de 1987. Embora o montante total de capital gerido tenha crescido lentamente, o montante total dos investimentos feitos através do capital de risco tem diminuído drasticamente. De 4 mil milhões de dólares, em 1987 para 1,9 mil milhões de dólares em 1990 (The Economist, 1991).

Um outro aspecto importante nos EUA, quanto aos investimentos, é a mudança da indústria de tecnologia para a de "não-tecnologia". Enquanto a indústria de alta-tecnologia - que se concentra nos sectores de comunicações, computadores, electrónica, biotecnologia, medicina e saúde (KB-Weekberichten, 1993) - contava com quase 80% dos investimentos em 1982, a partir de 1987 esta indústria só conta com 50% do total dos investimentos (Camp e Sexton, 1992). Sach (1985) aponta vários atributos importantes que caracterizam o sector de alta-tecnologia: o arranque destas empresas é mais difícil do que das empresas de "não-tecnologia", os custos de

I&D são despesas principais e o ciclo de vida dos produtos tende a ser muito curto. O crescimento pode ser muito rápido e difícil de gerir quando aparecer.

Segundo Ooghe, et al. (1989), o sucesso do capital de risco nos EUA pode ser explicado pela presença de certos factores que são necessários para estimular a inovação e o capital de risco:

- i) um mercado nacional abrangente;
- ii) uma quantidade suficiente de capital de risco, que expressa interesse nos investimentos de risco;
- iii) uma procura de capital de risco: a presença de empreendedores capazes de iniciar um projecto com lucros elevados e potencial de crescimento;
- iv) um ambiente financeiro adaptado às necessidades: um mercado de capitais dinâmico que permite ao investidor dispôr da sua participação de uma forma fácil;
- v) uma política governamental estimulante.

Alguns exemplos de histórias de sucesso do capital de risco nos EUA são a “*Hewlett-Packard*”, a “*Intel*”, a “*Wang Laboratories*”, e a “*Apple Computer*” (Branson, 1983).

## CAPÍTULO 2: : O FINANCIAMENTO

### 2.1. As Sociedades de Capital de Risco

#### 2.1.1. Características das Sociedades de Capital de Risco

Os capitalistas de risco estão no negócio “de identificar, avaliar, financiar e educar empresas com grandes potencialidades e um espírito de crescimento” (Bygrave e Timmons, 1992) e, de facto, enquanto a participação dura, a sociedade de capital de risco acompanha os seus investimentos, através de um apoio à gestão, que reveste, nomeadamente, as funções de estratégia de marketing, planeamento estratégico de longo prazo, gestão de pessoal e planeamento financeiro (De Brito, 1992).

Para tal efeito, os gestores de capital de risco têm de ter a sensibilidade apurada para avaliar oportunidades e detectar ameaças, a capacidade para acrescentar valor às iniciativas em que apostam, um rigor nas decisões, e a “obsessão” por projectos inovadores e por equipas empreendedoras (Roquette, 23-04-92). Além destas características básicas, as sociedades de capital de risco reúnem ainda uma boa capacidade financeira, uma sólida reputação junto da banca e um forte conhecimento de diversos sectores, ao qual está sempre associada uma vasta rede de contactos.

A agressividade comercial permanente por parte das sociedades de capital de risco é um critério de diferenciação: o sucesso de uma sociedade de capital de risco no

mercado depende da sua capacidade de atrair e gerar um fluxo de negócios potenciais. É absolutamente necessário “vender” a imagem da empresa a vários níveis (capacidade financeira, perfil e competências de gestão, fonte de clientes, experiência em investimentos de risco, etc.). A sociedade de capital de risco deverá ainda apostar nas relações públicas e na divulgação da imagem de parceiro sólido aos mercados alvo, transmitindo informação sobre os serviços que poderão prestar e a sua filosofia de actuação, bem como colaborar e comunicar com as restantes sociedades de capital de risco.

Segundo Roquette (03-06-92), cerca de 5 a 7 anos após a criação de uma sociedade de capital de risco, o seu desempenho e o seu sucesso podem ser avaliados por um conjunto de três critérios distintos:

- i) pelas mais-valias que gerarem;
- ii) pela quota de mercado que conseguirem conquistar nas áreas de inovação, reestruturação e expansão empresarial;
- iii) pelo equilíbrio interno da sua carteira.

De facto, para além dos ganhos que conseguirem realizar e da capacidade para detectar e apoiar a inovação, em sentido lato, as sociedades de capital de risco devem sujeitar a sua política de investimentos e desinvestimentos a um planeamento rigoroso e a “regras” de acção, de forma a aperfeiçoar a estrutura das suas aplicações. Por um lado, tendo um volume de capital e um corpo de gestão limitados, há que equilibrar a aplicação dos recursos em termos de número, sectores e montantes médios dos

investimentos, tipo de riscos assumidos, prazos e perspectivas de recuperação dos fundos aplicados.

Além disso, tendo em conta que a maioria das suas participações são investimentos pouco líquidos, nos quais o risco tende a ser superior à média, as sociedades de capital de risco terão de conjugar o objectivo de taxas de rentabilidade compensadoras com metas de desinvestimento, sem perder a capacidade de suportar os custos inerentes a uma equipa dinâmica.

Torna-se ainda mais fácil compreender esta necessidade de disciplina se se considerar que os investimentos em capital de risco são particularmente afectados pela conhecida *Lei de Murphy*: “tudo que possa correr mal, irá correr mal”. De facto, nesta actividade é importante perceber que costuma haver alguns fracassos antes da obtenção de resultados de sucesso.

É importante notar que um bom gestor financeiro, não é necessariamente um bom gestor de capital de risco. As sociedades de capital de risco têm de ter muito cuidado com o recrutamento do seu pessoal. As ligações entre uma sociedade de capital de risco e um banco costumam ser fortes. Mas isto não deve resultar num fluxo de empregados do banco para a sociedade de capital de risco. Na avaliação de um projecto de capital de risco, o factor financeiro tem um papel importante, mas como veremos no capítulo 3, as vertentes mais importantes são a gestão, o produto e o mercado. Por isso, um gestor de capital de risco tem de ser uma pessoa polivalente

com experiência nos quatro factores, anteriormente mencionados, decisivos num processo de avaliação de capital de risco.

### **2.1.2. A Gestão da Carteira de Participações**

No seguimento de dar uma visão sobre o funcionamento e gestão de uma sociedade de capital de risco, apresentam-se agora alguns aspectos da filosofia que, de acordo com Roquette (03-06-92) define a forma como o investidor de risco deve administrar a sua carteira de participações.

#### *2.1.2.1. Gestão de Áreas de Negócio*

Um primeiro aspecto a ter em consideração é o da gestão dos sectores de actividade nos quais a sociedade de capital de risco pretende apostar e a aptidão que tem para gerir esses investimentos. O know-how acumulado pelos investidores de risco mais experientes demonstra que os investimentos devem ser prioritariamente canalizados para empresas cujas áreas de negócio sejam compatíveis com a experiência acumulada pelo capitalista de risco ou em relação às quais seja possível adquirir “know-how”, recrutar gestores competentes e contratar consultores técnicos. Esta “regra” parece lógica mas é frequentemente desrespeitada, levando a uma dispersão sectorial exagerada que permite elaborar relatórios anuais de “leitura agradável e com gráficos interessantes” mas que pode causar um claro subaproveitamento dos recursos. Não se trata de fomentar a especialização, mas de

privilegiar as áreas em que seja mais fácil adicionar valor aos projectos, implementar estratégias e planear os desinvestimentos.

#### *2.1.2.2. Protecção dos Investimentos*

A decisão de apostar numa iniciativa também deve ter em consideração que pode vir a ser necessário investir-se novamente no projecto, por vezes com igual intensidade, de modo a proteger o investimento inicial. Além disso, muitos dos projectos de capital de risco com maior sucesso são iniciativas que exigiram mais do que uma fase de investimento. Apesar de simples, esta forma de encarar cada negócio nem sempre influencia os planos de investimento das sociedades de capital de risco. Por um lado, a instabilidade financeira de um negócio é uma situação típica de capital de risco e há que evitar a imediata classificação do projecto em causa como “fracasso em curso”, o que cria um clima de pessimismo que em nada favorece a iniciativa. Por outro lado, também é verdade que muitos projectos atravessam mais do que uma fase de investimento e é fundamental que a sociedade de capital de risco que neles apostou tenha capacidade para acompanhar o seu desenvolvimento.

#### *2.1.2.3. Geografia dos Investimentos*

Um outro aspecto que deve influenciar a política de investimentos de uma sociedade de capital de risco que deseje acompanhar com eficácia os seus negócios é o da localização geográfica dos projectos em que se pretende empenhar. De facto, o

investidor costuma ou deve restringir-se a uma determinada área geográfica de acção, excepto em casos particulares, de modo a que seja viável um acompanhamento efectivo da gestão dos investimentos. Trata-se pura e simplesmente de controlar as naturais tendências para investir em sectores que se apresentam promissores, mas cuja localização implicaria custos significativos no caso de vir a ser necessário, numa altura de grandes dificuldades, implementar um empenhamento efectivo. Em termos práticos, a experiência acumulada pelas sociedades de capital de risco, nos países em que esta alternativa de financiamento está mais desenvolvida, demonstra ser incorrecto investir em empresas/projectos que se localizem a mais de uma hora de distância da sede (de automóvel ou de avião), excepto se outras sociedades de capital de risco estiverem empenhadas no processo de acompanhamento ou se este for pouco intenso.

#### *2.1.2.4. Viabilidade e Liquidez*

Por último, a filosofia de gestão dos fundos da sociedade de capital de risco também deve proporcionar uma manutenção permanente da liquidez, uma razoável flexibilidade, um nível de vulnerabilidade controlado e o melhor aproveitamento possível dos vários tipos de sinergias inerentes à carteira. Quanto à liquidez, é necessário manter uma parte dos fundos disponíveis (aproximadamente 25%). São várias as razões para o fazer: financiar novos ciclos de expansão, necessidade urgente de recuperar um projecto em queda, protecção da empresa contra crises inesperadas de

liquidez, etc. Além de liquidez, é preciso tentar equilibrar a estrutura da carteira relativamente aos seguintes aspectos:

- i) estágio de desenvolvimento das empresas;
- ii) diversificação do tipo de riscos assumidos;
- iii) equilibrar a actividade da sociedade de capital de risco entre o curto e o longo prazo;
- iv) os sectores de actividade das empresas.

Por último, também o aproveitamento das potenciais sinergias inerentes à carteira de projectos deverá ser uma constante preocupação de gestão, na medida em que se trata de uma importante fonte de enriquecimento das participações a vários níveis: investimentos em pesquisa, tecnologia e consultoria, esforços de marketing e, naturalmente, cooperação no âmbito da formulação de estratégias.

## 2.2. O Financiamento de Capital de Risco

Uma grande parte dos projectos em que as sociedades de capital de risco investem não são propriamente um sucesso. De facto, alguns estudos concluíram que 50 a 60 % de todos os arranques não sobrevivem os primeiros 5 anos (Boogmans, 16-11-90 (2)). Um dos maiores problemas na constituição de uma empresa é sem dúvida a procura de capital. Os clássicos fornecedores de capital não têm, normalmente, muito jeito para investir em empresas jovens, novas ou em crescimento acelerado. Na literatura americana designa-se por “Vale da Morte”, o processo que uma empresa atravessa antes de conseguir persuadir uma sociedade de capital de risco. As diferentes fases do processo, desde o conceito até a venda efectiva do(s) produto(s), e os respectivos métodos de financiamento pode-se exprimir como consta na figura 2.1..

O inventor parte com as suas próprias possibilidades no que diz respeito a conhecimentos e tempo de trabalho, o que se designa por “capital trabalho”<sup>1</sup>. Depois disso tenta envolver outras pessoas ou grupos no seu projecto, como os membros da sua família e os amigos. Em certos casos são até as pessoas com as quais o inventor tem um relacionamento profissional, como por exemplo advogados, que põem dinheiro à disposição. Estes investidores podem designar-se por “investidores informais”<sup>2</sup>. Uma vez que esta fase seja ultrapassada, o inventor pode começar a procurar capital semente<sup>3</sup> e capital pré-risco<sup>4</sup>. Estes tipos de capital costumam ser

---

<sup>1</sup> Tradução do termo “sweat equity”

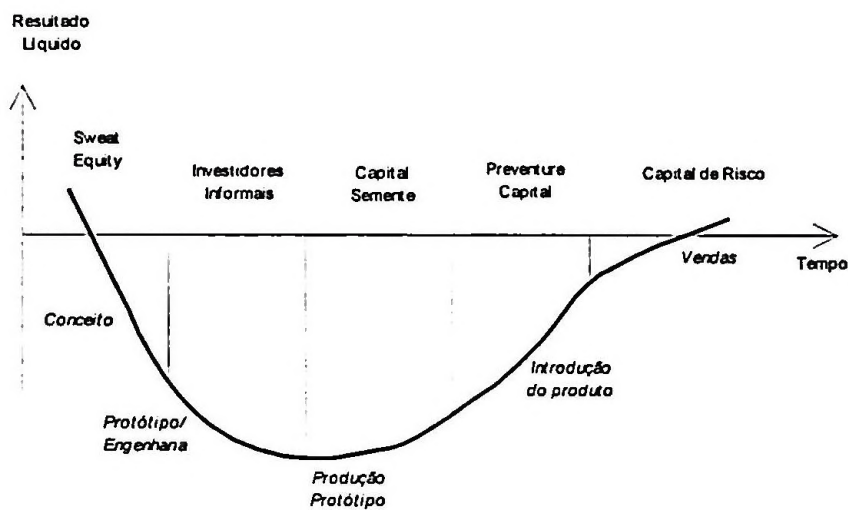
<sup>2</sup> Tradução do termo “informal investors”

<sup>3</sup> Tradução do termo “seed capital”

<sup>4</sup> Tradução do termo “preventure capital”

postos à disposição pelos fornecedores e eventuais clientes, outras empresas com excedentes financeiros e sociedades de capital de risco especializadas nestas primeiras fases de financiamento. É depois de ter realizado um protótipo e/ou as primeiras vendas, que um inventor encontra maior disponibilidade de uma sociedade de capital de risco.

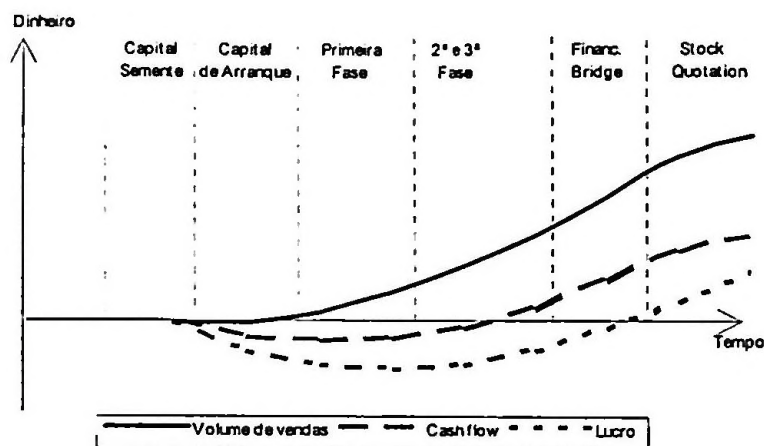
**Figura 2.1.: O “Vale da Morte”**



**Fonte:** Boogmans (1988)

As fases de investimento das sociedades de capital de risco coincidem com as fases de evolução de uma empresa, caracterizadas pelo volume de vendas, cash flow e lucro (Figura 2.2.).

**Figura 2.2.: As diferentes fases de investimento de capital de risco**



**Fonte:** Boogmans (1988)

### **2.2.1. Financiamento de Investigação e Desenvolvimento**

Numa primeira fase o financiamento limita-se à investigação (Engelen, 1993), tendo por base um produto inovador que responderá às necessidades e desejos de um mercado que está, ainda, muito vagamente definido. Muitas vezes acontece, que um cientista ou um engenheiro possua uma ideia para um produto novo, que infelizmente não é aceite pela empresa que o emprega, pelo que decide tentar, de forma independente, elaborar a sua ideia e desenvolver um protótipo. Os riscos nesta fase são muito elevados. A fim de concretizar o projecto, o investigador costuma recorrer a meios próprios, e, eventualmente, a contribuições da família e amigos (“capital trabalho”). Estes meios poderiam dar para finalizar esta fase de desenvolvimento do produto que tende a durar entre 1 e 5 anos.

De referir que não existem sociedades de capital de risco nesta fase do processo de desenvolvimento do projecto.

### **2.2.2. Capital Semente<sup>1</sup>**

Na fase de criação de uma empresa (BNU, 1992), o autofinanciamento é inexistente, os empréstimos tradicionais são muito difíceis - ou mesmo impossíveis - de obter, especialmente quando se trata de novas empresas criadas por promotores sem “curriculum”, pelo que é nesta fase que - em teoria - o capital de risco tem o seu campo privilegiado de actuação. A criação de uma empresa baseia-se sempre numa ideia/projecto que pode ser apresentada num estado mais ou menos avançado de desenvolvimento.

Quanto mais incipiente for o seu desenvolvimento, maior incerteza haverá quanto ao seu êxito e, portanto, maior risco existirá para quem aposta no projecto. É o caso, por exemplo, do desenvolvimento de um novo produto industrial que pode começar pela produção de um protótipo que só depois de devidamente testado passará - ou não - à fase de industrialização propriamente dita.

O capital de risco que financia ideias/projectos de investimento que se encontram numa fase de desenvolvimento ainda distante da respectiva concretização chama-se capital semente. O financiamento é, frequentemente, concedido por tranches, à medida

---

<sup>1</sup> Tradução do termo “Seed Capital”

que o promotor vai cumprindo metas pré-definidas no que diz respeito ao desenvolvimento da ideia e implementação do projecto.

Às vezes usa-se também o capital semente para elaborar um plano de negócios (Boogmans, 1988). É sem dúvida nesta fase que dois elementos importantes do financiamento de capital de risco são notados: a disponibilidade para juntamente com o empreendedor tomar um risco financeiro relativamente elevado e a prestação de um apoio activo e especializado em gestão.

Nesta fase de desenvolvimento, a maior preocupação do empresário é o planeamento de tesouraria. É que a sua empresa ainda não gere rendimentos, quando já se percorreu um longo processo de investigação e desenvolvimento onde se tem aplicado muitos meios. Nesta fase, a maior contribuição do investidor em capital de risco está na gestão financeira, no desenvolvimento do planeamento estratégico e tático, e no recrutamento do pessoal para o arranque do projecto.

### **2.2.3. Financiamento de Arranque<sup>1</sup>**

Esta fase caracteriza-se pelo facto de os fundadores da sociedade terem um plano de negócios, mas por não disporem de capital suficiente para o desenvolvimento definitivo, o lançamento do produto e o plano de marketing inicial. O produto, tecnicamente, está pronto, mas ainda não está comercializado. A equipa de gestão

---

<sup>1</sup> Tradução do termo "Start-up"

existe, o plano de negócios está escrito e estudos do mercado elaborados. Uma primeira análise do mercado indica que potencialmente existe um mercado interessante para o produto. Com base num plano de negócios bem elaborado, que deixa supor perspectivas favoráveis, o investidor em capital de risco está preparado para financiar o arranque da empresa. A qualidade da equipa de gestão, que terá de desenvolver o potencial de crescimento da empresa, é um critério de decisão muito importante, visto que é quase a única garantia que a sociedade de capital de risco tem.

#### **2.2.4. Financiamento da Primeira Fase**

O capital de risco da primeira fase usa-se para dar início à montagem de uma unidade de produção e à criação de uma rede de vendas. O capitalista de risco também disponibiliza meios financeiros para o fundo de maneio necessário. É nesta fase que tem lugar a primeira confrontação do produto com o mercado. Por isso, impõem-se muitas vezes novas concepções ao produto, ou conclui-se que a aceitação no mercado corre mais lentamente do que foi previsto, ou, pelo contrário, tem que investir-se na expansão da capacidade.

O financiamento do arranque e da primeira fase são caracterizados por uma pressão pesada nos meios líquidos por causa das despesas contínuas e juros sobre o activo fixo e o capital da empresa. Em contrapartida, as entradas de capital são limitadas, o que resulta num fluxo de caixa negativo e uma situação de perda.

### **2.2.5. Financiamento da 2ª e 3ª Fase ou Capital de Desenvolvimento**

Esta designação diz respeito à participação no capital de sociedades com provas dadas e com os negócios em crescimento (De Brito, 24-06-91). Abrange, portanto, empresas em fase de expansão, desenvolvimento e maturidade.

Trata-se de financiar a modernização/expansão de empresas através da realização de novos projectos de desenvolvimento da actividade actual dessas empresas ou que envolvam a sua entrada em novos negócios.

Na fase de expansão, o financiamento de capital de risco pode ter como única finalidade o reforço dos capitais próprios e/ou a reestruturação financeira, mas em geral estas operações aparecem articuladas com um plano estratégico de relançamento ou expansão da empresa. Nesta fase, os riscos são em geral menores - ou mais fáceis de avaliar - mas a empresa não tem capacidade de autofinanciamento suficiente para realizar o projecto em causa.

O crescimento é rápido e implica investimento em capital fixo e fundo de maneiio. As necessidades de fundos são importantes, os encargos financeiros representam em geral um ónus considerável que, a manter-se, poderia vir a ter consequências nefastas a prazo, para a situação económico-financeira da empresa.

A situação nesta fase, é substancialmente diferente das anteriores. As empresas em fase de desenvolvimento e maturidade apresentam riscos mais mensuráveis e, por isso, inferiores, e o autofinanciamento já desempenha um papel significativo. As empresas adquiriram capacidade de endividamento e podem suportar os encargos resultantes dos empréstimos contraídos. A intervenção do capital de risco continua a justificar-se, por vezes, em conjugação com financiamento tradicional.

Nesta situação a opção pelo capital de risco resulta, em geral, de considerações estratégicas ou táticas dos promotores, visto que a empresa, em muitos casos, poderia com maior ou menor facilidade, ter acesso às formas mais tradicionais de financiamento.

#### **2.2.6. Financiamento “Bridge”**

O financiamento “*Bridge*” é um fornecimento de capital para apoiar aquelas empresas que se suponha virem a ser admitidas à cotação em Bolsa ou se tornem independentes do investidor em capital de risco dentro de um período de cerca de seis meses. A empresa, então, já tem uma ideia da forma e momento de saída, mas ainda precisa de dinheiro para apoiar o crescimento durante o período que precede a saída. Também são aplicados os meios para estruturar o balanço de modo que a empresa possa ser apresentada, o mais atraente possível, ao público ou a outros compradores (Boogmans, 1988).

### 2.2.7. Financiamento em Circunstâncias Especiais

A par da participação no capital de empresas emergentes ou de empresas detentoras de projectos de expansão, o investidor em capital de risco interessa-se também por operações de aquisição de empresas pelos seus quadros ou por outros interessados, e por planos de recuperação.

#### 2.2.7.1. “*Management Buy Out*” e “*Management Buy In*”

O “*Management Buy Out*” é uma técnica de tomada do controlo de uma empresa por um conjunto dos seus quadros, os quais passam a deter a totalidade ou parte do capital (Bastardo, 1989). No caso de serem terceiros os tomadores do controlo da empresa, a operação denomina-se “*Management Buy In*”.

A intervenção da sociedade de capital de risco é, nestes casos, dupla (BPA, 1987):

- i) por um lado, a aquisição da empresa ou de uma sua parte envolve a participação no capital, de parceria com os quadros e outros;
- ii) por outro lado, é necessário proporcionar os recursos financeiros estáveis e adequados ao desenvolvimento da empresa, bem como, eventualmente, obter junto das instituições de crédito, os financiamentos que permitirão aos quadros e outros adquirir as partes de capital.

#### 2.2.7.2. *Financiamento de Recuperação*

Esta forma de financiamento especial visa uma viragem completa na empresa, com uma nova gestão e capital de recuperação. Estas operações de salvamento acontecem quando o empreendedor prestou pouca atenção ao fluxo de caixa, quando o seu projecto era ambicioso demais, quando havia falta de capacidade de gestão, etc.

O rendimento sobre os meios investidos desejado pelo capitalista de risco, está relacionado com o risco inerente (Engelen, 1993). É óbvio que, quanto mais tarde seja a fase em que se investe, menor é o risco, mas mais caras tenderão a ser as acções da empresa envolvida, e - normalmente - menor o rendimento. O risco financeiro é, então, muito elevado nas fases iniciais de investimento. O quadro 2.1. sintetiza as fases de investimento relacionadas com as expectativas de ROI e mais-valias e o risco associado a cada uma das fases do capital de risco.

Deve-se tomar em conta que nem todas as empresas inovadoras passam por todas as fases de investimento. Com os financiamentos em fases diferentes, o capitalista de risco pode sintonizar flexivelmente o risco e o rendimento. Um outro ponto importante é que os investidores em capital de risco nunca fornecerão o dinheiro necessário para diversas fases de uma só vez à empresa em que participam. Por cada

fase estabelecem-se objectivos a atingir e, somente depois de os ter atingido, é que o capitalista de risco fornecerá o dinheiro para a fase seguinte.

**Quadro 2.1.: Exigências de Rendimento nas Fases Diferentes de Investimento**

Fase de financiamento	ROI anual esperado	Risco	Mais-valia esperada do investimento inicial
Financiam. de arranque	60% ou mais	Muito alto	10 a 15 vezes
Financiam. da 1ª fase	40% - 60%	Alto	6 a 12 vezes
Financiam. da 2ª fase	30% - 50%	Médio	4 a 8 vezes
Financiam. da 3ª fase	25% - 40%	Médio	3 a 6 vezes
Financiam. “ <i>Bridge</i> ”	20% - 30%	Baixo	2 a 4 vezes
Financiam. de Recuperação	50% ou mais	Médio/Alto	8 a 15 vezes

**Fonte:** Engelen (1993), De Brito (24-06-91)

### **2.3. As Possibilidades de Saída**

A única maneira que o investidor em capital de risco tem de obter lucros das suas participações é a realização de mais-valias consideráveis sobre o montante investido depois de 5 a 12 anos.

A sociedade de capital de risco tem, em termos gerais, a escolha entre várias possibilidades de saída voluntárias. Uma saída involuntária acontece quando a empresa abre falência.

As duas possibilidades de saída mais importantes são o pedido de admissão de cotação em Bolsa<sup>1</sup> e a aquisição da participação por uma outra empresa, normalmente um grupo industrial importante.

A saída da sociedade de capital de risco indica o claro reconhecimento de que a sociedade de capital de risco já cumpriu a sua missão e pretende liquidar a sua participação para poder apostar noutras iniciativas (Roquette, 23-04-92).

#### **2.3.1. A Venda da Participação aos Proprietários da Empresa**

O facto de o empreendedor ou a gestão comprar de volta a participação da sociedade de capital de risco, pode indicar que o sucesso do empreendimento não foi

---

<sup>1</sup> refere-se ao termo anglo-saxónico: IPO (Initial Public Offering)

muito grande, porque, se a empresa fosse um sucesso, o preço de cotação das acções teria subido de tal modo, que era impossível aos fundadores adquirir todas as acções da sociedade de capital de risco. Mas muitas vezes a gestão opta por esta saída porque acredita no futuro da empresa. Embora esse método tenda a dar menor rendimento, dá a possibilidade ao investidor de capital de risco de liquidar o seu investimento.

### **2.3.2. Vender a Participação a Investidores Institucionais**

Nesta forma de saída, a sociedade de capital de risco procura novos investidores. Os investidores em capital de risco tentam vender a sua participação na empresa, que já ultrapassou a fase de risco, a investidores institucionais que andam à procura de investimentos estáveis (Perez, 1986).

### **2.3.3. A Venda da Participação a Empresas Industriais**

Esta saída é possível quando o fornecedor de capital de risco consegue persuadir o empreendedor a efectuar uma fusão com uma grande empresa industrial que busca investimentos interessantes. A fusão pode ser importante para a empresa industrial se a tecnologia que vinha a ser desenvolvida na empresa-alvo, após a fusão, lhe dê acesso a um novo mercado ou quando ela permitir preencher uma lacuna importante na sua gama de produtos.

#### 2.3.4. Admissão de Cotação em Bolsa

A organização de uma Bolsa de Valores que facilita o acesso a empresas mais pequenas, é muito importante, tanto para o investidor como para o empreendedor. De facto, a Bolsa permite criar um mercado amplo para as acções e alarga assim as possibilidades de saída para a sociedade de capital de risco.

A oportunidade da admissão à cotação e a selecção do banco líder da emissão são essenciais para o êxito da admissão à Bolsa. O momento adequado para a admissão à cotação em Bolsa de uma pequena empresa depende de factores internos e externos. Internamente serão decisivos a dimensão da empresa, o crescimento, a gestão e a utilização dos novos meios de produção. Quanto aos factores externos, são especialmente importantes a situação do mercado e da indústria. O banco líder da emissão, trata de todos os detalhes da operação e na selecção desta entidade deve atender-se à sua reputação e experiência, tal como as suas capacidades de investigação, marketing e capacidade de colocação da emissão.

A ausência de um Segundo Mercado tem duas grandes desvantagens para o gestor de capital de risco (Financieel Economische Tijd, 16-11-90). Em primeiro lugar, é forçado, frequentemente, a ter de ficar mais tempo do que gostaria com a participação. Segundo, e muito ligado a este ponto, vê-se obrigado, muitas vezes, a ter que financiar mais fases. Com um Segundo Mercado podia-se mais rapidamente apelar ao público para apoiar o financiamento.

O sucesso de capital de risco tende a ser maior naqueles países onde existe um mercado de capitais eficiente (Boogmans, 16-11-90 (1)).

Para finalizar este ponto, podem apontar-se algumas vantagens e desvantagens que, segundo Schrimpton (1985), acompanham a admissão à cotação em Bolsa:

*Vantagens:*

- i) a possibilidade de atrair novos fundos com a distribuição de acções;
- ii) uma empresa cotada na Bolsa pode fazer aquisições de outras empresas sem ter de precisar de dinheiro<sup>1</sup>;
- iii) uma empresa cotada na Bolsa costuma ter uma imagem melhor junto do público, o que pode ser importante para empresas que têm a ver com produtos destinados ao grande público;
- iv) para os investidores em capital de risco existe a possibilidade de criar mais-valias com a venda da participação na Bolsa;
- v) Esquemas de participação de acções para o pessoal tornam-se mais atractivos, visto que as acções da empresa têm efectivamente um valor no mercado. A conjugação destes factores com o prestígio que pode ter uma empresa cotada em Bolsa, pode atrair pessoal mais qualificado.

---

<sup>1</sup> o que não é o caso português, na medida em que de acordo com o n.º 3 do art.º 528 do código de valores mobiliários uma OPA geral tem obrigatoriamente de ser em dinheiro ou apresentar uma alternativa em dinheiro.

*Desvantagens:*

- i) os custos com a cotação em Bolsa são significativos. Mais pode argumentar-se que esta tarefa, tal como todas as formas de capitalização, exige uma actividade intensa por parte da Administração e Directores;
- ii) a obrigação de publicar regularmente relatórios, vai trazer custos adicionais à empresa;
- iii) com o pedido de cotação na Bolsa é necessário divulgar informação, que pode ter um certo valor para a concorrência;
- iv) a gestão da empresa e os administradores da empresa vão sentir uma pressão por parte do público para que os lucros e dividendos sejam os mais altos possíveis. Este facto pode fazer focalizar demasiado a atenção nos resultados de curto prazo e pôr em perigo a estratégia a longo prazo;
- v) a vulnerabilidade a uma oferta pública de aquisição sobe em função da percentagem de acções que estão em poder do público.

## CAPÍTULO 3: O PROCESSO “DUE-DILIGENCE”

### 3.1. Introdução

Os investidores de capital de risco, antes de investirem desenvolvem um trabalho de análise e pesquisa que se designa por “*due-diligence*” (Boogmans, 1988). Trata-se de uma metodologia de trabalho, que efectivamente pode levar a uma participação da sociedade de capital de risco no projecto de risco. A intenção do trabalho “*due-diligence*” é distinguir as propostas boas das más, e dar um valor financeiro às boas propostas.

É evidente que o processo “*due-diligence*”, pela sua profundidade de análise é um trabalho muito mão-de-obra intensiva. Visto que, para o capitalista de risco, o tempo é um dos factores mais escassos, só se procederá à pesquisa quando se verifique que a proposta satisfaz as exigências mínimas que a sociedade de capital de risco pré-concebeu. Estas exigências podem respeitar a situação geográfica, a fase de investimento, a dimensão da empresa e o sector de actividade. O processo “*due-diligence*” terminará automaticamente se se verificar que o projecto não atinge os rendimentos exigidos.

Analisar o futuro de empresas não é tarefa fácil. Além disso, nas empresas jovens faltam dados históricos, e nas empresas de alta-tecnologia existe o problema da alta velocidade com que os novos desenvolvimentos ocorrem.

Mesmo que se analise uma proposta de investimento com profundidade, o perigo de insucesso existirá sempre, o que é inerente a uma técnica de financiamento como o capital de risco. É impossível responder a todas as perguntas, ou como diz Lipper (1988): “Não há nenhuma forma de dizer ao certo se isto é um grande negócio ou um fiasco.”

É necessário ter em consideração que o prazo médio de montagem de uma operação de capital de risco leva cerca de 3 a 4 meses (BPA, 1987). Isto se se partir do princípio de que estamos perante uma ideia ou um projecto maduro, em que o candidato já sabe, com bastante aproximação, o que quer. O seguinte quadro mostra as fases do processo de capital de risco com as respectivas durações aproximadas.

**Quadro 3.1.: A Montagem de uma Operação de Capital de Risco**

<b>FASE:</b>		<b>Duração aprox.</b>
I -	Conhecimento mútuo e compreensão dos problemas	4 a 8 semanas
II -	Testar objectivos, produtos, mercados, etc. Negociar posições na futura sociedade	4 semanas
III -	Preparação, negociação do pacto social e do acordo de accionistas	
IV -	Reunião final - definir representante da SCR na empresa	4 semanas
V -	Escritura	

Fonte: BPA (1987)

Especialmente importantes são a qualidade do plano de negócios e o grau de realismo usado na elaboração das projecções financeiras.

### 3.2. Um Modelo de Decisão

Antes de falar do processo “*due-diligence*”, considera-se útil descrever um modelo de decisão de um investimento de capital de risco. Tyebjee e Bruno (1984) elaboraram um modelo de decisão que, de uma forma genérica, mostra o processo de um investimento em capital de risco:

**Figura 3.1.: O Modelo de Decisão segundo Tyebjee e Bruno**



**Fonte:** Tyebjee e Bruno (1984)

#### 3.2.1. Fontes de Propostas

Embora os capitalistas de risco possam contar com uma vasta rede de contactos, muitas vezes é extremamente difícil encontrar boas propostas. As fontes tradicionais de propostas de investimento são constituídas pelos empreendedores, que contactam

algumas sociedades de capital de risco (Roquette, 06-05-92), e por clientes satisfeitos, que informam os capitalistas de risco das necessidades de capital no seu meio de negócios. Além disso existem os contactos pessoais que contam com grande parte das propostas de investimento. Fontes de contactos são advogados, auditores e consultores que estão directamente ligados aos empreendedores que necessitam do capital, assim como a troca de contactos na comunidade das sociedades de capital de risco. Os bancos dão, igualmente, conhecimento de um possível investimento às sociedades de capital de risco. Uma outra possibilidade é a de os próprios capitalistas de risco andarem à procura de eventuais clientes (Ex. organizar dias de encontro especializados) (Boogmans, 1988).

### **3.2.2. Selecção**

Visto que uma sociedade de capital de risco recebe muitas propostas, e ao mesmo tempo dispõe de poucos colaboradores, é evidente que o primeiro contacto de uma empresa empreendedora com a sociedade de capital de risco é extremamente importante. Uma sociedade de capital de risco não tem a possibilidade de analisar todas as propostas em profundidade, pelo que organiza uma pré-selecção. Trata-se de “avaliar o livro pelo sua capa” (Roquette, 06-05-92). Um bom e bem elaborado plano de negócios torna-se assim uma necessidade. O sumário executivo tem de ser escrito de uma maneira clara e compreensível, de tal modo que o capitalista de risco veja se se impõe uma análise aprofundada.

Segundo Tyebjee e Bruno (1984) a selecção inicial é baseada em quatro critérios:

- i) A dimensão do investimento e a política de investimentos da sociedade de capital de risco;
- ii) A tecnologia e sector de actividade da empresa;
- iii) A situação geográfica da empresa;
- iv) A fase de investimento.

Estes são os critérios base dos quais um empreendedor bem preparado tem de ter conhecimento antes de entregar o seu plano de negócios.

Se os critérios iniciais de investimento são cumpridos, o capitalista de risco elaborará uma primeira análise técnica e económica.

Finalmente, o investidor em capital de risco contactará algumas pessoas, com que o empreendedor costumava trabalhar, a fim de verificar se se confirma a ideia que entretanto formou do empresário. É igualmente possível que o empreendedor seja convidado para uma entrevista particular, onde durante uma breve exposição pode comentar as características mais importantes do plano de negócios.

Esta fase de selecção é feita com muito rigor (probabilidade de aceitação de +/- 10 %) visto que uma análise posterior demora muito tempo e custa muito dinheiro (Roquette, 20-05-92; Engelen, 1993). As propostas aceites são depois sujeitas a uma pesquisa detalhada.

### **3.2.3. Avaliação**

Esta fase é, propriamente dita, o trabalho “*due-diligence*”. Todos os aspectos de uma proposta de investimento são profundamente analisados. Com base nestes dados, o capitalista de risco tomará uma decisão quanto ao projecto. Esta é uma decisão binária: ‘sim’ ou ‘não’. Esta fase é explicada em mais detalhe no ponto 3.3..

### **3.2.4. Estruturação**

Após o processo de análise, estudo e aprovação do projecto, é costume definir, em conjunto com os promotores do projecto (Roquette, 15-04-92), a filosofia geral de condução do negócio. Em termos práticos, trata-se de conciliar os interesses de cada uma das partes a vários níveis. Esta filosofia geral inclui a forma, a oportunidade e as condições de participação no capital da empresa, bem como os termos e as condições de acompanhamento da gestão pela sociedade de capital de risco. Também são discutidas as alternativas de desinvestimento a médio-longo prazo. O regime de distribuição de resultados e gestão da empresa são outros pontos a clarificar.

Um aspecto que deve merecer especial atenção é a descrição de objectivos quantitativos e qualitativos, assim como um plano de desenvolvimento. Este aspecto tem grande importância porque é dessa forma que a sociedade de capital de risco pode avaliar o progresso do seu investimento e decidir quando a empresa participada precisará de injeções adicionais de liquidez.

Um “acordo de accionistas” também costuma ser elaborado como salvaguarda dos interesses do investidor de risco (Wise, 1990). Este acordo de accionistas descreve as principais obrigações e “filosofias” a respeitar pelos accionistas. A título de exemplo destacam-se as seguintes cláusulas:

- i) Representação do capitalista de risco no Conselho de Administração;
- ii) Serviço a tempo inteiro de todos os sócios-gerentes;
- iii) Restrições quanto às actividades dos gestores e à remuneração;
- iv) Seguro de vida das pessoas chave;
- v) Restrições quanto às transferências de acções - o capitalista de risco tem que aprovar qualquer venda;
- vi) Uma cláusula dizendo que quando os accionistas actuais vendem as suas participações, a participação do capitalista de risco tem que ser incluída.

Quando tudo está bem definido e esclarecido, a entrada da sociedade de capital de risco na empresa é feita através da subscrição do aumento de capital da empresa a participar ou pela aquisição de partes de capital a sócios. Essa entrada pode ser apenas do capital de risco ou junto com os accionistas já existentes, que aumentam as suas participações acompanhando o projecto da empresa.

### **3.2.5. Actividades de Pós-Investimento**

A actividade de pós-investimento indica que não é suficiente encontrar somente bons projectos. O envolvimento das sociedades de capital de risco nas empresas em que participa é necessário para assegurar que o projecto siga a direcção certa e assim dará uma adequada rentabilidade do investimento. Esta rentabilidade deverá remunerar o risco, o tempo e a experiência a ele afectos. No entanto, é deixado aos promotores espaço e liberdade de actuação de acordo com as suas competências, criatividade e experiência. O nível de envolvimento depende da fase do ciclo de vida do negócio, o volume do investimento realizado e a competência da gestão.

A participação torna-se assim num envolvimento activo<sup>1</sup>, ao contrário da forma passiva<sup>2</sup> de financiamento utilizada pelos investidores tradicionais (Maesschalk, 1989). A intenção da sociedade de capital de risco não é de gerir as actividades diárias das empresas participadas, mas de ter uma influência nas decisões fundamentais que têm um grande impacto no futuro da empresa (Ooghe, et al., 1987).

Trata-se de inculcar direcção e adicionar valor às empresas participadas nas áreas onde elas costumam mostrar deficiências (Roquette, 27-05-92). Ao nível interno, a sociedade de capital de risco pode ajudar com a informatização, a racionalização do sistema de controlo interno e de contabilidade analítica, dar apoio ao recrutamento de gestores para as áreas-chave e na definição da estrutura organizacional. Um outro

---

<sup>1</sup> “Envolvimento activo” é a tradução do termo “hands-on”

<sup>2</sup> “Envolvimento passivo” é a tradução do termo “hands-off”

ponto que provoca muitos problemas é o planeamento financeiro. A gestão de tesouraria, a elaboração de um programa de investimentos a médio e longo prazo e a previsão orçamental são alguns exemplos que necessitam de um acompanhamento apertado por parte da sociedade de capital de risco. Quanto ao desenvolvimento tecnológico, a sociedade de capital de risco pode assistir na selecção das opções disponíveis no mercado com base na sua experiência acumulada e nas suas ligações às suas participadas.

A sociedade de capital de risco pode igualmente ajudar as empresas participadas com a formulação e implementação da estratégia. A avaliação de oportunidades e ameaças, a apreciação das alternativas estratégicas, a supervisão da filosofia de marketing e a clarificação permanente dos factores críticos de sucesso, são outras áreas de envolvimento para as sociedades de capital de risco.

### 3.3. Critérios para a Avaliação de um Projecto de Capital de Risco

Por causa do risco ligado a este tipo de negócio, o capitalista de risco tem de aplicar um procedimento de selecção severo para os projectos apresentados. Ele quer seleccionar as melhores propostas com as maiores expectativas de sucesso e os rendimentos potenciais mais elevados. O investidor em capital de risco é um homem de negócios realista que inicia um investimento a prazo. Porém não existem as garantias reais clássicas de financiamento. É por isso que o procedimento de selecção é focalizado em critérios, que fornecem uma indicação da viabilidade do projecto.

A par da análise financeira existem mais 3 factores críticos que determinarão o sucesso da empresa ou do produto (Ondernemen, 1983): a gestão, o produto/tecnologia e o mercado.

#### 3.3.1. A Gestão

Sem dúvida que a qualidade da gestão é o critério mais importante para uma empresa jovem. No caso de capital semente, este é quase o único critério que os investidores de capital de risco têm à sua disposição. S. Pratt, sócio da “*Abbott Capital Management*” (Clark, 1991), e de acordo com Boogmans (1988), um grande homem no que diz respeito ao capital de risco, diz que os 3 critérios mais importantes na análise de um projecto de capital de risco são a gestão, a gestão e a gestão. Ou como Arthur Rock (1987), segundo Bygrave et al. (1992), um dos capitalistas de risco

com mais êxito de todos os tempos, diz: “Definir uma estratégia é fácil, mas a tática - o trabalho do dia a dia, mês a mês - é difícil.”

É por isso que o investidor de capital de risco, na análise de um projecto, dá muita importância à gestão. O grau de profissionalismo usado na elaboração do plano de negócios (Branson, 1983), fornece logo uma primeira visão da qualidade da gestão. Para a avaliação da gestão é preciso considerar a fase no ciclo de vida da empresa. As diferentes fases precisam de diferentes formas de gestão. Além disso, a gestão tem de ser composta de tal modo que todas as suas funções principais recebam a atenção que necessitam (Ondernemen, 1983), que exista uma complementaridade entre elas (Silver, 1985) e que esteja presente um bom espírito geral (KB-Weekberichten, 1986).

Arthur Rock (1987) descreve várias características que ele próprio utiliza quando analisa os executivos-chave: a motivação, a dedicação e a energia das pessoas. Trabalhar muitas horas é importante, mas ainda mais importante é a intensidade destas horas. Um outro ponto crítico é que o empreendedor tem de ter fé no seu negócio. Também olha para o carácter, e o que recebe a sua especial atenção é o facto da pessoa ser honesta consigo mesmo. É essencial ser total e francamente honesto em relação à boa e má situação do andamento do negócio. Depois de ser honesto consigo próprio, a seguinte característica essencial para os empresários é saber quem ouvir e quando ouvir, e então saber fazer as perguntas certas no momento certo. Outra qualidade importante é saber quando é que se deve trazer experiência de fora e que tipo de experiência. Depois, a personalidade do Presidente do Conselho de Administração é

extremamente importante porque influencia toda a empresa. Não existe um estilo que pareça funcionar melhor do que o outro. O que é importante é possuir um estilo. Os bons empresários são exigentes com eles próprios e com as suas equipas. Conseguem tomar decisões difíceis. E para fazer tais julgamentos profissionais, os gestores deverão principalmente conhecer bem a tecnologia na qual a empresa se baseia.

Para o investidor de risco é necessário que os gestores que vão gerir a empresa já tenham provado que sabem concretizar os objectivos estabelecidos e que são orientados para o resultado (Ondermemen, 1983). Para perceber estas características, o capitalista de risco costuma elaborar uma análise profunda das realizações anteriores (Boogmans, 1988). Ao mesmo tempo verifica-se o que é que os antigos colaboradores profissionais pensam das pessoas em questão. Em certos casos apela-se para empresas especializadas para aprofundar o passado de algumas pessoas. Recebem-se respostas a perguntas como, por exemplo, se a pessoa já tem tido problemas com álcool, droga, etc. Para facilitar a pesquisa do passado das pessoas, costuma-se pedir aos gestores uma lista com referências. Silver (1985) explica que durante a verificação das referências se dedica especial atenção a cinco características básicas das pessoas a avaliar:

- i) a criatividade;
- ii) a honestidade;
- iii) a coragem;
- iv) a habilidade de comunicação;
- v) a sorte.

Adicionalmente tentam averiguar-se os êxitos da pessoa e as razões de mudanças de emprego ou funções.

### **3.3.2. O Produto/ A Tecnologia**



Em primeiro lugar é necessário que o investidor em capital de risco tente perceber mais do produto e da tecnologia. Para esse efeito usa, frequentemente, consultores externos (Boogmans, 1988). Presta-se especial atenção às especificações do produto ou serviço e, principalmente, em relação aos concorrentes (Camp, et al., 1992). É preciso observar que mesmo um produto semelhante ao da concorrência poderá ter um certo valor porque, por exemplo, os custos de produção são consideravelmente mais baixos do que os da concorrência. Não obstante, tem de assegurar-se quanto ao risco de envelhecimento do produto (Sherman, 1990). A análise também terá em conta a possível protecção legal do produto, de modo a que seja mais difícil para os concorrentes copiar os produtos. Os programas de investigação e desenvolvimento (I&D) serão analisados pelo capitalista de risco com a atenção necessária. Visto que todos os produtos têm um ciclo de vida onde, após um crescimento rápido, acontecerá necessariamente, uma redução da procura, a empresa tem de ser capaz de lançar novos produtos com alguma regularidade. Deste modo, é importante ter um controlo profundo das potenciais introduções de novos produtos. Analisa-se aqui, principalmente, o sentido de realismo usado na elaboração de tal programa, tomando em conta os meios utilizados. Para a produção verifica-se, particularmente, a construção dos custos e a maneira como esta evoluirá no tempo. De igual modo, deve-

se avaliar se o crescimento planeado no volume de vendas ou a introdução de novos produtos é compatível com a capacidade de produção existente e se esses efeitos não necessitarão de novos investimentos.

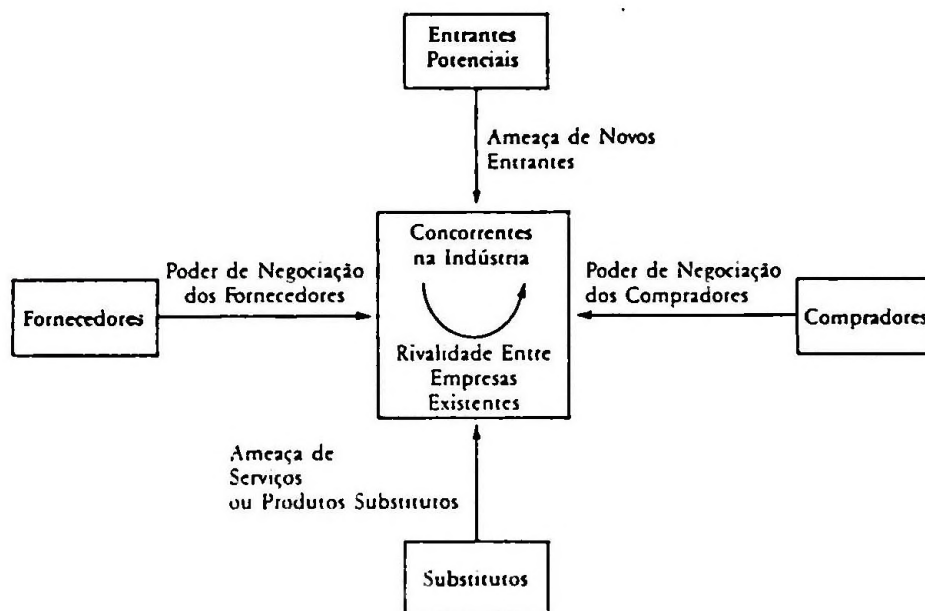
### **3.3.3. O Mercado**

Uma vez que o capitalista de risco conheça bem o produto, ele pode fazer uma primeira abordagem do mercado potencial. A fim de examinar a indústria em profundidade o investidor de capital de risco pode analisar as cinco forças competitivas que segundo Porter (1992) determinam a rentabilidade de uma empresa e a atractividade da indústria (Figura 3.2.): a entrada de novos concorrentes, a ameaça de substitutos, o poder de negociação dos compradores, o poder de negociação dos fornecedores, e a rivalidade entre os concorrentes existentes.

O vigor destas cinco forças competitivas determina a habilidade das empresas numa indústria para obter, em média, taxas de rentabilidade sobre o investimento superiores ao custo de capital. O vigor das cinco forças varia de indústria para indústria, podendo modificar-se ao longo do tempo. Por exemplo, pode acontecer que um grupo de produtos no mercado mostre um forte crescimento, mas um produto do grupo apresente um crescimento mais lento ou mesmo estar numa fase de declínio. Um outro problema que pode surgir num mercado de potencial elevado é que as empresas grandes e poderosas rapidamente entrem e absorvam a procura de mercado, e, por consequência, uma empresa jovem será facilmente suplantada. Quando isto se

verificar é preciso analisar se a empresa não possui vantagens competitivas importantes de maneira que seja um candidato interessante para aquisição. Deste modo pode, igualmente, ser alcançado um rendimento razoável. De qualquer maneira é necessário que o potencial total do mercado e o grau de penetração sejam bem determinados com base em pesquisas sólidas. Muitas vezes encontra-se aqui o chamado “Síndrome 1%” (Stancill, 1981). Isto quer dizer que se supõe que o tamanho do mercado é tão grande que conquistar “só” 1% já dará rendimentos interessantes.

**Figura 3.2.: As Cinco Forças Competitivas segundo M. Porter**



Fonte: Porter (1992)

Enquanto o capitalista de risco analisa o mercado e a concorrência, tem de assegurar-se pessoalmente do interesse do mercado pelos produtos ou serviços

oferecidos pela empresa (Boogmans, 1988). Assim, vai utilizar contactos pessoais e falar com clientes potenciais para ter uma visão mais concreta das necessidades que o produto tenta servir. Também verificará qual o grau de satisfação que o produto fornece, e porquê certos clientes estão interessados em comprá-los a esta empresa. A razão de algumas pessoas para não comprar o produto, pode também dar indicações valiosas. Com as respostas àquelas perguntas ter-se-á um visão mais clara sobre o que é importante para o cliente: preço, serviço, qualidades técnicas elevadas, a localização da empresa, etc.

Adicionalmente podem investigar-se quais as probabilidades de potenciais consumidores utilizarem produtos de concorrentes, como é que funciona o processo de compra e qual a escala de tempo normal de compra. O processo de pagamentos (Beecroft, 1988) - v.g. atrasos nos pagamentos, facturas ainda não pagas pelos clientes - pode indicar certos defeitos do produto.

Por fim, pode dizer-se que o capitalista de risco tem de estar bem familiarizado com o mercado e o seu funcionamento se quiser obter os melhores resultados da análise e dar um acompanhamento mais adequado.

#### **3.3.4. A Análise Financeira e a Avaliação de uma Empresa**

A análise financeira e a avaliação da empresa faz parte do processo de selecção de qualquer participação. Como já foi mostrado anteriormente, o grau de risco ligado a

projectos de capital de risco costuma ser superior à média, e conta com muito mais variáveis do que uma análise financeira para financiamento tradicional.

Segundo Boogmans (1988) a avaliação de uma empresa é normalmente feita através de simulações dos vários cenários que podem acontecer. Com base na análise do mercado vai tentar estimar-se os futuros proveitos e custos, baseando-se no volume de vendas, no preço unitário do produto e na evolução do seu custo, de modo a ter uma visão das possibilidades de melhoramento ou de declínio dos lucros.

Durante a avaliação de uma empresa é importante considerar os seguintes aspectos (Boogmans, 1988):

- i) a quantidade de dinheiro necessário para continuar no ritmo previsto nas previsões;
- ii) a força de atracção da empresa e do sector na bolsa de valores na altura em que o capitalista de risco quer vender a sua participação;
- iii) o volume e momento de realização dos ganhos, tomando em conta um certo grau de probabilidade;
- iv) as probabilidades de perda.

Com a avaliação da empresa termina o trabalho “*due-diligence*”.

A avaliação de empresas, ou seja, das suas acções, não é tarefa fácil, porque tem que basear-se em expectativas futuras de dividendos e mais-valias. Boogmans (1988) considera esta análise mais uma arte do que uma ciência exacta.

Porfírio (1993) analisou os métodos utilizados pelas sociedades de capital de risco em Portugal. Segundo ele, 75% das sociedades usam a TIR para a análise financeira da maior parte dos seus projectos, sendo este método utilizado, na generalidade das análises, por 85% das sociedades. O método da TIR aparece secundado pelo VAL, e o período de recuperação do investimento é normalmente usado como critério secundário, complementar à TIR e ao VAL. A taxa de actualização dos cash-flows mais utilizada pelos capitalistas de risco é a “Taxa relacionada com um Activo sem Risco à qual é adicionado um Prémio de Risco”, de acordo com a ideia do risco envolvido em cada projecto. Todavia, também é utilizada a taxa correspondente ao “Custo Médio Ponderado do Capital”. Por último pode destacar-se que 62.5% das empresas utiliza simulações, das quais a maioria fá-lo tendo presente que este seria o resultado da utilização sucessiva de Análises de Sensibilidade, cujos resultados seriam posteriormente compilados de forma a poder ter-se uma ideia quanto ao Valor Médio e à Variância do VAL Esperado para cada projecto, tomado sempre numa base individual.

Por fim, pode concluir-se que a maior parte das sociedades de capital de risco considera que é preferível ter um projecto regular com um bom líder ou uma boa equipa para o implementar, do que ter um excelente projecto com pessoas menos capazes (Van Outryve d’Ydewalle, 1983; Cova, 1991). Ou com as palavras de Arthur Rock (1987) “além de mais, uma boa ideia, se não for posta em prática, não passa de

uma boa ideia. Por outro lado, os bons gestores nunca podem perder. Se a estratégia deles não resultar, desenvolvem outra. Se um concorrente aparecer, alteram o caminho a seguir.” O grande problema para o futuro, segundo Schilit (05/06-1987), não será “a grande quantidade de dinheiro que está por trás dos poucos bons negócios,” mas sim “a grande quantidade de dinheiro gerida por pouco talento.”

## PARTE II

O Capital de Risco na  
Europa e em Portugal

## CAPÍTULO 4: O CAPITAL DE RISCO NA EUROPA

### 4.1. Introdução

O capital de risco deu os seus primeiros passos na Europa, em Inglaterra no pós Segunda Guerra Mundial, com a criação em 1945 da “*Industrial and Commercial Finance Corporation*” (Ooghe, et al., 1989). Só nos anos 70 começaram a surgir, pelo resto da Europa, outras sociedades de capital de risco, tendo aumentado significativamente o ritmo de desenvolvimento do capital de risco.

No início dos anos 80 criou-se em analogia com a “Associação Nacional de Capital de Risco” nos EUA (*National Venture Capital Association - NVCA*), a “Associação Europeia de Capital de Risco” (*European Venture Capital Association - EVCA*) com sede em Bruxelas. O objectivo desta associação é fomentar o capital de risco na Europa, mediante publicações e seminários. A EVCA é usada pela União Europeia como o órgão para a prestação de apoio financeiro a investimentos de capital de risco transeuropeus. A EVCA publica anualmente uma lista com os seus membros, que neste momento conta com mais de 270 sociedades de capital de risco. Esta lista inclui dados identificadores de todos os membros como, por exemplo, o tipo de sociedade, o número de empregados, o capital gerido, número de empresas em carteira, investimento mínimo, preferências geográficas, industriais e de fase de investimento.

A evolução histórica do capital de risco de cada país, a sua cultura empresarial e outros variados factores, têm influência no desenvolvimento do capital de risco, pois o factor humano é o mais importante em todo o processo da decisão de participação, bem como de sucesso de uma empresa. Daí que o capital de risco seja um produto que pode ser utilizado de forma diferente, em locais diferentes, e a sua história e desenvolvimento tenha uma evolução distinta em cada país. Em termos gerais pode dizer-se que o sucesso de capital de risco tem sido maior nos países onde existem mercados de capitais com maior facilidade de acesso às PME's (Boogmans, 1988). Alguns exemplos são o “*Unlisted Security Market*” em Londres, o “*Second Marché*” em Paris e o “*Parallele Markt*” em Amsterdão. Este mercado de bolsas paralelas assegura ao investidor uma possibilidade efectiva de saída e aos fundadores das empresas uma hipótese para realizar uma parte das suas acções.

A disponibilidade de capital tem crescido muito nos anos 80, e em 1987, pela primeira vez, o capital angariado na Europa ultrapassou o capital angariado nos EUA (USD 5.1 biliões vs USD 4.9 biliões) (Maital, 1989). Segundo Boogmans (1988), nos diferentes países europeus não há falta de capital de risco. O problema que se põe, é a dificuldade de encontrar bons negócios. O factor que limita mais a procura de bons negócios é a falta de pessoas com um espírito empreendedor. Este autor aponta vários factores que podem fazer com que jovens gestores na Europa não estejam interessados em criar novas empresas:

- i) os gestores clássicos que trabalham nas empresas multinacionais têm, em geral, pouco interesse por técnicas inovadoras de investimento como o capital de risco;
- ii) os gestores com uma formação técnica - que criam muitas empresas tipo “arranque” nos EUA - têm na Europa uma formação menos polivalente no que diz respeito a marketing e finanças;
- iii) falhar tem um significado muito mais negativo na Europa do que nos EUA. Este facto tem, claramente, a sua repercussão no processo de tomar riscos;
- iv) o sistema de impostos na Europa é menos atractivo do que nos EUA;
- v) tanto os técnicos como os gestores têm menos mobilidade entre Estados na Europa do que nos EUA;
- vi) por enquanto ainda faltam algumas histórias de sucesso significativas na Europa, como por exemplo a “*Apple*” e a “*Compaq*” nos EUA.

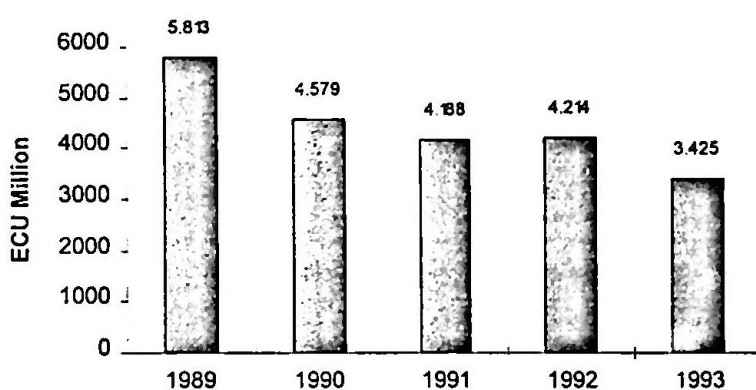
#### **4.2. Alguns Dados Estatísticos sobre o Capital de Risco na Europa**

Em 1985, a EVCA elaborou pela primeira vez um estudo quantitativo sobre o capital de risco na Europa (Boogmans, 1988). Este estudo foi anualmente revisto, e o último trata os dados que dizem respeito a 1993 (EVCA Yearbook, 1994).

Analisando os novos fundos angariados (Figura 4.1.), verifica-se um decréscimo de mais de 40% no período de 1989 a 1993. Os investimentos (Figura 4.2.) têm

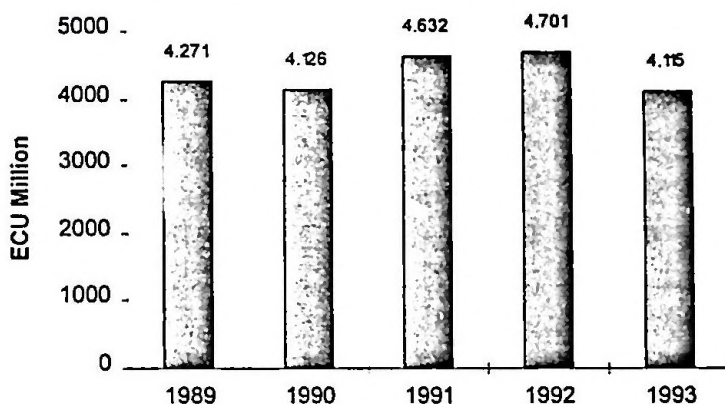
estabilizado nesse período, com um ligeiro crescimento em 1991 e 1992, mas com um novo decréscimo em 1993. Estes dois factores resultaram que nos finais de 1993 o acréscimo anual da carteira europeia (Figura 4.3.) só atingiu 0.02%.

**Figura 4.1.: Novos Fundos Angariados**



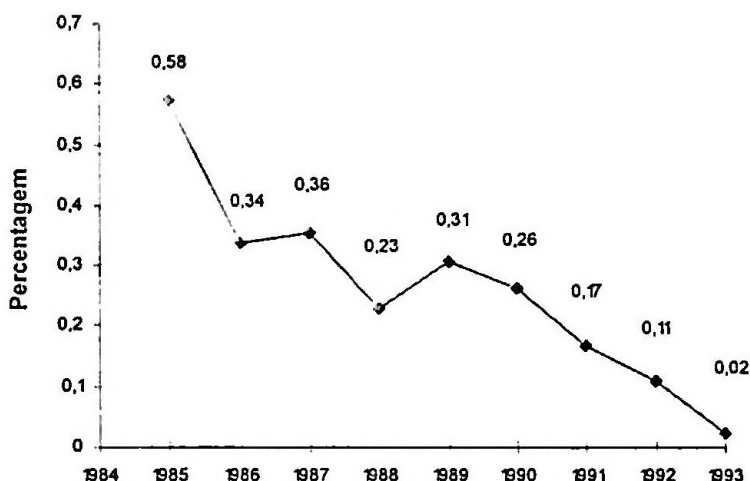
**Fonte:** EVCA Yearbook 1994, 1994

**Figura 4.2.: Investimento Anual na Europa**



**Fonte:** EVCA Yearbook 1994, 1994

**Figura 4.3.: Acréscimo Anual da Carteira Europeia**



**Fonte:** EVCA Yearbook 1994, 1994

O total de fundos angariados até 31 de Dezembro de 1993 totalizava mais de 40 milhões de ECU. A grande fatia pertence ao Reino Unido que, com 17 milhões de ECU, representa 42% do total dos fundos angariados. A seguir encontram-se a França (21%), a Alemanha (10%), a Itália (9%) e a Holanda (4%). Portugal ocupa o décimo-terceiro lugar com 0.6%.

Na opinião de Schilit (1992), uma das principais razões que levam o Reino Unido a ser o líder destacado da actividade de capital de risco na Europa é o facto de ser um país de língua inglesa. O Reino Unido tem a facilidade de importar investidores de capital de risco treinados dos EUA e pode exportar empregados das empresas financiadas com capital de risco para os EUA para receberem treino. Além disso, o estilo de negócios e a cultura do Reino Unido e dos EUA são suficientemente similares para permitir o intercâmbio de profissionais entre os dois países.

Em 1993, as principais fontes de capital de risco (Quadro 4.1.) foram os bancos e os “ganhos de capital reinvestidos”, seguidos pelos fundos de pensões e as companhias de seguros. As fatias do Estado, Empresas e Investimento privado são muito reduzidas.

**Quadro 4.1.: Fontes de Investimento na Europa em 1993**

<b>Fontes de Investimento - 1993</b>	<b>%</b>
Bancos	30.00
Ganhos de Capital Reinvestidos	21.80
Fundos de Pensões	15.70
Companhias de Seguros	10.00
Outros	7.60
Estado	6.50
Empresas	5.30
Investimento privado	3.10

**Fonte:** EVCA Yearbook 1994, 1994

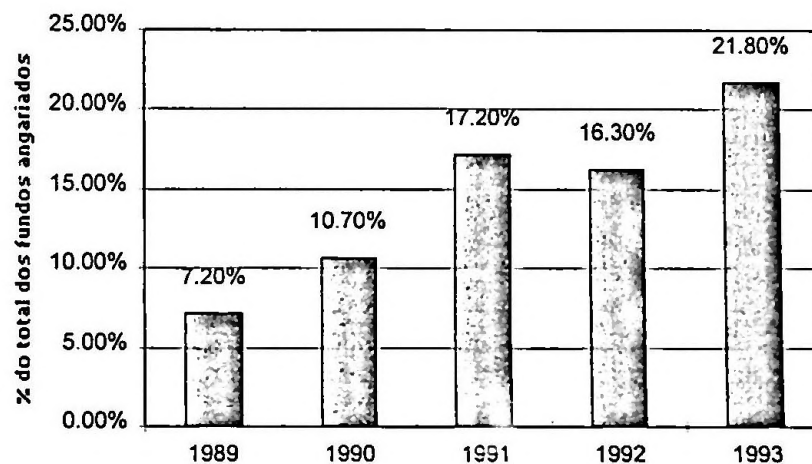
A fonte “ganhos de capital reinvestidos” (Figura 4.4.) tem crescido continuamente nos últimos anos, e representa actualmente mais de um quinto do total dos fundos angariados. Este facto indica que o mercado do capital de risco na Europa está a amadurecer e a atingir a sua velocidade cruzeiro.

Analisando fonte a fonte, relativamente aos dados de 1993, pode dizer-se que o peso do investimento privado é o mais alto na Irlanda (40%), do Estado na Espanha (56.5%), dos bancos na Itália (71.2%), dos fundos de pensões na Suécia (35.1%), das

companhias de seguros na Holanda (17.2%), das Empresas na Espanha (16.4%) e dos ganhos de capital reinvestidos na Suíça (41%). As diferenças entre os vários países relativamente às fontes de capital pode ser explicado pelas seguintes diferenças:

- i) leis locais;
- ii) regulamentação do mercado de capitais;
- iii) investimentos institucionais;
- iv) mentalidade.

**Figura 4.4.: Ganhos de Capital Reinvestidos**



**Fonte:** EVCA Yearbook 1994, 1994

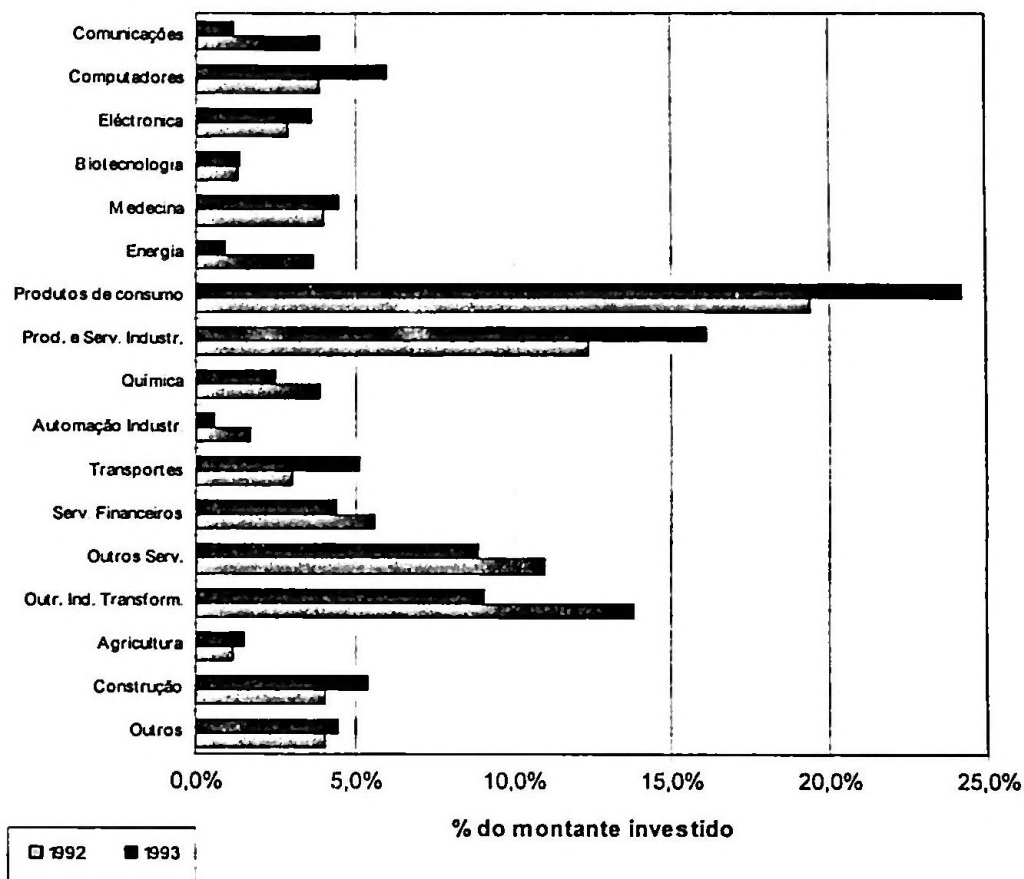
Ooghe. et al. (1989) apontam duas razões porque o montante dos capitais angariados não é totalmente investido em projectos. Por um lado, o investidor tem de se lembrar de futuras necessidades de capital das empresas na carteira que devem ser

cobertas com fundos disponíveis. Por outro lado, a oferta de projectos interessantes é menor do que o montante de capital de risco.

Quanto aos investimentos por sectores de actividade (Figura 4.5.) pode dizer-se que os “produtos de consumo” e os “produtos e serviços industriais” - que contavam com quase 32% dos investimentos realizados em 1992 - receberam mais de 40% dos fundos investidos em 1993. Os sectores da “alta-tecnologia” (Biotecnologia, Electrónica, Computadores, Comunicações e Medicina/Saúde) representaram 16.7 %, um ligeiro crescimento em relação ao ano anterior (16%). As maiores quedas são verificadas nas “outras indústrias transformadores” (i.e. têxteis, móveis, editores, etc.), de 13.8% em 1992 para 9.1% em 1993 e no sector da ‘energia’ (de 3.7% para 0.9%).

Relativamente às fases de investimento, podem destacar-se as fases de expansão e os MBOs, que contavam com respectivamente 45.9% e 40.8% do montante investido em 1993. Os MBOs atingiram a maior penetração no Reino Unido (62%) e na Suécia (59%). Na Espanha, a fase de expansão contava com quase 85% do total dos fundos aplicados.

**Figura 4.5.: Investimento por Sectores de Actividade na Europa**



Fonte: EVCA Yearbook 1994. 1994

A maior diversificação encontra-se na Irlanda com 15% de projectos de arranque, 44% na fase de expansão e 40% de projectos de recuperação de empresas. Na Irlanda verifica-se também a maior diversidade no que diz respeito às fontes de capital (40% de fundos privados, 23% dos bancos e 34.4% de ganhos de capital). Olhando para estes resultados, pode concluir-se que a indústria de capital de risco na Irlanda se encontra numa fase relativamente mais desenvolvida do que no resto da Europa. Um estudo elaborado pelo Estado irlandês e a indústria de fundos de pensões em 1993,

concluiu que as sociedades de capital de risco têm obtido uma rentabilidade composta anual de mais de 20% (EVCA, 1994).

### **4.3. A Transformação do Capital de Risco na Europa**

O que caracteriza o capital de risco do último decénio é o facto de o capital ser aplicado nas fases posteriores do ciclo de vida da empresa. Capital semente e financiamentos de arranque representaram, em média, na União Europeia, 9.7% do volume total investido no período 1987-1991 (Quadro 4.2.). No período 1989-1993, a quota diminuiu até 7.1% e em 1993 estas fases de financiamento não representavam mais do que 4.9%. A maior parte dos investimentos foram investimentos de expansão. Outra característica é o uso crescente de capital de risco nas operações de MBO, sobretudo no mercado britânico. Visto que MBOs aparecem principalmente nos sectores tradicionais com empresas maduras (KB-Weekberichten, 1993), que são geridas por gestores experientes, o risco operacional é pequeno. Estes gestores precisam de pouco apoio operacional por parte do capitalista de risco e ainda menos pode chamar-se este tipo de financiamento inovador. Quando se analisa a evolução dos sectores de actividade (Quadro 4.3.), verifica-se que menos de um quinto do montante de capital de risco investido na UE no período 1987-1991 foi aplicado nos sectores de alta-tecnologia. No período 1989-1993, a quota baixou até aos 17.6% e em 1993 representava um sexto.

**Quadro 4.2.: Evolução das Fases de Investimento na Europa**  
(em % dos novos investimentos nos respectivos períodos)

Fases	1987-1991	1989-1993	1993
Capital semente e arranques	9.7	7.1	4.9
Expansão	51.9	53.5	54.3
MBO	38.4	39.4	40.8
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Fonte: EVCA (1994), KB-Weekberichten (1993)

**Quadro 4.3.: Evolução dos Sectores de Actividade na Europa**  
(em % dos novos investimentos nos respectivos períodos)

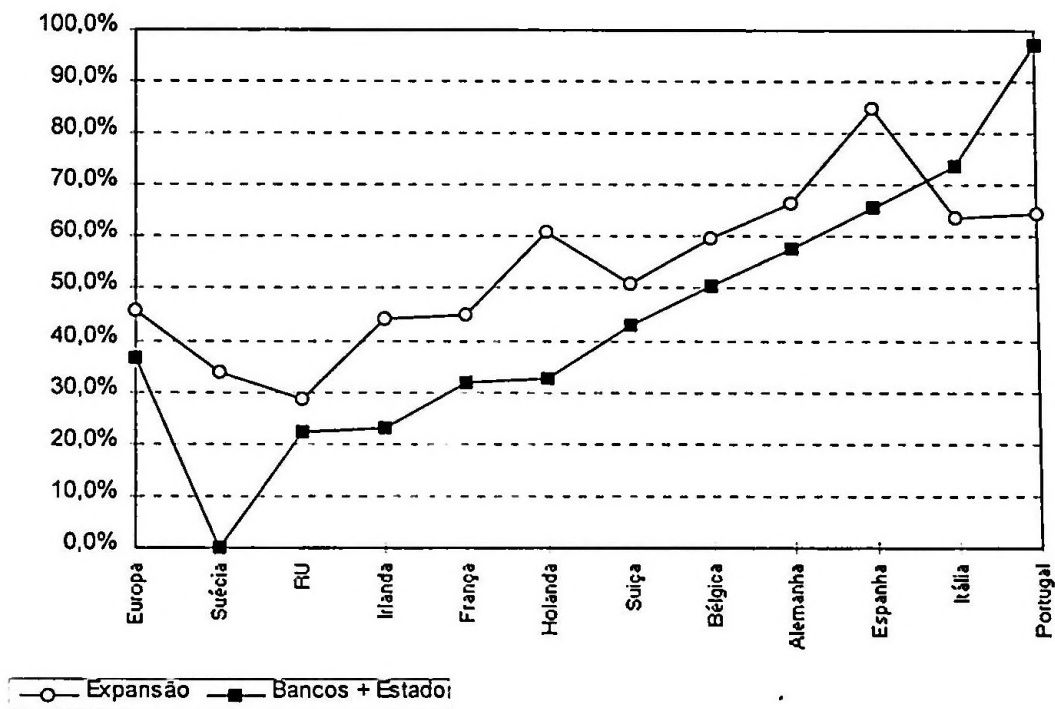
Sectores de Actividade	1987-1991	1989-1993	1993
Alta-tecnologia,	19.0	17.6	16.7
da qual:			
- comunicação	2.3	2.5	1.2
- computadores & electrónica	11.0	9.3	9.6
- biotecnologia & medicina e saúde	5.7	5.8	5.9
Produtos de consumo	25.6	24.2	24.2
Produtos & serviços industriais	8.4	11.1	16.1
Outros serviços	13.5	14.3	13.3
Outros	33.5	32.8	29.7
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Fonte: EVCA (1994), KB-Weekberichten (1993)

O peso dos financiamentos de expansão na Europa relaciona-se com o interesse crescente dos bancos e do Estado no sector. Os bancos têm, por natureza, pouca tendência para correr riscos em fases de arranque (KB-Weekberichten, 1993), e ainda

menos para apoiar activamente a gestão de uma empresa. Segundo W.D. Bygrave, et al. (1992) um banqueiro está mais habituado a analisar os balanços e as demonstrações de resultado de empresas conhecidas e existentes e também tem uma motivação muito forte para evitar o risco de maus empréstimos. A figura 4.6. mostra a relação entre a fonte de financiamento das sociedades de capital de risco e a fase dos investimentos realizados nos diferentes países europeus em 1993. Este gráfico indica claramente a influência que os bancos e o Estado têm no processo de investimento de uma sociedade de capital de risco.

**Figura 4.6.: Relação entre a Fonte e a Fase de Investimento na Europa em 1993**



Fonte: EVCA Yearbook 1994, 1994

Para concluir este ponto quanto à situação do capital de risco na Europa pode destacar-se a opinião de Stanley Pratt, sócio da “*Abbott Capital Management*”, uma empresa de consultoria de capital de risco, sediada em Nova Iorque, segundo o qual (Clark, 1991), o mercado do capital de risco transformou-se de um mercado conhecido pelo apoio aos arranques de empresas tecnológicas, num mercado de capitais privado. Enfrentando tempos difíceis, os profissionais do capital de risco estão a redefinir o papel da sua indústria. Em vez de financiar arranques, muitas sociedades de capital de risco visam participações em fases posteriores com prazos mais reduzidos, nos quais os investidores podem ganhar cinco vezes o montante investido, e não vinte.

## CAPÍTULO 5: O CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL

### 5.1. Introdução

Em Portugal, a actividade de capital de risco surgiu em princípios de 1986, estando regulamentado pelo Decreto-Lei 17/86 de 5 de Fevereiro (Contreras, 1992). A primeira sociedade de capital de risco, a SPR - Sociedade Portuguesa de Risco, S.A., foi constituída no dia 27 de Junho de 1986 (De Brito, 1992).

As sociedades de capital de risco apareceram num contexto macroeconómico em que se começavam a notar fortes taxas de crescimento - que chegaram a ser das maiores do mundo - mantendo-se a dependência do exterior, um sector público deficitário e taxas de inflação que, apesar de uma forte baixa, continuavam superiores à média dos países da Comunidade Europeia (Cova, 1991).

Neste contexto, impunham-se como objectivos de política económica a sustentação do crescimento, o financiamento dos défices do sector público, o equilíbrio das contas externas e, acima de tudo, a redução da inflação. Num quadro destes é natural que o crédito, por definição um factor escasso, se torne ainda mais raro.

Para as PME's, a disputa da fatia que lhes cabe no bolo do crédito global torna-se cada vez mais difícil, já que concorrem com o sector público, com as grandes

empresas privadas e com os particulares que, com a eliminação das restrições ao crédito ao consumo se tornam, cada vez mais, utilizadores de crédito muito para além do tradicional crédito à habitação. As PME's caracterizam-se, em geral, por forte concentração do capital, estruturas deficientes em termos financeiros, técnicos, humanos, etc.

É neste contexto que, num seminário organizado pelo Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa em 1985 (Rodrigues, 1985), Campos Rodrigues, o então Director do Secretariado do Plano Tecnológico, definiu os vectores da política governamental visando não só apoiar a inovação, mas contribuir para a criação de um clima propício ao surgimento de projectos de inovação tecnológica industrial (Quadro 5.1.).

#### **Quadro 5.1.: Vectores da Política de Apoio à Inovação**

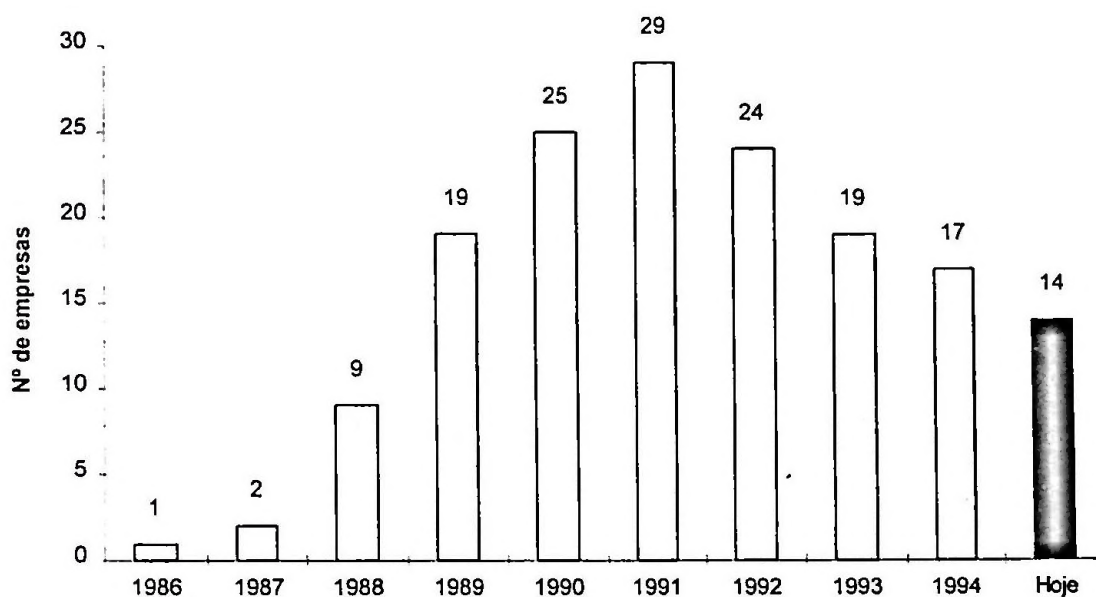
- Identificação de oportunidades tecnológicas para as empresas industriais.
- Apoio ao desenvolvimento da capacidade tecnológica das empresas.
- Apoio à introdução de novas tecnologias e à criação de empresas de elevada componente tecnológica.
- Reforço das capacidades em áreas tecnológicas estratégicas.
- Apoio à introdução de novas técnicas de gestão e comercialização.
- Apoio à especialização de pessoal científico e técnico.
- Programas de assistência financeira e incentivos fiscais.

**Fonte:** Rodrigues (1985)

## 5.2. Alguns dados estatísticos sobre o capital de risco em Portugal

Analisando o número de sociedades de capital de risco constituídas em Portugal, verifica-se (Figura 5.1.) um forte crescimento em finais dos anos 80 e um decréscimo a partir de 1991. Actualmente a APCRI tem 14 membros. Segundo os dados fornecidos pela APCRI, pode fazer-se uma segmentação das sociedades de capital de risco a partir do capital social (=CS) destas. Neste momento existem 5 sociedades pequenas (CS até um milhão de contos), 6 médias (CS entre um e três milhões de contos) e 3 sociedades grandes com um capital social superior a 3 milhões de contos. Pode ainda destacar-se que uma das sociedades médias está praticamente parada (Fernandes, 1994).

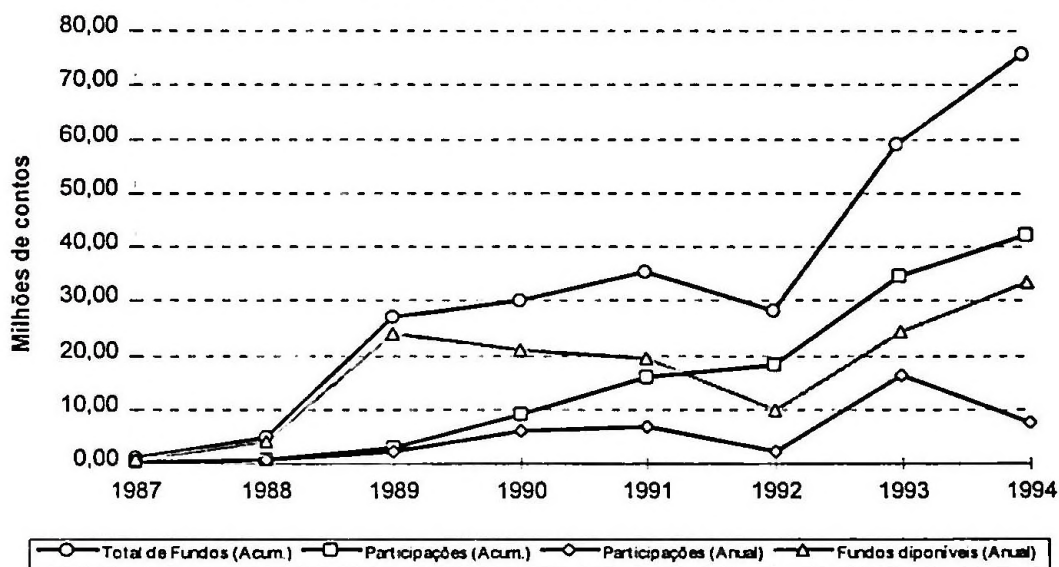
**Figura 5.1.: N° de Sociedades de Capital de Risco em Portugal**



Fonte: APCRI

A figura 5.2. mostra a evolução das participações e dos fundos. Em primeiro lugar nota-se um forte crescimento do total dos fundos e dos fundos disponíveis em 1989, em analogia com o crescimento do número de sociedades de capital de risco. Segundo, em 1992 - o primeiro ano em que diminuiu o número de sociedades de capital de risco, o total de fundos baixou mais de 20% e o investimento neste ano atingiu só um terço do ano anterior. Ao mesmo tempo, os fundos disponíveis para participar em actividade de risco diminuíram quase 50%. Em terceiro lugar nota-se um forte crescimento de fundos e participações em 1993, causado pela criação dos FRIE (Fundos de Reestruturação e Internacionalização Empresarial) com o fundo aberto e um novo forte decréscimo das participações em 1994.

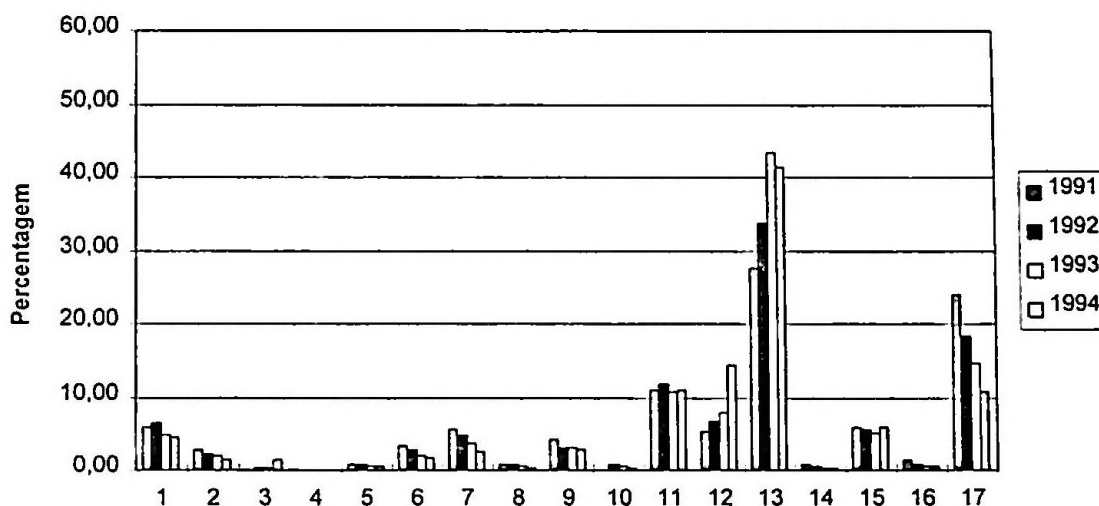
**Figura 5.2.: Evolução de Fundos e Participações**



Fonte: APCRI

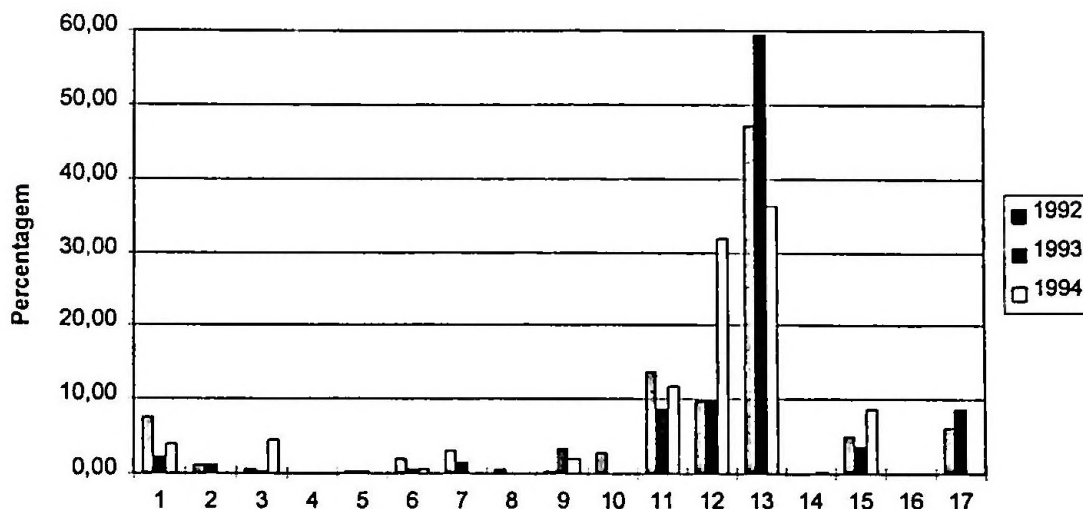
Quanto aos sectores de actividade (Figuras 5.3. e 5.4.) verifica-se uma concentração em três sectores, nomeadamente nas “Outras Indústrias Transformadoras,” nos “Produtos e Serviços Industriais,” e nos “Produtos de Consumo.” Estes sectores em conjunto representavam repectivamente 70%, 78% e 80% do montante investido no período 1992-1994. O sector das “Outras Indústrias Transformadoras” é principalmente composto pelos têxteis, editores, móveis e calçado. Nota-se um forte crescimento dos “Produtos de Consumo” em 1994. Este sector representava mais do que 30% do valor investido nesse ano, enquanto o peso das “Outras Indústrias Transformadoras” baixou de quase 60% em 1993 para 36% em 1994.

**Figura 5.3.: Investimento por Sectores de Actividade (Acumulado)**



Fonte: APCRI

**Figura 5.4.: Investimento por Sectores de Actividade**



Fonte: APCRI

**Legenda dos Sectores de Actividade:**

- |   |                          |    |                                   |
|---|--------------------------|----|-----------------------------------|
| 1 | Comunicações             | 10 | Automação Industrial              |
| 2 | Informática/Computadores | 11 | Produtos e Serviços Industriais   |
| 3 | Electrónica              | 12 | Produtos de Consumo               |
| 4 | Biotecnologia            | 13 | Outras Indústrias Transformadoras |
| 5 | Medicina/Saúde           | 14 | Serviços Financeiros              |
| 6 | Energia                  | 15 | Outros Serviços                   |
| 7 | Construção               | 16 | Agricultura                       |
| 8 | Transportes              | 17 | Outros                            |
| 9 | Química e Materiais      |    |                                   |

Relativamente à distribuição dos investimentos pelo ciclo de vida dos projectos (Quadro 5.2.), pode verificar-se que o peso dos investimentos de arranque diminuiu drasticamente nos últimos quatro anos a favor da quota de capital de substituição e

recuperação de empresas, que mais do que duplicou no mesmo período. Os investimentos tipo MBO/MBI ficaram mais ou menos estáveis.

**Quadro 5.2.: Distribuição do Investimento pelo Ciclo de Vida - Acumulado (em %)**

	1991	1992	1993	1994
Capital de Arranque	30.98	24.40	17.46	15.33
Capital de Expansão	46.88	47.42	44.95	41.18
Capital de Recuperação	19.14	26.13	32.25	39.58
MBO/MBI	3.00	2.05	5.34	3.91

**Fonte:** APCRI

Em relação às fontes de capital (Quadro 5.3.), pode destacar-se o peso dos bancos e dos organismos estatais no controlo de capital de sociedades de capital de risco, sobretudo quando na rubrica “Detida por várias organizações” se incluem igualmente bancos e Estado, com posições maioritárias.

**Quadro 5.3.: Capital de Risco Gerido pelas Empresas, por Tipo de Sociedade**  
- situação em 31 de Dezembro de 1994 -

	Total de Fundos (em %)
Detida por um Banco	27.0
Organ. Estatal, Autoridade Local ou Organ. de Desenv. Regional	23.5
Detida por Organização não Financeira	9.6
Detida por Várias Organizações	32.2
SCR Privada e Independente	7.7

**Fonte:** APCRI

### 5.3. Análise Crítica do Capital de Risco em Portugal

O processo de instituição do capital de risco em Portugal, teve duas fases distintas; pois numa primeira fase havia pouca motivação para fazer capital de risco. Apesar do quadro de isenções e benefícios fiscais criados pelo Governo para incentivar esta actividade, não havia uma motivação real. Foi só em 1989 que esta nova forma de financiamento sofreu verdadeira expansão com a criação de 10 novas sociedades e o crescimento dos fundos disponíveis de 4 para 24 milhões de contos (APCRI, 1994).

O facto de hoje em dia existirem menos de metade do número de sociedades de capital de risco de há 4 anos atrás, indicia uma crise no sector. Este facto também deixa em aberto a questão de saber porque é que foram criadas aquelas sociedades e quais os seus objectivos.

Consideramos que existem 3 factores importantes que deram forma ao capital de risco em Portugal, nomeadamente:

- i) O risco calculado;
- ii) O peso do Estado;
- iii) A mentalidade portuguesa.



### 5.3.1. O Risco Calculado

As sociedades de capital de risco praticam um negócio que, segundo Heller (Fernandes, 1994), “tem um alto grau de risco de perda (incluindo a perda total) do capital investido.” Em Portugal, a situação nem sempre é assim. O subtítulo de um artigo no jornal “Independente” de Novembro de 1994 refere que “Em Portugal as 15 sociedades de capital de risco existentes preferem jogar pelo seguro. A fuga ao risco é uma constante” (Alves, 1994). Procurou-se perceber as razões que podiam levar as sociedades de capital de risco em Portugal a seguir aquele comportamento, tendo-se identificado como hipóteses as seguintes:

- i) A experiência profissional dos gestores de risco;
- ii) A exigência de um “Dossier de Viabilidade”;
- iii) As garantias de recompra;
- iv) Possibilidades de saída limitadas.

#### *5.3.1.1. A Experiência Profissional dos Gestores de Risco*

Em primeiro lugar pode destacar-se a experiência profissional da maior parte dos gestores de capital de risco. O inquérito efectuado mostra (Quadro 5.4.) que, das sociedades de capital de risco com participação do Estado, 37% dos gestores vêm do ramo financeiro, e das privadas esta percentagem atinge os 67%.

#### Quadro 5.4.: A Experiência Profissional dos Gestores de Capital de Risco

	SCR com participação do Estado	SCR Privadas
<b>Bancos</b>	14 %	25 %
<b>Seguros</b>	0 %	0 %
<b>Outr. Soc. Financ.</b>	23 %	42 %
<b>Consult./Audit.</b>	3 %	8 %
<b>Outros</b>	60 %	25 %
<b>Total</b>	100 %	100 %

Fonte: Inquérito em Anexo

Ser um bom banqueiro não implica ser um bom gestor de capital de risco. A literatura americana avisa que contabilistas e banqueiros não chegam para fazer capital de risco, visto que o capital de risco necessita de um modo activo de gestão, desconhecido no negócio bancário (Bygrave, et al., 1992). Auditores e banqueiros têm que fazer parte da gestão de uma sociedade de capital de risco, como também pessoas com experiência na gestão industrial, cientistas, analistas de mercado e gestores de vendas.

Como a figura 4.6. mostrou, existe uma forte ligação entre o envolvimento dos bancos e do Estado no capital de risco e a fase de investimento. Quanto maior o envolvimento destas duas instituições, maior é o peso dos investimentos de expansão, o que se traduz automaticamente em participações menos arriscadas. Em Portugal, as sociedades com participação do Estado representam 74% do total de funcionários na actividade de capital de risco. Adicionando à percentagem os funcionários das sociedades privadas que vêm de uma sociedade financeira, o peso sobe até 91%.

### 5.3.1.2. O “Dossier de Viabilidade”

Depois da pré-selecção, com base no plano de negócios, o capitalista de risco analisa profundamente aquelas propostas que acha que poderiam ter êxito. Este processo foi chamado “*due-diligence*”.

Segundo Albano de Melo (Fernandes, 1994), o empresário português, no acto de entrega de uma proposta ao capitalista de risco, tem de juntar - com o plano de negócios - um dossier de viabilidade estratégica da sua empresa, ou seja um estudo estratégico que custa entre os 15 e 20 mil contos. A exigência de um estudo estratégico foi igualmente confirmada nas entrevistas em profundidade.

O facto de as sociedades de capital de risco exigirem este estudo tem vários efeitos. Em primeiro lugar, é o empresário a comprar este estudo antes de entregar o projecto. Isto tem como resultado que, antes de o investidor saber se o projecto poderia valer a pena de investigar em mais profundidade, o projecto já foi analisado em detalhe. Em segundo lugar, é o empresário a suportar os custos. Normalmente, quando o capitalista de risco avalia o “livro pelo sua capa” (Roquette, 06-05-92), decidirá se vale a pena empregar tempo e dinheiro no projecto.

Quando o empreendedor entrega um estudo estratégico, o trabalho “*due-diligence*” reduz-se drasticamente. De facto, este estudo deveria fazer parte do processo “*due-diligence*” a ser elaborado pelo capitalista de risco. Isto implica que o envolvimento

do investidor de risco no processo de uma montagem de um investimento com capital de risco tem a ver principalmente com a análise financeira e, eventualmente, posterior preparação e negociação do pacto social e do acordo de accionistas.

### *5.3.1.3. As Garantias de Recompra*

Uma das principais características do capital de risco é que “contrariamente ao sistema bancário tradicional, não estão em causa financiamentos sujeitos a planos de reembolso pré-estabelecidos nem a quaisquer encargos financeiros, nem ainda a exigências de garantias reais ou pessoais para que o envolvimento das sociedades de capital de risco se concretize” (Boogmans, 1988).

A situação em Portugal não é exactamente assim. Segundo Neto da Silva, a maior parte das empresas de capital de risco “pede garantias de recompra aos clientes económicos a quem financiará projectos” (Vida Económica, 19-03-93). Também Alves (1994) explica que o “processo de investimento é geralmente acompanhado de um contrato que garanta a sanidade da sociedade de capital de risco.”

A existência deste tipo de garantias foi confirmada pelas entrevistas em profundidade. Foi confirmado que os projectos são, normalmente, acompanhados por um contrato de recompra. Isto quer dizer que os empresários comprometem-se a comprar as acções ao preço de mercado quando o investimento não apresentar lucros ao fim de quatro anos. Não obstante, a sociedade de capital de risco reserva-se os

direitos de vender a sua participação quando o projecto apresentar lucros. Este responsável acrescentou que isto é somente para salvaguardar os interesses da sociedade.

Um dos resultados principais do trabalho da pesquisa de Bygrave e Timmons (1992) foi que o desenvolvimento bem sucedido de um negócio com capital de risco pode ser criticamente afectado pelo relacionamento entre o investidor e o empresário (ou equipa de gestão). Como já foi explicado no primeiro capítulo, uma das características de um bom relacionamento é o facto de o investidor mostrar que ele está disposto a partilhar o risco com o empresário. Isto é uma maneira de mostrar que ele acredita no projecto e na equipa de gestão. No entanto, quando a sociedade de capital de risco exige um contrato de recompra, torna-se difícil ganhar a confiança do empresário, e ainda menos pode falar-se de um parceiro ideal que partilha o risco da operação.

É obvio que a sociedade de capital de risco tenta diminuir o risco. Como se explicou no capítulo 2, a diversificação dos projectos na carteira é uma das possibilidades. Na realidade, ao lado das garantias pedidas aos empresários, as sociedades de capital de risco em Portugal, têm duas fontes de receitas. Por um lado existe a receita de uma renumeração anual que corresponde de 1 a 3 % do valor da participação (Ferreira, 1993). Por outro lado, as sociedades aplicam uma parte do capital em produtos financeiros com alguma rentabilidade segura, como, por exemplo, Obrigações e Títulos do Tesouro (Alves, 1994). Estes dois tipos de receitas foram

confirmados pelas entrevistas e ainda se aplica entre 13 e 15 % do capital social em produtos financeiros.

A análise das respostas aos inquéritos (Quadro 5.5.), permite verificar que nenhuma das sociedades de capital de risco tem perdido dinheiro nos desinvestimentos que fez até hoje (As sociedades que comunicaram desinvestimentos foram todas constituídas em 1988 e 1989). Como se mostrou no ponto 1.3.2. do primeiro capítulo, os perdedores surgem muito rapidamente no processo (cerca de dois anos) e os ganhadores precisam de muito mais tempo para se darem a conhecer (entre 7 e 8 anos). O estudo referido no mesmo ponto mostrou que em 40% dos casos, o capitalista teve um prejuízo parcial ou total do seu investimento.

**Quadro 5.5.: O Rendimento dos Desinvestimentos**

Rendimento	Portugal <sup>(1)</sup>		EUA <sup>(2)</sup>	
	Nº de projectos	Percentagem	Nº de projectos	Percentagem
10 vezes o montante investido ou mais			7	3.2
5 - 10 vezes			18	8.3
2 - 5 vezes	1	4.5	43	19.7
1 - 2 vezes	21	95.5	64	29.3
Prejuízo parcial do montante investido			54	24.8
Prejuízo total			32	14.7
<b>Total</b>	<b>22</b>	<b>100.0</b>	<b>218</b>	<b>100.0</b>

**Fonte:** <sup>(1)</sup> Inquérito em Anexo

<sup>(2)</sup> Branson (1983)

Em nosso entender, há duas razões possíveis que podem explicar o facto de nenhum desinvestimento ter causado prejuízo.

Em primeiro lugar, a falta de prejuízos pode confirmar a existência de garantias, ou seja, o empreendedor comprou de volta a participação da sociedade de capital de risco. Isto explicava logo a alta percentagem do rendimento “1 a 2 vezes” (que inclui 6 desinvestimentos com um resultado “*break-even*”), porque os maus negócios surgem muito rapidamente. A quase inexistência de ganhos de capital que representam mais do que duas vezes o capital investido é normal, uma vez que os verdadeiros ganhadores só aparecem depois de 7 a 8 anos e as empresas com desinvestimentos tinham só 5 ou 6 anos de actuação na altura do inquérito.

Uma outra explicação é a de que a escolha dos projectos tenha sido feita de tal maneira, que só se escolheram os ganhadores e não possíveis perdedores.

Contudo, ambas as explicações vão contra a prática do capital de risco. A primeira usa garantias - inerentes à lógica de actuação dos bancos e contraditória à lógica do capital de risco. É difícil acreditar que a segunda razão seja verdadeira, pois nos EUA - o “coração” do capital de risco - não se consegue fazer melhor do que o evidenciado no quadro 5.5. (Branson, 1983), sobretudo quando em Portugal não havia ninguém com experiência anterior no ramo do capital de risco.

#### 5.3.1.4. Possibilidades de saída limitadas

Uma possível explicação para a existência de garantias é o facto de as possibilidades para o capitalista de risco sair do negócio serem limitadas. De facto, no segundo capítulo descreveram-se quatro possibilidades de saída para o investidor em capital de risco. Recapitulamos que estas são a venda da participação aos proprietários da empresa, a investidores institucionais, a empresas industriais e a admissão à cotação em Bolsa.

A saída que dá melhores resultados para o capitalista de risco é sem dúvida a admissão à cotação em Bolsa. A inexistência de um segundo mercado restringe as possibilidades do investidor de risco de ter ganhos significativos. Em Portugal, as hipóteses para o investidor de risco sair de uma participação por esta via são muito limitadas. De Brito (07-91) diz que “Sem um 1º mercado operante, penso não ser credível a efectiva realização de um mercado dirigido às PME’s.” De facto o sucesso do capital de risco tem sido maior nos países onde existem bolsas com maior facilidade de acesso às PME’s (Boogmans, 1988).

#### 5.3.2. O Peso do Estado

Em 1958, o governo dos EUA estabeleceu as “*Small Business Investment Companies*” (“SBIC”). Inspirado pelo exemplo da ARD e outros fundos de capital de risco privados (Bygrave, et al., 1992), a procura cresceu para o governo participar

activamente na mobilização do capital de risco e na progressão dos conhecimentos para construir pequenas empresas. O decreto dos “*SBIC*” tinha por finalidade criar fundos de capital de risco regulamentados e oficializados pelo governo a fim de encorajar a formação e o desenvolvimento de novas empresas.

O aparecimento repentino de dinheiro fácil da parte do governo alertou especuladores financeiros. Em 1962, 585 “*SBIC*” foram legisladas e em meados dos anos 60 quase 700 “*SBIC*” organizadas dominavam a oferta de capital de risco nos EUA. O resultado inevitável foi um abanão total. Em 1966-1967, 232 “*SBIC*” foram consideradas problemas e um desastre a todos os níveis. Acusações de incompetência, e mesmo fraude, intimidaram a indústria pouco experiente. Uma nova regulamentação foi implementada para reduzir o número das “*SBIC*” até 250, e em 1978 elas representavam apenas 21% do capital disponível nos EUA.

Este acontecimento nos EUA mostra que o Estado americano, com as boas intenções que tinha, prejudicou o desenvolvimento da actividade de capital de risco. Esta experiência americana reflecte em parte a situação em Portugal. Pode dizer-se que, em Portugal, foi o próprio Estado que tomou a iniciativa de promover este negócio. Com efeito, a actividade de capital de risco é uma das poucas actividades que já tinha a sua própria legislação antes de arrancar. Normalmente as actividades arrancam e depois surge a legislação (Fernandes, 1994). No caso do capital de risco foi ao contrário. Foi só cinco meses depois da legislação, que se estabeleceu a primeira sociedade de capital de risco em Portugal, e com o participação do Estado (A

SPR, Sociedade Portuguesa de Capital de Risco, S.A. tem nos seus accionistas o IAPMEI e o BPA, naquela altura um banco público). No ano a seguir estabeleceu-se mais uma sociedade e o verdadeiro arranque teve lugar em 1989, três anos depois da legislação.

Na tentativa de promover mais esta actividade, o Estado forneceu benefícios fiscais às sociedades de capital de risco. Foram dadas isenções fiscais de mais-valias nos 7 anos (em alguns casos 4 anos) posteriores às actividades da empresa (Fernandes, 1994). A realidade é que um negócio como o capital de risco precisa de mais de sete anos para atingir a velocidade cruzeiro. O ciclo de novos investimentos realizados com os lucros das primeiras participações pode demorar dez anos (Ferreira, 1993). De facto, o prazo em que o capitalista vê o seu lucro é relativamente longo (Boogmans, 1988): de 7 a 10 anos. Isto tem como resultado que é quase impossível fazer capital de risco como deve ser - ou seja, identificar, avaliar, financiar e educar empresas com grandes potencialidades e um espírito de crescimento (Bygrave, et al., 1992) - e ao mesmo tempo conseguir aproveitar os benefícios fiscais. Para além do ciclo de investimentos, pode também destacar-se a novidade da actividade de capital de risco em Portugal - era algo totalmente diferente dos sistemas financeiros existentes e a inexistência de pessoas com experiência no ramo de risco (Vida Económica, 19-03-93). Estes dois factores implicam um período de arranque ainda mais longo. Assim, se o capitalista quer aproveitar os benefícios fiscais, ele tem de abandonar a visão de longo prazo - inerente a esta actividade - e focar nos rendimentos a curto prazo.

A legislação portuguesa obriga as sociedades de capital de risco a constituírem-se com um capital não inferior a 600 mil contos. A verdade é que não é possível gerir uma empresa deste género, no âmbito da actividade que lhe está associada, com um capital de apenas 600 mil contos ou mesmo que seja um milhão de contos (Fernandes, 1994). Tem de haver uma massa crítica suficiente que permita justificar estar no mercado e têm de existir recursos próprios para continuar a sua actividade. E se, segundo nos foi dito numa entrevista, uma das grandes empresas de capital de risco não anda activamente à procura de novos negócios porque está à espera de mais fundos para poder investir, a situação para as pequenas e médias sociedades torna-se ainda mais complicada.

Olhando para estas duas vertentes da legislação, pode concluir-se que o Estado Português, quando introduziu a legislação, não estaria devidamente informado sobre as características específicas desta actividade. E quando o arranque desta actividade demorou tempo de mais, o próprio Estado tomou a iniciativa de criar no final de 1988 e em meados de 1989, as três maiores sociedades de capital de risco do país.

Além destas duas características da legislação, que de facto vão contra a ideia básica do capital de risco, há quem diz que “quem vendeu as sociedades de capital de risco transmitiu aos potenciais investidores a ideia de que se tratava de um grande negócio com taxas internas de rentabilidade superiores a 30 por cento e que ao fim de 4 ou 5 anos começavam as alienações” (Contreras, 1992). Esta frase vem confirmar o

facto de que quem vendeu o capital de risco em Portugal não estava perfeitamente a par do negócio que queria vender.

Em 1989 teve lugar a verdadeira expansão do capital de risco em Portugal e sociedades de capital de risco nasceram como cogumelos. Para aproveitar os benefícios fiscais, as sociedades de capital de risco começaram a comprar participações, às vezes “sem olhar para as empresas nem para o preço” (Fernandes, 1994). Não demorou muito para as sociedades de capital de risco verificarem que “a actividade não era tão fácil como pensavam à partida” (Travessa, 1994). A partir de 1991 os maus negócios estavam já à vista e os bons investimentos iriam demorar ainda anos a dar o seu retorno. Foi um dilema para as empresas, sem mais dinheiro para investir num sector onde não havia qualquer experiência.

Algumas sociedades não atingiram a dimensão crítica necessária para se manter, e outras, que não conseguiram obter mais fundos, mudaram de actividade (Fernandes, 1994). Como exemplo pode destacar-se a Spred, que recentemente foi desactivada, e a Lusorisco, da Fenalu, que hoje é Lusovalor - empresa de investimentos imobiliários. Outras foram criadas para aproveitar os benefícios fiscais e, quando estes acabaram, não tiveram interesse em manter as sociedades e passaram a SGPS. É o caso da Rinoval, do Grupo Vicaima, e da Spinveste, do Grupo Sonae.

Quando se analisam as respostas aos inquéritos, podem destacar-se as duas principais razões para as sociedades de capital de risco terem sido constituídas (Quadro 5.6.).

**Quadro 5.6.: As três principais razões para terem constituído uma SCR.**

<b>As Sociedades Privadas</b>	<b>Nº de respostas</b>	<b>Percentagem</b>
1. Sinergias	3	100.0
2. Vantagens fiscais	2	66.6
Oportunidade de negócio	2	66.6
<b>As Societ. com Participação do Estado</b>	<b>Nº de respostas</b>	<b>Percentagem</b>
1. Fomentação das PME	3	100.0
2. Estimulação da Indústria Portuguesa	3	100.0

Fonte: Inquérito em Anexo

As “Vantagens Fiscais” foram uma das principais razões apresentadas pelas sociedades privadas, logo a seguir às “Sinergias”. Este facto pode tornar-se complicado quando aquelas empresas já não podem aproveitar os benefícios. E, se a presença do Estado neste sector não é um problema, poderá sê-lo quando os privados abandonarem o sector (Fernandes, 1994).

Neste momento, o Estado, através do IAPMEI, participa directamente em seis sociedades de capital de risco. Estas sociedades representam 66% do mercado do

capital de risco. Quando se incluem os fundos de capital de risco, esta percentagem aumenta para 76%, o que indica um domínio do Estado neste sector da Economia.

Quando se analisa o peso do Estado em termos de capital das sociedades de capital de risco, pode verificar-se que, directamente e indirectamente, o Estado está fortemente envolvido com 80.8% dos meios financeiros aplicados neste mercado. Os privados só representam 19.2% (Quadro 5.7.). Incluindo os fundos de investimento, pode dizer-se que o Estado domina 86.3% (=57.6+28.7) enquanto a outra fatia cabe aos privados com 13.7%. Pode acrescentar-se aqui que as sociedades com capital do Estado têm maior facilidade em angariar mais fundos para investir em projectos, uma vez que grande parte do capital vem dos subsídios da União Europeia. De facto, foi dito numa das entrevistas que as grandes sociedades de capital de risco com participação do Estado recebem os seus fundos dos subsídios comunitários.

**Quadro 5.7.: A Participação do Estado no Negócio do Capital de Risco**

<b>Sociedades de Capital de Risco</b>	<b>Nº de SCR</b>	<b>Capital Social</b>	<b>%</b>
Participação do Estado	9	27.000.000	80.8
Capital Privado	5	6.393.500	19.2
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>33.393.500</b>	<b>100.0</b>
<b>SCRs e Fundos de Capital de Risco</b>			
SCR com Participação do Estado	9	27.000.000	57.6
SCR com Capital Privado	5	6.393.500	13.6
FRIE com Participação do Estado	4	13.450.000	28.7
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>46.843.500</b>	<b>100.0</b>

Fonte: APCRI e Inquérito em Anexo

Quando se analisarem os sectores de actividade das empresas que receberam capital de risco, verificou-se que a grande fatia era das “outras indústrias transformadoras”. No entanto, segundo Ferreira (1993) “as sociedades de capital de risco temem também os investimentos em sectores de crise, como o têxtil e o calçado.” De facto, são principalmente as três sociedades grandes, com participação do Estado, que estão a apostar neste sector. Duas sociedades têm quase metade dos seus fundos investidos no sector têxtil (Simões, 1993). A terceira também aposta fortemente no têxtil, com quase um quarto dos fundos aplicados neste sector. Estas sociedades (com os seus FRIE) representam 62% do mercado de capital de risco em Portugal.

### **5.3.3. A Mentalidade Portuguesa**

A mentalidade das pessoas é um dos factores que dificultou o arranque do capital de risco em Portugal e ainda complica o seu desenvolvimento. Sem um espírito motivado para o risco, não pode fazer-se capital de risco. Adler e Vasconcellos e Sá (1991) tentaram definir a mentalidade dos portugueses. Segundo eles é difícil de caracterizar a maneira de pensar de um português “típico”. Não obstante, tipificam três gerações distintas:

- i) A Geração dos Tradicionalistas
- ii) Os Filhos da Revolução Perdida
- iii) A Geração “Yuppie”

A “Geração dos Tradicionalistas” caracteriza as pessoas entre os 54 e 74 anos de idade (entre 50 e 70 anos na altura do artigo, 1991). Esta geração viveu a maior parte da sua vida adulta durante o regime conservador de Salazar, mas também viveu a revolução socialista. Esta geração tem a tendência de ser conservadora e está ligada às maneiras tradicionais de vestuário e comportamento.

A maior parte das empresas familiares são geridas por pessoas desta geração. Isto implica que muitas pequenas e médias empresas em Portugal são muito aversas ao risco. Uma vez que são empresas familiares, está fora de questão a entrada e reconhecimento de pessoas estranhas. Toda a orientação é dirigida para lucros a curto prazo e a ideia de privilegiar um crescimento a longo prazo em detrimento de ganhos imediatos não é facilmente aceite. Com uma visão tão limitada, não é de admirar que as empresas achem que a I&D tenha pouco valor e não há nenhum mecanismo standardizado para o atingir. Um outro aspecto de grande importância é o facto de que a maior parte destas empresas cresceram numa altura em que foram protegidas pela lei da concorrência de empresas estrangeiras. É óbvio que o proteccionismo não é de maneira nenhuma favorável para a I&D.

Os “Filhos da Revolução Perdida” tinham uns 20 anos quando ocorreu a revolução socialista e muitos estiveram envolvidos directamente. Depois de um período inicial de esperança, eles encontraram os anos principais da sua carreira queimados na confusão e indisposição da experimentação socialista. Agora, entre os 34 e 54, eles

sentem-se de certo modo desiludidos, com uma formação fraca, e inseguros para o futuro. A sua vida privada reflecte ideias perdidas e a taxa de divórcios é elevada.

Esta geração recebe um enfoque especial das sociedades de capital de risco no estrangeiro, uma vez que são estas pessoas - entre os 34 e 54 anos - que apresentam já uma experiência necessária para elaborar um projecto de arranque ou gerir uma expansão. São eles que podem apresentar um “curriculum” à sociedade de capital de risco e que ainda têm a idade e capacidade para começar o seu próprio negócio. Também são elas as pessoas que eventualmente podem ter uma boa ideia, que não seja aceite pela empresa que a emprega, e começam a explorar essa ideia por si próprios. Entretanto, parece que em Portugal estas pessoas estão desiludidas e não conseguem dar resposta à necessidade contínua de inovação, tão essencial para o desenvolvimento de uma nação.

A geração “*Yuppie*” não se lembra do regime Salazarista e eram ainda muito novos para participar activamente na revolução. No entanto, aperceberam-se das suas falhas. Eles ansiavam pela educação para alcançar as coisas boas da vida e querem obter resultados rapidamente.

Esta geração tende a ter jovens com formação e que não querem trabalhar para ninguém, se não para si próprios. No caso dos EUA as universidades têm trabalhado muito em conjunto com as sociedades de capital de risco (Bygrave, et al., 1992; Sach, 1985), de maneira a fornecer aos finalistas as oportunidades de financiamento dos

seus projectos. Também se verifica que as grandes zonas de desenvolvimento, como por exemplo o “*Silicon Valley*”, estão situadas perto de universidades famosas. Em Portugal, esta geração é caracterizada por jovens que não querem esperar muito tempo para atingir as “coisas boas na vida”. Eles querem-nas agora. Assim é difícil de promover uma actividade de capital de risco que pode demorar até 12 anos antes de maturar e tirar proveito dela. Ao mesmo tempo existe uma falta de ensino técnico em Portugal (De Brito, 07-91), algo indispensável para este ramo de actividade. Não basta haver muitos bons gestores para gerir uma empresa ou fazer contabilidade. Também são necessário pessoas que sabem desenvolver um produto, desde o seu desenho até à produção. Sem quadros qualificados em número suficiente, não será possível criar ou expandir as PME's em Portugal.

O principal resultado desta tentativa de descrever a mentalidade portuguesa, é o facto da necessidade de mudança de mentalidade do empresário em Portugal. De facto, o carácter fechado dos capitais próprios das PME's (Público, 04-94), a sua “origem predominantemente familiar” e a insuficiente dotação de capitais próprios são meramente alguns exemplos da realidade em que vivem muitas PME's. Aliás, um dos campos interessantes para o capital de risco é o das empresas com problemas de sucessão, as empresas de estrutura familiar (Cova, 1991). Há empresas onde tudo correu bem, que foram criadas por uma pessoa empreendedora, cheia de ideias e de capacidade, mas que esbarra com as suas próprias limitações: a empresa crescerá até aos limites da dimensão do fundador e morrerá com ele. Ao participar em operações de MBO/MBI, pode o capital de risco ser o factor de ultrapassagem deste tipo de

questões, facilitando o acesso ao capital e à gestão de bons profissionais, de dentro ou fora da empresa, capazes de assegurarem a continuidade e o crescimento.

De Brito (07-91) considera que a mentalidade do empresário português deveria alterar-se nos seguintes aspectos:

- i) abrir os seus horizontes em termos de mercado e pensar como uma empresa europeia e não como uma empresa portuguesa que simplesmente exporta;
- ii) descentralizar a gestão e admitir quadros competentes;
- iii) interessar a gestão das empresas pela participação no capital, como forma de incentivo e uma maior ligação à empresa;
- iv) abrir o seu capital a terceiros (nacionais e/ou estrangeiros) que potenciem o desenvolvimento das empresas;
- v) considerar hipóteses de concentração das suas empresas, ganhando a dimensão necessária para fazer face à maior competitividade que se verifica;
- vi) reforçar os capitais próprios das suas empresas, investindo nelas os lucros obtidos.

Contudo, só com alterações deste tipo se pode ultrapassar as limitações descritas por Fernando Namora ao afirmar que “pensar à portuguesa, hoje, é recusar os arrojos de visão, o risco necessário, o objectivo ambicioso, e voltar as costas à modernidade” (Neves, 1985).

#### 5.3.4. Os Resultados do Inquérito

Além dos resultados já mencionados nos pontos anteriores, podem destacar-se ainda outras análises dos dados resultantes do inquérito.

As sociedades de capital de risco têm, em média, 7.7 funcionários, com um mínimo de 2 e um máximo de 18. A média das sociedades de capital de risco com capital público é de 10.3, enquanto as privadas empregam em termos médios 3.8 funcionários. A idade média dos funcionários é de 35 anos.

Em termos da estratégia, quanto ao ciclo de vida das empresas, pode destacar-se uma sociedade que só investe nos arranques de empresas. As outras sociedades têm uma variedade de fases de investimento nas suas carteiras. Quanto aos sectores de actividade, destacam-se três sociedades que são especializadas num certo sector, nomeadamente uma no ramo da informática, uma no sector de indústrias transformadoras, e uma no turismo.

Das sociedades que responderam, uma pública e uma privada têm relações com o estrangeiro.

Quanto aos investimentos podem resumir-se os seguintes resultados:

- i) O valor dos novos investimentos, desde a constituição das sociedades de capital de risco<sup>1</sup> até à data do inquérito (1994), foi em média 86.192 contos por participação para as SCR com capital público e 69.850 contos para as SCR privadas. Os investimentos de reforço atingiram respectivamente 43.197 contos e 38.370 contos (Quadro 5.8.).
- ii) Em termos da percentagem do capital social detida nas empresas em que foi investido, destaca-se que as sociedades com capital público detêm entre 10 e 33,33% do CS em 52% dos casos enquanto as sociedades privadas detêm mais de 50% do CS em 18% das participações (Quadro 5.9.).
- iii) Quando se analisa o número de empregados, verifica-se que 64% das empresas com participação de uma SCR com capital público empregam entre 10 e 250 pessoas, e 7% tem mais de 1000 empregados. As SCR privadas investem principalmente em empresas que empregam entre 10 e 50 pessoas (44%) (Quadro 5.10.).
- iv) Como o quadro 5.11. mostra, as participações são divididas de igual modo entre os investimentos de arranque, de expansão e de recuperação. A percentagem de investimentos de recuperação é mais alta nas sociedades com capital público devido aos FRIE.

---

<sup>1</sup> Lembra-se que a primeira foi constituída em 1986.

**Quadro 5.8.: Montante Médio Investido por Participação**

Tipo de investimento (Valores em PTE 10 <sup>3</sup> )	S o c i e d a d e	
	c/capital público	privado
Novos investimentos	86.192	69.850
Investimentos de Reforço	43.197	38.370

Fonte: Inquérito em Anexo

**Quadro 5.9.: Percentagem do Capital Social Detido por Participação**

Percentagem do C.S. (Valores em %)	S o c i e d a d e	
	c/capital público	privado
≤ 10%	24	34
10% ≤ 33,33%	52	30
33,33% ≤ 50%	18	18
> 50%	6	18
Total	100	100

Fonte: Inquérito em Anexo

**Quadro 5.10.: Número de Empregados das Empresas Participadas**

Nº de Empregados (Valores em %)	S o c i e d a d e	
	c/capital público	privado
1 < 10	16	20
10 < 50	31	44
50 < 250	33	20
250 < 1000	13	16
> 1000	7	-
Total	100	100

Fonte: Inquérito em Anexo

### Quadro 5.11.: Fases de Investimento das Empresas Participadas

Fase de Investimento (Valores em % - Base: N° de participações)	S o c i e d a d e	
	c/capital público	privado
Arranque	33	37
Expansão/Desenvolvimento	34	39
Recuperação	30	13
MBO/MBI	-	4
Outros	3	7
Total	100	100

Fonte: Inquérito em Anexo

Quanto à duração ideal por tipo de investimento para ficar em carteira (Quadro 5.12.), as sociedades com capital público comunicaram prazos mais longos do que as sociedades privadas. As ideias de duração ideal diferem principalmente nas fases de arranque e em operações de MBO/MBI. É estranho o facto de as sociedades privadas comunicarem um período máximo para investimentos de arranque de 6,3 anos quando a experiência de outros países mostra que estes projectos podem precisar de 12 anos para atingir a velocidade cruzeiro. Será que os gestores das sociedades de capital de risco estão a dar ênfase a investimentos a curto e médio prazo para ainda conseguirem aproveitar os benefícios fiscais relacionados com a actividade de capital de risco?

Os limites para investir são demonstrados no quadro 5.13.. As sociedades privadas têm os seus limites mínimos entre os 0 e 100.000 contos e as sociedades com capital público entre os 10.000 e 75.000 contos. Em termos de limites máximos, as sociedades têm os seus horizontes entre os 150.000 e 490.000 contos e entre 150.000 e 350.000 contos respectivamente.

### Quadro 5.12.: Duração Ideal por Tipo de Investimento segundo as SCR

Fase de Investimento (Valores em anos)	S o c i e d a d e	
	c/capital público	privado
Arranque	7,5 - 8,5	5,5 - 6,3
Expansão/Desenvolvimento	4 - 5,5	3,6 - 4,3
Recuperação	5 - 6	4,6 - 5,6
MBO/MBI	6 - 6,5	4,3 - 4,6

Fonte: Inquérito em Anexo

### Quadro 5.13.: Os Limites do Montante para Investir por Participação

Limites (Valores em 10 <sup>3</sup> )	S o c i e d a d e	
	c/capital público	privado
Limite Mínimo	10.000 - 75.000	0 - 100.000
Limite Máximo	150.000 - 350.000	150.000 - 490.000

Fonte: Inquérito em Anexo

Em termos da filosofia usada no acompanhamento das empresas verificou-se que em quase todos os casos (exceção um) ou se nomeiam executivos ou membros do Conselho Fiscal.

Em relação à pergunta se as sociedades estão preparadas para perder dinheiro, quase 60% respondeu que estava preparada, dentro de certos limites. Ou seja, estas empresas dizem que procuram reduzir os riscos inerente à actividade, mas que sempre correm o risco de perder dinheiro e para tal têm de estar preparadas.

Todas as sociedades de capital de risco concordam que uma gestão deficiente é a principal razão para o insucesso de um projecto e que “condições externas

desfavoráveis” e “rentabilidade insuficiente” são razões pouco frequentes para um projecto não ter êxito (Quadro 5.14.). As sociedades privadas colocaram um mau plano de negócios em segundo lugar, enquanto as sociedades com capital público consideraram este defeito como uma razão pouco frequente para um projecto não se tornar rentável. Por seu lado, as sociedades com capital público acham que um mercado insatisfatório e um macro ambiente desfavorável é a segunda principal razão do insucesso.

Segundo os resultados obtidos no quadro 5.15., são principalmente os próprios promotores que decidem contactar uma sociedade de capital de risco. Pode ainda destacar-se a alta percentagem de projectos que são trazidos às sociedade de capital de risco privadas pelos accionistas e a quota das instituições financeiras quanto às sociedades com capital público.

**Quadro 5.14.: As Razões Principais de Insucesso de um Projecto**

Razões (Valores: 1=muito frequente; 4=pouco frequente) - Valores médios	S o c i e d a d e	
	c/capital público	privado
Gestão Deficiente	1	1
Produto Fraco	2,3	2,75
Rentabilidade Insuficiente	2,7	3
Mau Plano de Negócios	3,3	2
Condições Externas Desfavoráveis	2,7	3
Mercado Insatisfatório	2	2,5
Indústria com Problemas	2,3	3
Macro Ambiente Desfavorável	2	3

Fonte: Inquérito em Anexo

**Quadro 5.15.: Origem dos Projectos em Análise**

Origem dos projectos (Valores em %)	S o c i e d a d e	
	c/capital público	privado
Próprios Promotores	45	51
Accionistas de SCR	19	33
Instituições Financeiras	13	1
Contactos Pessoais	22	15
Contactos Internacionais	1	
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: Inquérito em Anexo

# PARTE III

Conclusão

## CAPÍTULO 6: CONCLUSÃO

### 6.1. Síntese

Na primeira parte foram apresentadas as principais características da actividade de capital de risco. Verificou-se que não existe nenhuma definição universalmente aceite deste fenómeno. Não obstante, podem destacar-se alguns pontos específicos desta actividade:

- i) a participação no capital social de pequenas e médias empresas que trazem algo de novo;
- ii) o capitalista de risco vê o seu lucro sob a forma de mais valias, num prazo de 7 a 10 anos;
- iii) o capital de risco é dinheiro que aceita um alto grau de risco de perda (incluindo a perda total) em troca de um grau excepcionalmente elevado de potencial rentabilidade;
- iv) o envolvimento activo do capitalista na empresa em que investe.

Foram analisadas as principais características do capital de risco, nomeadamente:

- i) não exigir o pagamento de encargos financeiros;
- ii) ser um instrumento financeiro que assume a forma de uma participação temporária e, em regra, minoritária;
- iii) ter um papel de interlocutor activo e ser um parceiro do empresário;
- iv) promover o “apoio financeiro dos homens”;

v) criar-se uma grande confiança entre ambas as partes.

Foi salientado que as sociedades de capital de risco não devem intervir nas empresas para resolver problemas financeiros, mas para apoiar empresas com potencial de êxito, com efectiva capacidade de gestão, com projectos viáveis e rentáveis, necessitando de reforçar os seus capitais próprios e com mentalidade para abrir o capital a um parceiro empenhado no sucesso do negócio.

A seguir à análise das principais características, explicaram-se as várias vantagens que o capital de risco pode trazer para o empresário. Foram destacadas algumas áreas de problemas das pequenas e médias empresas, onde o capitalista de risco pode desempenhar um papel relevante:

- i) a falta de capitais próprios e a capacidade de endividamento muito limitado;
- ii) a vontade de desenvolver um negócio salvaguardando o controlo do mesmo;
- iii) a necessidade de crescer, mantendo a estabilidade e flexibilidade interna;
- iv) planear a estratégia futura da empresa, sem afectar a gestão corrente.

Em termos de expectativas de rendimento para os investimentos com capital de risco pôde concluir-se que estas são mais elevadas do que em investimentos normais. Não obstante, é preciso tomar em conta que os perdedores tendem a surgir depois de dois anos e meio do arranque, e os ganhadores precisam de 7 a 8 anos para vingarem.

Salientou-se a importância de avaliar a relação rendimento/risco das oportunidades de investimento e, a título de exemplo, descreveu-se o sistema de avaliação desenvolvido por Rich e Gumpert (1985).

Identificaram-se as principais razões que causam o insucesso de um projecto, nomeadamente, o mau-entendimento do papel do capital de risco por parte dos empreendedores, um mau plano de negócios, um conhecimento incompleto do grau de eficiência real da tecnologia envolvida e uma análise de mercado incapaz de identificar potenciais ameaças ou factores de risco, mas a principal razão de insucesso de um projecto parece ser a falta de motivação e dedicação por parte do empenendedor.

O segundo capítulo começou com uma caracterização das sociedades de capital de risco. Segundo Bygrave e Timmons (1992), os capitalistas de risco estão no negócio de “identificar, avaliar, financiar e educar empresas com grandes potencialidades e um espírito de crescimento”. Por isso, concluiu-se que um bom gestor de risco tem de ser uma pessoa muito polivalente.

De entre os critérios de gestão de carteira das participações distinguiram-se quatro: a gestão de áreas de negócio, a protecção dos investimentos, a geografia dos investimentos e a viabilidade e liquidez.

Foi descrito o “Vale da Morte”, processo pelo qual uma empresa tem de atravessar antes de poder persuadir uma sociedade de capital de risco. Quando o empenendedor

consegue ultrapassar esta fase, ele pode dirigir-se a uma SCR. Salientou-se, igualmente, que um capitalista de risco não fornece o montante de capital a investir de uma só vez. Normalmente são estabelecidos certos objectivos que o empreendedor tem de atingir para que o capitalista reforce o seu investimento na mesma fase ou numa fase posterior.

Em termos de possibilidade de saída foram encontradas cinco maneiras, das quais uma involuntária, ou seja, quando a empresa abre falência. Se isto não acontecer, a SCR pode vender a participação aos proprietários, a investidores institucionais, ou a empresas industriais. A última possibilidade, e normalmente a mais lucrativa, é a admissão à cotação em Bolsa. Destacou-se também que o sucesso do capital de risco é maior nos países onde existe um Segundo Mercado activo. Para finalizar este capítulo, descreveram-se ainda algumas vantagens e desvantagens de uma introdução na bolsa de valores.

Descreveu-se, de seguida, a “*due-diligence*”, trabalho de pesquisa que precede um investimento de risco. Trata-se de uma metodologia de trabalho, que pode levar à concretização de uma proposta de participação a ser submetida à empresa. Para fazer a análise detalhada de um projecto foi apresentado, a título de exemplo, o modelo de decisão desenvolvido por Tyebjee e Bruno (1984), que, de uma forma genérica, mostra o processo de um investimento de capital de risco. Salientou-se uma das grandes diferenças entre o capital de risco e outras formas de financiamento, nomeadamente o envolvimento activo por parte do capitalista de risco.

Nos critérios de avaliação de um projecto de capital de risco foi dado especial ênfase à avaliação da equipa de gestão e apresentaram-se vários aspectos a tomar em consideração nessa análise. Referiu-se também a importância que tem para o capitalista de risco perceber o produto e a tecnologia. A análise de mercado também tem de receber a devida atenção por parte do capitalista de risco.

Nesta primeira parte do trabalho, concluiu-se que a maior parte das SCR considera ser preferível ter um projecto regular com um bom líder ou uma boa equipa de gestão para o implementar, do que ter um excelente projecto com pessoas menos capazes.

O capital de risco na Europa deu os seus primeiros passos na Inglaterra no pós Segunda Guerra Mundial. Só nos anos 70 começaram a surgir, pelo resto da Europa, outras SCR, tendo, então, introduzido um elevado ritmo de desenvolvimento do capital de risco.

Na Europa, o capital de risco está a passar por uma fase de transformação. O que caracteriza o capital de risco do último decénio é o facto de financiar, cada vez mais, empresas nas fases de vida mais avançadas, principalmente os MBO. Uma vez que estas operações aparecem normalmente nos sectores tradicionais com empresas maduras, o risco operacional é pequeno. Um outro ponto que merece atenção é o facto de o crescimento de financiamentos de expansão ser influenciado pelo crescente interesse dos bancos e do Estado. Os bancos não têm vocação para correr riscos na fase

de arranque de um projecto, e ainda menos para apoiar activamente a gestão de uma empresa. Segundo Stanley Pratt (Clark, 1991), o mercado do capital de risco transformou-se de “um mercado conhecido pelo apoio aos arranques de empresas tecnológicas para um mercado de capitais privados.” Em suma parece que os profissionais de capital de risco, que estão a enfrentar tempos difíceis terão de redefinir o papel da sua indústria.

## 6.2. Conclusões

Uma das principais conclusões desta dissertação é que, em Portugal, não se pratica o “*Venture Capital*”. O capital de risco, para além de ser visto pelas empresas em Portugal como uma mera fonte de liquidez que não acarreta o pagamento de juros, também é, do ponto de vista global, um instrumento indirecto da política económica. Foi criado pelo Governo e os fundos aplicados consoantes as necessidades da política económica. Numa primeira fase para ajudar a expansão das empresas e mais recentemente para resolver problemas de sectores em crise, nomeadamente o têxtil.

A confirmação da hipótese de não existência de “*Venture Capital*” em Portugal fundamentou-se no seguinte:

- i) O trabalho “*due-diligence*”, que é o principal trabalho das sociedades de capital de risco, em Portugal, trata, principalmente a análise financeira dos projectos. As outras vertentes são analisadas antes da entrega da proposta e pagos pelo cliente. Uma empresa que está a tentar arrancar com o seu negócio não terá, certamente, 15 ou 20 mil contos ao seu dispôr para pagar um estudo estratégico. E mesmo se tiver, tem de gastar esse dinheiro antes de o capitalista de risco fazer uma primeira avaliação do projecto. Também neste aspecto intervem o Estado, subsidiando estes estudos feitos por terceiras entidades (consultores), o que desvirtua, uma vez mais, o “espírito” do capitalista de risco. Este processo faz com que uma grande parte dos potenciais projectos inovadores não cheguem às SCR.

- ii) Denota-se uma grande influência da banca e do Estado no negócio de capital de risco. Estas duas entidades estão, por natureza, menos dispostas a perder dinheiro ou tomar grandes riscos. Quando se quer ter retornos de 10 vezes o capital investido, é absolutamente necessário arriscar.
- iii) Uma terceira explicação tem a ver com a dimensão das SCR em Portugal. Não é possível gerir uma SCR com um capital de apenas 600 mil contos. Em média verificamos que cada projecto exige um investimento inicial de 80.000 contos e investimento de reforço de 40.000 contos. O capital social permitiria uma carteira de apenas 5 projectos. Uma sociedade tem de ter uma massa crítica suficiente para investir em projectos que podem durar até 10 anos, e ao mesmo tempo ter dinheiro disponível para posteriores injeções de liquidez, uma vez que o capitalista nunca investirá tudo de uma só vez, e ter ainda dinheiro disponível para participar em bons projectos que possam aparecer no futuro.
- iv) Em quarto lugar, as garantias de recompra, que segundo os responsáveis de algumas SCR visam salvaguardar os seus investimentos, elimina a maior parte do risco para estas sociedades. A fuga ao risco parece ser uma constante em sociedades que deveriam ter como função investir no risco.

Da análise do processo e dos objectivos e resultados das SCR pode concluir-se que a actividade desenvolvida por estas, em Portugal, assemelha-se mais à actividade “*Merchant Banking*” do que ao “*Venture Capital*”.

Uma das principais razões desta situação resulta da demasiada intervenção do Estado. Primeiro, o Estado Português parece não estar muito bem informado sobre as características específicas desta actividade ao estabelecer como capital social mínimo, apenas 600 mil contos e como prazo para aproveitar os benefícios fiscais apenas 7 anos. Além disso, o capitalista de risco tem funcionado como instrumento da política económica.

Com a entrada de Portugal na Comunidade Europeia em 1986, o Estado Português viu entrar no país substanciais fundos para investimento. Numa tentativa de envolver capital privado na reestruturação das indústrias transformadoras, o Estado criou uma actividade a que chamou “Capital de Risco” e a legislação foi formulada de modo a atrair, também, investimentos privados. Depois de ter legislado sobre a actividade, o próprio Estado cria as três maiores sociedades de capital de risco do país, que têm como principal objectivo a reestruturação dos sectores em que quase ninguém queria investir, nomeadamente o sector têxtil e do calçado. A análise das SCR privadas permitiu-nos concluir que estas foram criadas principalmente para aproveitar os benefícios fiscais e satisfazer os interesses dos grupos a que pertencem, por exemplo, o excesso de liquidez dos bancos. Quando as SCR privadas se aperceberam da complexidade da actividade e do facto de que precisavam de mais tempo e dinheiro do que o prazo previsto para aproveitar os benefícios fiscais, muitas delas abandonaram o negócio.

Um outro ponto que se salientou da análise é a não existência de um Segundo Mercado onde as SCR possam vender as suas participações. Isto tenderá a fazer com que, muitas vezes, as SCR tenham de ficar com um projecto em carteira durante mais tempo e assim perder boas possibilidades de realizar atempadamente mais-valias significativas. A ausência de um Segundo Mercado também foi apontada como uma possível razão para a existência de contratos de recompra, uma vez que o investidor de risco tem poucas possibilidades lucrativas para vender a sua participação.

Por último pode destacar-se a mentalidade portuguesa. De facto, o carácter fechado dos capitais próprios das PME's, a sua "origem predominante familiar" e a insuficiente dotação de capitais próprios são alguns exemplos da realidade empresarial Portuguesa. Acresce ainda uma visão de curto prazo e uma forte centralização de gestão o que não facilita, de maneira nenhuma, a reestruturação e internacionalização das empresas.

### 6.3. Implicações para o Desenvolvimento do Capital de Risco

Antes de finalizar este trabalho podem destacar-se algumas linhas de orientação, que em nosso entender, devem ser seguidas para dar um novo fôlego à actividade de capital de risco em Portugal. Em primeiro lugar, deve reformular-se a legislação de modo a tornar atractiva a actividade de capital de risco aos privados e tornar estimulante para estes a reestruturação industrial. É fundamental criar uma bolsa paralela, com maior facilidade de acesso às PME's, de modo que, as SCR tenham uma forma de saída sem contrato. A actividade deve tornar-se atractiva para os grandes grupos económicos e não só para os bancos.

Um dos aspectos com maior relevância para o capital de risco a prazo tem a ver com o repensar a formação e educação, nomeadamente dos gestores de capital de risco, dos empreendedores e dos técnicos. Sem dúvida que as escolas e universidades do ensino superior técnico são fundamentais, mas uma empresa não pode desenvolver-se só com doutores e engenheiros. É essencial uma escola técnica de nível intermédio que forme os quadros intermédios tão necessários à estrutura empresarial portuguesa. Além disso as escolas e universidades tendem a criar uma cultura de “trabalhador por conta de outrém.” Seria conveniente o desenvolvimento de um espírito mais empreendedor, nomeadamente através de programas de criação de empresas a partir dos centros das próprias universidades e de disciplinas que lhes dessem apoio. Pensando a mais longo prazo também se deveriam introduzir modificações na pedagogia ao nível do ensino primário, de modo a incentivar o

espírito empreendedor e o gosto pelo risco, pois é nestas idades que se moldam os comportamentos.

No que diz respeito à mentalidade portuguesa, esta, em primeira lugar, teria que mudar de uma visão de curto prazo para longo prazo. É absolutamente necessário que as pessoas abram os seus horizontes em termos de mercado e pensem como uma empresa europeia e não como uma empresa portuguesa que simplesmente exporta. Os empresários também têm de mostrar maior disponibilidade na abertura do capital da sua empresa a terceiros, sejam nacionais ou estrangeiros, que potenciem o desenvolvimento dos seus negócios.

Quanto às sociedades de capital de risco, elas têm de perceber que a actividade que praticam não é tão simples como muitas pensam, e que o negócio de capital de risco ou "*Venture Capital*" tem um alto grau de risco de perda (incluindo a perda total) dos investimentos feitos. É absolutamente normal que apareçam algumas falhas e perdas de dinheiro antes de surgirem os verdadeiros ganhadores. Um outro ponto que merece atenção é a agressividade por parte destas sociedades. Sem andar activamente à procura de bons negócios, não pode esperar-se receber bons projectos. Como reza a sabedoria popular "quem não arrisca não petisca."

#### 6.4. Críticas ao Trabalho

As conclusões baseiam-se na análise dos questionários e entrevistas feitos a gestores de SCR. Quando se faz a avaliação desta pesquisa deve ser notado o número limitado de respostas das SCR existentes em Portugal. Além disso o número reduzido dos desinvestimentos efectuados pode, de certo modo, restringir as conclusões. Por exemplo, concluímos que as SCR tinham um desempenho díspar em relação às suas congéneras americanas. Pode acontecer que face à inexistência de Segundo Mercado, as SCR não tenham forma de alienar participações de empresas em dificuldade. Daí os perdedores não terem sido observados no estudo que efectuámos.

Também pelo facto desta actividade em Portugal, ser ainda jovem e a maturidade dos bons projectos ser longa, faz com que uma análise detalhada só possa ser feita daqui a uns quatro ou cinco anos, quando as alienações atingirem a sua velocidade de cruzeiro.

Pelo facto de o estudo ter abarcado unicamente as SCR existentes à data, desconhecem-se, em relação às SCR desactivadas quais os projectos em que investiram, quais as motivações da sua criação e desactivação.

## 6.5. Implicações para Investigação Futura

Embora esta dissertação conte com algumas limitações, estas não minimizam a importância dos resultados obtidos e podem constituir a base para futura pesquisa, de modo alargado.

A título de exemplo podem destacar-se as seguintes áreas de investigação:

- i) o processo de instituição do capital de risco em Portugal;
- ii) qual o acompanhamento das empresas participadas;
- iii) as razões que levaram 11 SCR a abandonar a actividade e quais as implicações para as suas empresas participadas;
- iv) como as garantias de recompra influenciam o relacionamento entre a SCR e o empresário/ a equipa de gestão;
- v) como é que os empresários vêem o envolvimento das SCR e quais os resultados/melhorias sentidos;
- vi) quais as modificações a fazer à pedagogia na escola primária, para criar um espírito mais empreendedor e um gosto pelo risco.

# Anexo

# INQUÉRITO

## 1. DADOS DA EMPRESA.

Nome da empresa:			
Data de constituição:			
Número de funcionários:		Idade média:	
Capital disponível para participar: (PTE 10 <sup>3</sup> )			
Capital investido: (PTE 10 <sup>3</sup> )			
Capital social: (PTE 10 <sup>3</sup> )			

### 1.1. Experiência profissional anterior dos funcionários:

Sector	Nº de Func.
Bancos	
Seguros	
Outras sociedades financeiras	
Consultorias/Auditorias	
Outros: _____	
_____	

**1.2.A vossa empresa tem uma estratégia bem definida no que diz respeito ao ciclo de vida e aos sectores de actividade das empresas em que participa?**

- Sim
- Não

Se sim, explique a sua estratégia quanto a ...

... o ciclo de vida das empresas:

---

---

---

---

---

... os sectores de actividade das empresas em que participa:

---

---

---

---

---

**1.3. A vossa sociedade tem relações com Sociedades de Capital de Risco de outros países?**

- Sim  
 Não

Se sim, que tipo de relação?

---

---

---

---

---

**1.4. Quais os principais accionistas?**  
*(Com mais de 5% do capital)*

Nº	NOME	% do C.S.
1		
2		
3		
4		
5		
6		
7		
8		
9		
10		

## 2. AS PARTICIPAÇÕES.

2.1. Preencha o seguinte quadro com o número e o valor dos investimentos e desinvestimentos efectuados até à data.

Tipo de investimento/ desinvestimento	A c u m u l a d o	
	Número	Valor (PTE 10 <sup>3</sup> )
Novos investimentos		
Investimentos de Reforço		
<i>Total dos investimentos</i>		
Desinvestimentos		

2.2. Liste por favor os 3 maiores e os 3 menores investimentos (Nome das empresas e Volume de Vendas)

O s M a i o r e s		O s M e n o r e s	
Nome	V. Vendas (PTE 10 <sup>3</sup> )	Nome	V. Vendas (PTE 10 <sup>3</sup> )

2.3. Qual o rendimento/prejuízo dos desinvestimentos:  
(Preencha com o número dos desinvestimentos)

Rendimento/Prejuízo		Nº desinvest.
Rendi- mento	10 vezes o capital investido, ou mais	
	5 a 10 vezes	
	2 a 5 vezes	
	1 a 2 vezes	
	Break-even	
Prejuízo	1 a 49% do capital investido	
	50 a 99%	
	100%	

2.3. Preencha os seguintes quadros com o NÚMERO DE EMPRESAS em que a vossa sociedade tem participações concretizadas (participações correntes e desinvestimentos).

Nº de Empresas		
	Particip. Correntes	Desinv.
<b>1. % do Capital Social que a vossa sociedade detém</b>		
≤ 10 %		
10 % ≤ 33,33 %		
33,33 % ≤ 50 %		
> 50%		
<b>2. Nº de empregados das empresas</b>		
1 < 10		
11 < 50		
50 < 250		
250 < 1000		
≥ 1000		

2.4. Preencha os seguintes quadros com o VALOR ACUMULADO DOS INVESTIMENTOS e o NÚMERO DE EMPRESAS em que a vossa sociedade tem participações concretizadas (participações correntes e desinvestimentos).

	Particip. Correntes		Desinvestimentos	
	Nº Empres.	Valor Acumul.	Nº Empres.	Valor Acumul.
<b>4. Sectores de Actividade</b>				
Produtos e Serviços Industriais				
Produtos de Consumo				
Agricultura e Ind. Agro-alimentar				
Energia e Recursos Naturais				
Produtos e Materiais Químicas				
Comércio e Distribuição				
Medicina e Saúde				
Turismo e Laser				
Comunicações				
Informática, Robótica e Electrónica				
Biotecnologia				
Construção				
Transportes				
Artes Gráficas e Equipam. Escritório				
Têxteis				
Outras Industr. Transf.				
Serviços Financeiros				
Outros Serviços				
Diversos				

Particip. Correntes		Desinvestimentos	
Nº Empres.	Valor Acumul.	Nº Empres.	Valor Acumul.

5. Fases de investimento			
• Projectos de arranque			
• Projectos de expansão/desenvolvimento			
• Projectos de recuperação			
• MBO's ou MBI's			

2.5. Na vossa opinião, qual a duração ideal para um investimento ficar em carteira?

- Projectos de Arranque
- Projectos de Expansão
- Projectos de Recuperação
- MBO's ou MBI's


2.6. Tem algum limite (máximo/mínimo) ao investimento por projecto?  
Se sim, qual:

Limite Mínimo (PTE 10<sup>3</sup>):

Limite Máximo (PTE 10<sup>3</sup>):

### 3. O ACOMPANHAMENTO.

3.1. Qual a filosofia usada no acompanhamento das empresas:

- Nomear executivos  
Se sim, em qual situação? \_\_\_\_\_
- \_\_\_\_\_
- \_\_\_\_\_

- Nomear membros do Conselho Fiscal  
Se sim, em qual situação? \_\_\_\_\_
- \_\_\_\_\_
- \_\_\_\_\_

- Não nomeia nem executivos nem membros do Conselho Fiscal  
*Neste último caso, como é o seu contributo à empresa?* \_\_\_\_\_

#### **4. INFORMAÇÃO GERAL.**

**4.1. Quais as três principais razões que presidiram à constituição desta Sociedade de Capital de Risco?**

- Sinergias
- Oportunidade de negócios
- Vantagens fiscais
- Razões financeiras
- Aproximação ao mercado único
- Fomentação das PME's
- Sucesso do CR em outros países
- Estimulação da indústria portuguesa
- Incentivar a inovação tecnológica
- Promoção de novas empresas
- Alargamento dos meios financeiros disponíveis

**4.2. Considere o seguinte quadro como as principais razões que levam ao insucesso de um projecto. Coloque uma cruz (X) em todos os itens, classificando-os de 1 a 4. (1=mais frequente,..., 4=menos frequente).**

	1	2	3	4
Gestão deficiente				
Produto fraco				
Rentabilidade insuficiente				
Mau plano de negócios				
Condições externas desfavoráveis				
Mercado insatisfatório				
Indústria com problemas				
Macro ambiente desfavorável				

**4.3. A vossa sociedade está preparada para perder dinheiro?**

- Sim
- Não
- Sim, dentro de determinados limites.

Quais? \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

**4.4. Do número de projectos que chegam à vossa empresa para análise, quais as principais origens:**

Origem	Percentagem
Próprios Promotores	_____ %
Accionistas da SCR	_____ %
Instituições Financeiras	_____ %
Contactos Pessoais	_____ %
Contactos Internacionais	_____ %
Outros: _____	_____ %
_____	_____ %
Total	100 %

**5. OBSERVAÇÕES/COMENTÁRIOS:**

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

Muito obrigado pela vossa colaboração.

Pascal Martens

# Bibliografia

## BIBLIOGRAFIA

- Accountancy en Bedrijfskunde, "Rentabiliteit van Venture Capital", Fevereiro, 1992, p. 12-14
- ADLER, R.D., VASCONCELLOS E SÁ, J., "Macromarketing and Portugal: Problems and Propects", *Economia*, Volume XV, Número 2, Maio, 1991, p. 277-288
- ALVES, M.T., "Pisar o Risco", *Independente*, 04-11-94
- AMARAL, M., "Capital de Risco Tem Mais Vantagens do que Inconvenientes", *Vida Económica*, 19-03-93
- APCRI, Estatísticas, 1995
- BANCO ESPÍRITO SANTO E COMERCIAL DE LISBOA, *Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica*, 1985, 112 p.
- BARRIER, M.C., "Capital de Risco, Um Instrumento Financeiro Priviligiado para a Criação de Empresas", *Pequena e Média Empresa*, 1992
- BASTARDO, C., "O Capital de Risco", *Revista das Empresas*, Abril, 1989
- BATCHELOR, C., "Venture Capital: Poised for a Radical Shift", *Financial Times Survey - Venture Capital*, *Financial Times*, 30-08-89
- BATCHELOR, C., "Buzzwords Explained - Hands-On Angels Pick out the Plums", *Financial Times Survey - Venture and Development Capital*, *Financial Times*, 24-09-93
- BATCHELOR, C., "A Rethink on Performance Measures", *Financial Times Survey - Venture and Development Capital*, *Financial Times*, 24-09-93
- BATCHELOR, C., "Stock Market Rediscovered Venture-Backed Companies", *Financial Times Survey - Venture and Development Capital*, *Financial Times*, 24-09-93
- BAUMBACK, C.M., *How to Organize and Operate a Small Business*, 1985, 578 p.
- BEECROFT, A., "Due Diligence", *EVCA Institute*, 1988
- BERGARECHE, S., "La Banca Privada y la Financiación por Capital Riesgo", *Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica*, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1985, p. 29-40
- BNU, *Capital de Risco - Noções Básicas*, Gabinete Técnico Central, 1992
- BOOGMANS, D., *Venture Capital: Een Analyse van het Verschijnsel*, E.H.L. Schriften, 1988, 148 p.
- BOOGMANS, D., "Van Doriot tot Vlaanderen. De Amerikaanse Ervaring is in Europa niet zomaar te Kopiëren", *Financieel Economische Tijd*, 16-11-90 (1)
- BOOGMANS, D., "De vallei van de Dood: van Start tot Financiering", *Financieel Economische Tijd*, 16-11-90 (2)
- BOOGMANS, D., "Venture Capital: De Opkomst van Nieuwe Financieerders", *Financieel Economische Tijd*, 16-11-90 (3)
- BOSSUYT, R.M., "The European Continent and Venture Capitalism: Requirements and Government Incentives", *Bank- en Financiewezen*, Janeiro, 1986, p. 7-19
- BPA, *Sabe O Que é? O Capital de Risco*, Dezembro, 1987
- BRANSON, R., "Venture Capital: Het Financieren van Nieuwe, Jonge of Snelgroeiende Ondernemingen", *Ondernemen*, Novembro, 1983, p.573-579
- BROOKE, P., "Venture Capital in the States and Abroad", *Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica*. Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1985, p. 49-56
- BYGRAVE, W.D., TIMMONS, J.A., *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston, 1992, 342 p.
- BYLINSKY, G., "What a Way to Start a Company", *Fortune*, 19-06-89, p.141-144
- CAMP, S.M., SEXTON, D.L., "Trends in Venture Capital Investment: Implications for High-Tech Firms", *Journal of Small Business Management*, Julho, 1992, p.11-19
- CLAES, R., "Venture Capital: Situering van het Fenomeen", *Congres*, Gent: Vlerick school voor management, 1989, 8 p.

- CLARK, S., "The Graying of Venture Capital", *Institutional Investor*, Setembro, 1991, p. 39-42
- CONTRERAS, M., "Um Risco Calculado", *Expresso*, 11-07-92
- Correio de Manhã, "IPE-Capital Lança Fundo de Risco", 13-09-93
- COVA, A.V., "As Potencialidades de Capital de Risco", *Cadernos de Economia*, Jul/Set, 1991
- CURLEY, M., "The Entrepreneur's Dilemma: Valuing the Venture Capitalist's Contribution", *Economic Development Review*, Primavera, 1992, p. 47-50
- DA SILVA, N., "Capital de Risco Funciona com Garantia de Recompra", *Vida Económica*, 19-03-93
- DE BRITO, N., "Desenvolvimento de Capital de Risco", *Visão Estratégica*, 10-06-91
- DE BRITO, N., "Capital de Risco em Portugal", *Visão Estratégica*, 24-06-91
- DE BRITO, N., "Capital de Risco e Reestruturação", *Visão Estratégica*, 08-07-91, p. 23-25
- DE BRITO, N., "Capital de Risco Fomenta Desenvolvimento Empresarial", *Revista das Empresas*, Janeiro, 1992
- Diário de Notícias, "Norpedip Abranda Ritmo", 16-06-93
- Diário Económico, "CEN Acusa: Governo é Ingenuo", 30-06-93
- DICKSON, T., "Venturer of the Year: Michael Peagram. A Potent Mix of Skills", *Financial Times Survey - Venture and Development Capital*, *Financial Times*, 24-09-93
- DIXON, R., "What Do Venture Capitalists Look For?", *Management Accounting London*, Fevereiro, 1990, p.36-37
- Economist, The, "Venture Capital. Plenty to Gain?", 07-12-91, p.100
- Empresário, "Capital de Risco: Um Sinal dos Tempos", Nº 31
- ENGELEN, M., *Venture Capital*, Economische Hogeschool Limburg, 1993, 60 p.
- EVCA Yearbook 1990, EVCA
- EVCA Yearbook 1994, EVCA
- FERNANDES, F.S., "O Peso do Estado", *Fortuna*, Outubro, 1994, p. 40-42
- FERREIRA, V., "Inter-Risco Aposta no Capital de Substituição e Desenvolvimento", *Vida Económica*, 19-03-93
- Financieel Economische Tijd, "Advent Belgium Maakt Winst van 75 Miljoen. Venture Capitalfonds Wordt Rijk", 18-05-90
- Financieel Economische Tijd, "Hoe Pakken Venture Kapitalisten Participaties aan ? Screening van Dossiers: het Komt erop aan noch je Eigen Tijd, noch Die van Anderen te Verliezen", 16-11-90
- FREIRE, A., "Capital de Risco", *Pequena e Média Empresa*, 13-05-91
- FREIRE, A., "Capital de Risco - Um Parceiro Activo no Desenvolvimento dos Seus Negócios", *IPE*, 06-03-91
- FRIED, V.H., HISRICH, R.D., "Venture Capital Research: Past, Present and Future", *Entrepreneurship (Theory and Practice)*, Outono, 1990, p. 15-28
- GILL, D., "The Strategic Role of Venture Capital in the Development Process", *Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica*, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1985, p. 15-24
- GREEN, R.F., LISBOA, J., YASIN, M.M., "Porter's (1980) Generic Strategies in Portugal", *European Business Review*, Vol 93 No. 2, 1993, p.3-10
- HARRELL, W.L., "Money Madness. Raising Capital Without Vultures or In-Laws", *Success*, Jan/Fev. 1992, p.8
- HEWITT, J.R., "A New Venture", *Mortgage Banking*, Maio, 1991, p.10-18
- HOFMANN, D.J., JR., "How to Raise Capital, Privately", *Financial Executive*, Maio/Junho, 1993, p.30-33
- HUSTLER, J., "Raising Venture Capital Finance", *EVCA Yearbook 1993*, p. 21-25
- JACOB, N.L., "Does Venture Capital Have a Future?", *Pension World*, Abril, 1990, p.38-39
- KB-Weekberichten, "Venture Capital. Financing Economic Regeneration", p. 2, 07-03-86
- KB-Weekberichten, "Venture-kapitaal Vervaagt", jaargang 48, nr. 13, 02-04-93
- KIELY, T., "Long Term Venture Capital", *New England Business*, Dezembro, 1989, p. 34-37

- MAESSCHALK, A., "Venture Capitalists Steken hun Nek uit", *Belgian Business Magazine*, nr.224, 1989, p.40-44
- KOTLER, P., *Marketing Management, Analysis, Planning, Implementation and Control*, Seventh Edition, Prentice-Hall International Editions. 1991, p. 342
- LIBBER, A., *Venture's Financing and Investing in Private Companies: a Guide to Understanding entrepreneurs and their Relationships with Investors, Lenders and Advisors*, Chicago, 1988, 506 p.
- LIGHT, L., HAMILTON, J.O., "Rewriting the Rules of Venture Capital", *Business Week*, 19-07-93, p.70-71
- LOEFFELHOLZ, S., "The Hunger", *Financial World*, 21-02-89, p. 58-59
- KIELY, T., "Long Term Venture Capital". *New England Business*, Dezembro, 1989, p.34-37
- MAITAL, S., "Europe's Venture Capital Boom", *Across the Board*, Junho, 1989, p. 5-6, 64
- MARUCA, R.F., "Venture Capital: The Invisible Angels", *Harvard Business Review*, Jul/Ago, 1993, p.8-9
- MILTON, C., "A Trio of Success Stories". Financial Times Survey - Venture and Development Capital, *Financial Times*, 24-09-93
- MOLE, J., *Mind Your Manners*, The Industrial Society, London, 1990, 200 p.
- MURRAY, G.C., "A Challenging Marketplace for Venture Capital", *Long-Range Planning*, 1992, Vol. 25, No. 6, p.79-86
- NEVES, J., "O Investimento em Portugal e o Papel do Capital de Risco", *Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica*, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1985, p. 57-78
- NOUZILLE, V., "Capital Risque - Ces Financiers Qui Mouillent Leur Chemise", *Expansion*, 21-06-89
- Ondernemen, "Venture Capital: Portret Advent Management Belgium N.V.", Novembro, 1983, p.581-582
- OOGHE, H., BEKAERT, A., "Innovatiekapitaal", *Bedrijfskunde*, nº1, 1987
- OOGHE, H., BEKEART, A., VAN DEN BOSSCHE, P., "Venture Capital in the USA, Europe and Japan", *Management International Review*, Vol. 29, 1989, p. 29-45
- PALMIERI, M., "Should Banks Venture Into Venture Capital?", *Bankers Monthly*, Outubro, 1991, p.32-33
- Pension World, "Venture Capital Experts View Business Future", Julho, 1991, p. 20-22
- PEREZ, R.C., *Inside Venture Capital: Past, Present and Future*, New York, Praeger Publishers, 1986, 189 p.
- PFEFFER, M.G., "Nothing Ventured, Nothing Gained. An Overview of Venture Capital", *The Woman CPA*, Julho, 1989, p.9-12
- POPE, F., "Investing in Venture Capital Funds", *Small Business Reports*, Novembro, 1989, p.75-78
- PORFÍRIO, J., *Modelos Matemáticos de Análise de Risco para Projectos de Investimento (O Caso Prático do Capital de Risco)*, Dissertação de Mestrado, ISEG, 1993, 173 p.
- PORTER, M., *Vantagem Competitiva*, Editora Campus, 1992, 512 p.
- Público, "Internacionalização das Empresas - Capital de Risco Apoia Arco Atlântico", 06-05-93
- Público, "Apoios às Empresas - CEN Contesta Capital de Risco", 30-06-93
- Público, "<Entidade Financeira> Regional", 16-04-94
- Público, "Governo Mexe no Estatuto das Financeiras", 05-05-94
- QUESADO, F.J., "O Capital de Risco e o Pedip II", *Expresso*, 04-12-93
- RETKWA, R., "Venture Capital Industry Now in Transition Period", *Pension World*, Julho, 1990, p. 24-26
- RICH, S.R., GUMPert, D.E., *Businessplans that Win \$\$\$*, Harper & Row, Publishers, New York, 1985, 220 p.
- ROBERTS, E.B., "High Stakes for High-Tech Entrepreneurs: Understanding Venture Capital Decision Making", *Sloan Management Review*, Inverno, 1991, p.9-20

- ROCK, A., "Strategy Versus Tactics from a Venture Capitalist", *Harvard Business Review*, Nov/Dez, 1987, p.63-67
- RODRIGUES, J.J.C., "Financiamento da Inovação Industrial", *Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica*, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1985, p. 79-94
- ROQUETTE, J., "Investimento de Risco: Capital Inteligente", *Confidencial Negócios*, 29-01-92
- ROQUETTE, J., "Investimento de Risco: Capital Inteligente", *Confidencial Negócios*, 27-02-92
- ROQUETTE, J., "Capital de Risco: Missão, Evolução e Perspectivas", *Diário Económico*, 08-04-92
- ROQUETTE, J., "O Processo de Capital de Risco", *Diário Económico*, 15-04-92
- ROQUETTE, J., "O Relacionamento com uma Sociedade de Capital de Risco: Aspectos Práticos", *Diário Económico*, 23-04-92
- ROQUETTE, J., "Como escolher uma Sociedade de Capital de Risco", *Diário Económico*, 28-04-92
- ROQUETTE, J., "Como Apresentar um Projecto de Capital de Risco", *Diário Económico*, 06-05-92
- ROQUETTE, J., "A Avaliação de um Projecto de Capital de Risco", *Diário Económico*, 13-05-92
- ROQUETTE, J., "Razões de Insucesso de um Projecto de Capital de Risco", *Diário Económico*, 20-05-92
- ROQUETTE, J., "O Acompanhamento das Empresas Participadas", *Diário Económico*, 27-05-92
- ROQUETTE, J., "A Gestão da Carteira de Participações", *Diário Económico*, 03-06-92
- ROQUETTE, J., "O Processo de Desinvestimento nas Empresas", *Diário Económico*, 11-06-92
- ROWE, S., "The Advantages of Venture Capital Investing", *Black Enterprise*, Fevereiro, 1990, p.186-190
- SACH, D., "Venture Capital and Industrial Growth", *Capital de Risco, Desenvolvimento Industrial e Inovação Tecnológica*, Banco Espírito Santo e Comercial de Lisboa, 1985, p. 41-48
- SANSONETTI, P.J., "International Venture Capital: Reaching New Markets", *Small Business Reports*, Janeiro, 1989. p.40-42
- SCHILIT, W.K., "How to Obtain Venture Capital", *Business Horizons*, Maio/Junho, 1987, p.76-81
- SCHILIT, W.K., "How to Write a Winning Business Plan", *Business Horizons*, Set/Out, 1987, p.13-22
- SCHILIT, W.K., "The Globalization of Venture Capital", *Business Horizons*, Jan/Fev, 1992, p. 17-23
- SCHÜSLER, H., "Selecting Venture Capitalists as Strategic Partners", *EVCA Yearbook 1993*, p. 31-34
- SCHWIMMER, A., "State Funds Return to Venture Capital", *Pensions & Investments*, 31-05-93, p.19
- SHERMAN, A.J., "How Venture Funds Can Work for You", *Management Review*, Maio, 1990, p.44-47
- SHRIMPSON, D., *Obtaining a Stock Exchange Quotation*, Sloy Hayward, London, 1985
- SILVER, D., *Venture Capital, the Complete Guide for Investors*, New York, 1985
- SIMÕES, J., "Norpedip Acredita no Futuro do Sector Têxtil", *Vida Económica*, 19-03-93
- SPRAGINS, E.E., "Intelligent Money", *Inc.*, Junho, 1990, p.106-108
- STANCILL, J., "Realistic Criteria for Judging New Ventures", *Harvard Business Review*, Nov/Dez de 1981
- TIMMONS, J.A., SANDER, D.A., "Everything You (Don't) Want to Know about Raising Capital", *Harvard Business Review*, Nov/Dez, 1989, p.70-73
- TRAVESSA, I., "Capital de Risco em Risco", *Diário de Notícias*, 27-06-94
- TYEBJEE, T.T., BRUNO, A.V., "A Model of Venture Capitalist Investment Activity", *Management Science*, Setembro, 1984, p.1051-1066

VAN OUYTRIVE D'YDEWALLE, R., "Innovatiekapitaal of de Financiering bij middel van Risicodragend Vermogen van Jonge, Snelgroeïende Ondernemingen", *Bank- en Financierwezen*, nr. 4, 1983

Vida Económica, "Capital de Risco Funciona com Garantia de Recompra", 19-03-93 (1)

Vida Económica, "Capital de Risco tem mais Vantagens do que Inconvenientes", 19-03-93 (2)

Vida Económica, "BNU-Capital com Participações de 830 Mil Contos", 19-03-93 (3)

WASHER, L., "How to Finance a Start-Up", *Working Woman*, Outubro, 1992, p.43-49, 63

WINNINGHOFF, E., "Grow, Baby, Grow! Five Steps to a Bigger Business", *Working Woman*, Setembro, 1990, p.101-104

WISE, R.M., "Nothing Ventured, Nothing Gained?", *CA Magazine*, Outubro, 1990, p.62-64