

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



# **CAPITAL DE RISCO – ANÁLISE DA INDÚSTRIA EM PORTUGAL**

Pedro Duarte

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

Orientador:  
Doutor Rui Alpalhão

Dezembro 2006

## RESUMO

O impacto do capital de risco no desenvolvimento económico, como catalisador do empreendedorismo e inovação, assumindo um papel muito importante nos mercados financeiros mais desenvolvidos, é ainda relativamente incipiente na economia Portuguesa. Contudo, existem sinais de mudança. Nesse âmbito, este estudo fornece uma visão actual da indústria de capital de risco em Portugal, recorrendo-se para o efeito das estatísticas disponíveis, bem como a um inquérito efectuado junto das sociedades de capital de risco nacionais. Este inquérito, para além de recolher dados estruturais do sector tenta compreender o processo de tomada de decisão de investimento, a forma de acompanhamento da gestão e a estratégia de saída. Complementarmente, procedeu-se ao estudo de um caso de IPO (*Initial Public Offer*) suportada por capital de risco, situação rara no mercado Português, e inédita se considerarmos que foi suportado por VC (*Venture Capital*) internacional. Conclui-se que a indústria de capital de risco portuguesa continua pouco desenvolvida, servindo principalmente como fonte alternativa de financiamento de expansão da actividade maduras ou saneamento de dívida. A não assunção de um papel activo no desenvolvimento do empreendedorismo, resulta principalmente de um mercado financeiro *bank-oriented*. Todavia existem crescentes evidências da alteração desta situação, com a entrada de novos *players*, quer nacionais quer estrangeiros, actuando tanto como *business angels* ou *venture capitalists*. No que respeita ao processo de tomada de decisão, identificam-se pontos em comum com mercados mais maduros, especificamente a existência de um processo bem definido, com etapas comuns, assim como factores críticos de decisão semelhantes. Já o acompanhamento da gestão e as estratégias de saída evidenciam características típicas de indústrias pouco desenvolvidas, sendo a presença na participada relativamente passiva e as estratégias de saída principais o *trade-off* e os acordos de recompra.

## ABSTRACT

The role of venture capital (VC) in the economic development, as entrepreneurship and innovation support, of great importance in the developed financial markets, is still relatively irrelevant in the Portuguese economy. However there are increasing signals of change. In this context this paper provides a current overview of the VC industry in Portugal, using the available statistics as well as an inquiry. Besides generic data this inquiry tried to understand the investment decision-making process, management control and exit strategies. Additionally it was developed a case study of a VC backed IPO (Initial Public Offer), not frequent in Portugal and an isolated case considering the involvement of international venture capitalists.

This study shows a venture capital undeveloped industry, used as an alternative source of financing for mature business expansion or even as a conversion of overdue bank debt, not assuming an active role of innovation and entrepreneurship, due to the bank-oriented characteristics of the financial market. Nevertheless there are evidences of industries development with the entrance of new players, national and foreigners, operating as business angels or venture capitalists. Regarding the decision-making process, there are similarities with more upfront markets, specifically the existence of a well-structured process, with common phases and critical decision factors. The management control and exit strategies evidence typical characteristics of undeveloped industries, with a passive presence in management of the participated company and trade-off or repurchase agreements as main exit vehicles.

JEL Classification number: G20, G24

Keywords: capital de risco, venture capital, private equity, entrepreneurship, IPO.

## ÍNDICE:

1. INTRODUÇÃO	5
2. ENQUADRAMENTO	
1. Capital de risco	8
1.1 A história do capital de risco	8
1.2 Definição	9
1.3 Revisão de Conceitos	10
1.3.1 Fases de investimento	10
1.3.2 Tipos de investidores	12
1.3.3 Estratégias de saída	13
2. Indústria capital de risco em Portugal	14
3. Implicações do investimento por capital de risco na <i>Corporate Governance</i> das participadas	16
3.1 Custos de Agência	16
3.2 Assimetria de Informação	22
4. Investimento – determinantes para o recurso ao capital de risco	25
5. Investimento - avaliação/ processo de tomada de decisão	28
5.1 Pré-Seleção	28
5.2 Avaliação - recolha de informação	29
5.3 Avaliação – identificação de critérios de avaliação	31
6. Desinvestimento - estratégia de saída	34
3. VC PORTUGUÊS POR DENTRO	
1. Recolha de dados – inquérito	38
2. Informação Geral	39

3. Investimento – ciclo de vida	40
4. Investimento – sectores	42
5. Investimento – avaliação/ processo de tomada de decisão	44
5.1 Recolha de informação	44
5.2 Factores de avaliação da proposta	47
6. Controlo de Investimentos	54
7. Desinvestimento – profundidade de mercado	57
4. CASO MEDIA CAPITAL	59
5. CONCLUSÃO	77
6. BIBLIOGRAFIA	79
7. ANEXOS	83

## 1. INTRODUÇÃO

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

Efectivamente, o capital de risco é visto como fonte de financiamento privilegiado para novos empreendimentos e, conseqüentemente, associado a investimentos de risco e potencial retorno elevados. Com a sua génese nos Estados Unidos, onde surge após II Guerra Mundial, este instrumento financeiro encontra-se disponível, com maior ou menor intensidade, em todo o mundo, com particular incidência para os países anglo-saxónicos, destacando-se nestes os Estados Unidos da América (EUA). Em Portugal, o historial desta indústria é bem mais recente, contando cerca de 20 anos.

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

Através das estatísticas do sector (APCRI 1996-2005) podemos concluir que a fase de “saneamento” financeiro das empresas assumido pelo capital de risco nos seus primeiros tempos de vida, considerada durante diversos anos a verdadeira vocação deste instrumento, foi ultrapassada, tendo o capital de risco vindo a ser crescentemente utilizado como forma de expandir ou iniciar projectos. De facto, há relativamente pouco tempo, o capital de risco apresentava-se como uma alternativa ao crédito bancário, mas apenas a partir de um nível de risco associado a determinado tipo de empresas, projectos ou sectores de actividade, o que já não sucede actualmente, com uma crescente, apesar de ainda relativamente incipiente, importância na economia.

Constata-se a predominância de projectos de expansão e de *start-up's* no âmbito da política de investimentos levada a cabo pelos operadores de capital de risco, em detrimento de

operações de MBI ou MBO, como sucede actualmente nos países com maior tradição em capital de risco, sendo evidente uma opção clara dos operadores em apostar em simples injeções de capital nas empresas participadas, por reforço dos seus capitais próprios, o que tem implicado um relegar para segundo plano do apoio técnico prestado a essas empresas, nos diversos níveis de gestão.

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

De acordo com os dados da APCRI (Associação de Capital de Risco e de Desenvolvimento), o investimento total realizado pelas Sociedades de Capital de Risco (SCR) em 2005 ascendeu a €245M, beneficiando 135 empresas, reflectindo um aumento de quase 200% face ao ano anterior, representativo de cerca de 0,2% do PIB. No final de 2005 encontravam-se €1.158M sob gestão das SCR em Portugal, sendo o *portfolio-at-cost* sob gestão de €669M. Estes dados demonstram uma crescente importância da Indústria, também se tornando cada vez mais claro que o capital de risco se transformou num produto vocacionado para apoiar PME's, o que acontece em mais de 70% do universo das participadas.

Muitas críticas ainda são apontadas à intervenção deste instrumento junto das empresas portuguesas, especificamente devido à excessiva dependência dos ciclos económicos, à ainda falta de experiência em investimento de risco, com reflexos no acompanhamento da gestão e às limitadas hipóteses de saída, continuando os acordos de recompra a predominar, o que provoca uma baixa rotatividade da carteira das SCR. Também o peso do Estado na indústria mantém-se muito elevado, atendendo ao números de operadores de capitais públicos a actuar no mercado, bem como a sua importância no conjunto dos fundos disponíveis e aplicados em participações.

Volvidas mais de duas décadas sobre a regulamentação da actividade em Portugal é, no entanto, já evidente o início de um novo ciclo de desenvolvimento do sector, resultado da crescente presença de operadores privados do mercado, mais dinâmicos e arrojados, e o

reposicionamento estratégico dos operadores públicos, aportando uma nova e positiva imagem ao capital de risco.

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

O trabalho empírico foi desenvolvido de forma a compreender como são efectuadas as opções de investimento, bem como a distorção ainda existente nesta indústria, no que se refere à estratégia de simples injeções de capital nas empresas participadas, por reforço dos seus capitais próprios, colocando para segundo plano o apoio técnico prestado a essas empresas, distorcendo os pressupostos deste instrumento financeiro. A metodologia do trabalho subjacente à recolha de dados assentou na realização de um inquérito preenchido pelas sociedades de capital de risco associadas da APCRI em Outubro de 2005 (anexo 1).

Como vectores explicativos, analisamos a tomada de decisão recorrendo à mesma metodologia aplicada no trabalho Friend e Hisrich (1994), dos determinantes do *funding*, implicações da governação empresarial (*Corporate Governance*) e a questão da necessidade de mercado de capitais eficiente para uma indústria de capital de risco evoluída.

## 2. ENQUADRAMENTO

### 1. Capital de Risco

#### 1.1 A história do Capital de Risco

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

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

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

A primeira sociedade de investimento de capital de risco foi fundada em 1946, a *American Research Development*, em consequência da existência de uma quantidade de recursos inactivos disponíveis, assumindo a forma de um fundo de capital gerido por profissionais dedicados a realizar investimentos de elevados risco e potencial retorno. A ideia registou elevado sucesso, originando o rápido surgimento de outras sociedades, bem como a criação, pelo governo norte-americano, da *Small Business Investment Companies* (SIBCA) que, ao gerir um conjunto de benefícios fiscais e de créditos bonificados, permitiu o reforço do desenvolvimento da indústria.

A indústria de capital de risco nos Estados Unidos é, sem dúvida, a mais desenvolvida em termos mundiais, devido a um mercado nacional abrangente, uma elevada procura de capital

de risco e à existência de um mercado de capitais dinâmico, que se traduz num mercado financeiro adaptado às necessidades.

A nível Europeu, verificou-se um forte crescimento nas décadas de 70 e 80 (mais relevante no Reino Unido e, numa segunda fase, em França), tendo vindo a alcançar-se uma relativa estabilidade no que concerne à participação do mercado.

## **1.2 Definição**

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

O capital de risco não exige pagamento de encargos financeiros, nem tem subjacente qualquer contrapartida sob a forma de garantias reais ou pessoais para os empresários, sendo a rentabilidade dos investidores baseada na probabilidade de sucesso da empresa participada, concretizando-se principalmente através das mais valias a realizar no momento da saída do negócio.

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

### 1.3 Revisão de Conceitos

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

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

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

#### 1.3.1 Fases de investimento

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

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

para este tipo de financiamento são os business angels e o recurso à rede de relações pessoais do empreendedor.

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

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

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

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

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

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

h) *Management buy-out (MBO)*- aquisição da empresa pelos seus quadros. Financiamento destinado a permitir a tomada do controlo de uma empresa por um conjunto dos seus

quadros, os quais passam a deter a totalidade ou parte do capital. Os tipos de MBO's podem variar, podendo surgir na sequência de processos de privatização ou quando existam problemas de sucessão em empresas familiares. Este tipo de operação varia consoante o tamanho da empresas mas os montantes envolvidos tendem a ser maiores. Resulta do pressuposto que a empresa será gerida com maior eficiência com a nova situação accionista.

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

### 1.3.2 Tipos de investidores

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

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

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

É normal dividir estes, em quatro grupos diferentes: - *angels* com experiência profissional (ex-executivos de grandes empresas); - *angels* guardiões (veteranos da indústria); - *angels* de

rendimento financeiro (indivíduos com grandes fortunas); - *angels* empreendedores (empreendedores que triunfaram nos seus negócios).

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

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

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

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

### 1.3.3 Estratégias de saída

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

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

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

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

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

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

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

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

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

de contos. Desde então, tem-se verificado um abrandamento do ritmo de investimento, embora tenha havido um aumento dos fundos afectos ao Capital de Risco.

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

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

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

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

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

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

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

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

#### **3.1. Custos de Agência**

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

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

Estes autores assumem ainda que se ambos os intervenientes desta relação se regerem pelo princípio da maximização da utilidade, os seus interesses não serão sempre coincidentes, existindo fortes razões para acreditar que nem sempre o agente agirá no melhor interesse do principal. Consequentemente, existem problemas nas relações de agências devido ao facto de

uma das partes, o agente, possuir poder discricionário e de decisão, não observável, que poderá afectar a riqueza do principal.

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

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

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

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

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

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

próprio em consequência das dificuldades, ou mesmo impossibilidade, do principal observar directamente as acções do agente;

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

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

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

Como mencionado, este tipo de política de incentivos não é exclusiva das empresas de capital de risco, sendo aplicada na generalidade de empresas, minimizando assim o desvio de

recursos das empresas pelos seus trabalhadores, recursos estes que podem ser tanto materiais, como somente de tempo. A especificidade das empresas de capital de risco reside no facto de frequentemente os gestores serem também accionistas, geralmente com uma participação superior à do VC, originando o que Bartlett (2006) identifica como problemas de agência horizontais, verificados entre os vários accionistas da sociedade. Neste casos, a política de incentivos poderá passar por uma estratégia de investimentos faseado, condicionado a diversos critérios definidos pelo VC, como referem Gompers e Lerner (1998).

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

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

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

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

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

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

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

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

O investimento de um VC é frequentemente efectuado através da aquisição de acções de *convertible preferred stock*, que dão direitos económicos preferenciais aos seus detentores, tais como preferência em caso de liquidação ou venda, dividendos preferenciais e protecção anti-diluição do capital, e são conversíveis em acções ordinárias por opção do seu detentor. Este instrumento financeiro permite, na fase pré-investimento, desencorajar propostas de promotores menos válidos, assumindo após o investimento um papel de incentivo aos gestores de cumprimento do plano de negócios, uma vez que o não cumprimento das expectativas iniciais implica um aumento do risco dos promotores, por redução do valor das suas acções ordinárias, sendo compensados ao se excederem as previsões.

Por último, a *syndication of investments* é basicamente uma forma de partilha de risco de agência entre diversos investidores de capital de risco, podendo ocorrer na fase inicial do investimento ou nas posteriores fases de necessidade de incremento de investimento, com a entrada de um novo VC. Os investimentos sindicados podem pois assumir um papel de

mitigar os custos de agência, bem como da assimetria de informação, promovendo uma validação da qualidade do investimento por outros VC e possibilitando a melhoria das condições contratuais por intervenção de um novo parceiro.

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

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

### **3.2. Assimetria de informação**

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

Este conceito surge pois subjacente a toda a teoria da agência, uma vez que o agente possui informações que o principal não domina, possibilitando-lhe agir de acordo com os seus

próprios interesses, que poderão ser divergentes dos do principal. Como forma de limitação do risco de perda de riqueza, o principal possui os diversos instrumentos abordados no ponto anterior, que constarão do contrato de formalização da relação de agência, contudo existirão sempre custos residuais de agência, por não se conseguir eliminar completamente os possíveis desvios do agente. Williamson (1983) refere que os contratos serão sempre incompletos pois por muitas cláusulas que tenham nunca conseguirão prever todas as possibilidades.

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

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

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

Complementarmente, os promotores poderão destacar os aspectos mais positivos dos seus projectos, dissimulando os potenciais obstáculos e pontos fracos, o que implicará a necessidade do VC obter informação adicional, que permita colmatar as suas deficiências relativamente à análise da proposta. Nestes casos existe uma clara assimetria de informação, originando um grande grau de incerteza atendendo à existência de informações desiguais sobre o mesmo tema, dificultando grandemente a identificação real da qualidade do projecto. Estamos perante um caso típico de *adverse selection*, em que devido a falta de elementos credíveis existe uma elevada dificuldade em escolher as melhores propostas.

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

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

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

Muita literatura existe também no que respeita á forma como o mercado valoriza a participação de capital de risco num investimento, sendo bastante generalizada a opinião que estas exercem uma influência positiva na sua participada. Com efeito, a reputação de uma criteriosa selecção de investimentos e, principalmente, o valor acrescentando que aporta para a empresa através da intervenção na gestão (Gorman and Sahlman, 1989; Lerner, 1994), possibilita a reputação favorável deste instrumento financeiro.

A credibilidade de um projecto, atendendo as assimetrias de informação, passa igualmente por atribuir iguais direitos de consulta da informação financeira da empresa por parte de todos os sócios, de forma a existir um igual nível de conhecimento por todos. A informação

financeira disponibilizada só assume relevância se existir um sistema de contabilidade, quer fiscal, quer de gestão, devidamente estruturado, permitindo uma actividade de controlo eficaz e em tempo útil.

#### **4. Investimento – determinantes para o recurso ao capital de risco**

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

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

Parece ser evidente que a existência de um mercado de capitais activo e dinâmico tem bastante relevância para tanto a fase de investimento, como de desinvestimento, constituindo um factor condicionante, ou pelo menos facilitador, de uma indústria de capital de risco desenvolvida. Gilson e Black (2000) postulam isso mesmo, uma vez que as IPO proporcionam uma saída que constitui a forma mais rentável de desinvestimento por parte de um VC. De acordo com estes autores, para além de uma IPO constituir uma forma célere e rentável de saída, constituem para o VC uma espécie de *call option* sobre o controlo futuro da empresa, fornecendo ainda a possibilidade de constituir como instrumento de incentivo para os promotores.

Complementarmente, Becker e Hellmann (2003), baseando-se na experiência alemã do *Neuer Market*, concluem que o acesso a um mercado accionista activo, apesar de constituir uma condição necessária, não se revela como garante do desenvolvimento da indústria de

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

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

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

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

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

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

A dimensão e crescimento do mercado de fundos de pensões, apesar de aparentemente relevantes para o desenvolvimento da indústria de capital de risco, não o são de forma transversal a todos os países, consequência do ambiente regulatório de cada país.

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

referir que este factor considerado individualmente é insuficiente para garantir o desenvolvimento do capital de risco, servido mais como um catalisador da iniciativa privada.

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

## **5. Investimento - avaliação/ processo de tomada de decisão**

A decisão de investimento é sempre difícil, com elevados riscos associados ao grau de incerteza. Perante várias possibilidades de investimento os VC terão que efectuar opções, pretendendo-se que esta seja a mais adequada para as partes envolvidas (promotores e VC). Após a concretização do investimento, este torna-se ilíquido sendo dependente de um pequeno grupo de promotores/ gestores, colocando-se o já referido problema de assimetria de informação e custo de agência. Nesse sentido, é crucial que a decisão seja efectuada da forma mais acertada possível.

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

### **5.1 Pré-Seleção**

É genericamente aceite que o processo de tomada de decisão no Capital de Risco tem sempre uma fase inicial de pré-selecção, seguida da recolha de informação, avaliação e selecção e,

por fim, elaboração do contrato, tal como definido por Ettinger (1995), baseado num estudo efectuado na Europa ou, por outras palavras, por Fried e Hisrich (1994), através de um estudo da realidade dos Estados Unidos. Estes autores verificaram que geralmente o processo de decisão é antecipado por uma fase de prospecção, que encerra o duplo objectivo de dar a conhecer o VC e a possibilidade de antecipar oportunidades de investimento. Em vez de assumirem um papel passivo, esperando ser contactados por promotores, tomam a iniciativa de encetar contactos. Num mercado de capital de risco desenvolvido como o norte-americano esta postura é fulcral para obter vantagens competitivas, reduzindo o risco de aceder somente a projectos de menor qualidade, já recusados por outros VC.

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

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

## **5.2 Avaliação - recolha de informação**

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

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

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

**Tabela 2 – Recolha de informação no processo de decisão de investimento**

<b>Actividade</b>	<b>%</b>
Entrevista gestores do projecto/ empresa	100%
Visita às instalações da empresa	100%
Contactar anteriores sócios do promotor do projecto	96%
Contactar investidores externos	96%
Contactar clientes actuais	93%
Contactar clientes potenciais	90%
Investigar valor de mercado de empresas comparáveis	86%
Promover revisão das estimativas financeiras do projecto	84%
Contactar especialistas do produto	84%
Contactar concorrentes	71%
Contactar bancos	62%
Solicitar a opinião dos gestores de outras participadas	56%
Contactar fornecedores	53%
Solicitar a opinião de outras SCR	52%
Contactar contabilista	47%
Contactar advogados	44%
Conduzir pesquisa aprofundada	40%
Obter estudo técnico sobre o produto	36%
Obter estudo de mercado	31%

Fonte: *Towards a Model Of Venture Capital – Investment Decision Making*, Fried e Hisrich (1994)

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

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

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

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

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

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

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

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

Muita literatura foi publicada sobre esta temática, atendendo à sua importância no âmbito do capital de risco, verificando-se que a decisão de viabilização de um investimento decorre de um conjunto de critérios, de relevância variável atendendo ao VC, ao sector de investimento, etc.. O estudo realizado por Wells (1974) nos EUA através de entrevistas pessoais aos

dirigentes de 7 SCR definiu um referencial ainda hoje válido, através da identificação de 12 critérios, apresentados de ordem decrescente de importância, numa escala de 1 a 10, no quadro seguinte:

**Tabela 3 – Critérios de avaliação do investimento**

<b>Critério</b>	<b>Peso Médio</b>
Envolvimento de Gestores	10,0
Produto	8,8
Mercado	8,3
Capacidade de Marketing	8,2
Capacidade de Planeamento	7,4
Plano de Marketing	7,2
Capacidade Financeira	6,4
Capacidade de Produção	6,3
Referências/ Recomendações	5,9
Outros participantes na Empresa	5,0
Indústria/ Tecnologia	4,2
Política de Desinvestimento	2,3

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

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

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

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

Já Fried e Hisrich (1994) haviam identificado nesta fase a existência de um envolvimento “emocional” para com a proposta, relativizando a importância dos critérios referidos. Identificaram neste contexto um acréscimo substancial do tempo despendido por parte do VC na análise da proposta, bem como a alteração do objectivo da avaliação, que deixa de ser exclusivamente de determinação do potencial da proposta para a identificação potenciais obstáculos ao investimento, bem como formas de os ultrapassar.

Estes autores afirmam que atendendo à quantidade de tempo investido nesta segunda fase de avaliação, as SCR necessitam de ter pelo menos um entendimento geral da estrutura do negócio, incluindo preço (montante a investir), antes de a iniciar. Um preço excessivo, atendendo ao plano de negócios revisto, pode bloquear a continuação da avaliação, sendo este o principal critério de recusa. Se o preço for considerado adequado, a proposta tem grandes probabilidades de ser aceite.

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

Com efeito, apesar da opinião generalizada, VC nem sempre seguem um esquema racional de tomada de decisão de novos projectos (Ensley e Carr, 2006). Evidências demonstram que os VC ocupam cerca de 10% do seu tempo na prospecção e selecção de oportunidades em determinadas indústrias, verificando-se aqui um primeiro nível de ligação emocional. Contudo despendem 25% do seu tempo actuando como gestores das suas participadas, 20% recrutando recursos adicionais com *know-how* específico para as suas participadas e 15% servindo como consultor. Para mais, verificou-se que até ao cheque tecnológico de 2000, VC com investimentos focalizados em empresas de elevado nível tecnológico não possuíam conhecimentos técnicos para monitorizar, ou mesmo compreender o negócio (Saul, 2003).

Para mais, os VC tendem a sofrer de excesso de confiança no processo de tomada de decisão, tolhendo as capacidades de avaliação isenta. Igualmente, tendem a encontrar justificações para racionalizar decisões passadas erradas (Zacharakis e Shepherd, 2001). Também se encontram evidências de *herd-behavior* (Blackburn e Bose, 2003), como efeito

de uma certa irracionalidade. Este efeito, num ambiente de capital de risco, consiste na situação de que um VC quando confrontado com uma decisão de investimento tomar em consideração o envolvimento dos seus pares no sector em causa como forma de reduzir o grau de incerteza, ou seja segue os restantes (Ensley e Carr, 2006). Este comportamento explica porque de certas indústrias parecem ser mais atraentes para os VC.

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

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

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

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

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

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

O *timing* de saída, bem como a forma de saída, assume relevância considerável neste âmbito, sendo que Lerner (1994) identifica como o factor de maior importância a valorização dos mercados accionistas, demonstrando que os VC tornam públicos os seus investimentos nos picos de mercado, recorrendo ao financiamento privado quando a valorização se encontra em baixa. Esta aparente capacidade de previsão do mercado por parte dos VC parece, na realidade, estar associada na maior flexibilidade que têm em tornar públicas as suas participações. Por outro lado, Gompers (1996) verifica que os VC mais novos tendem a colocar as suas participações no mercados mais cedo que os já estabelecidos, como forma de criar uma reputação e assim captar fundos (pela análise empírica efectuada constatou que a saída das empresas participadas verifica-se quase dois anos mais cedo comparado novos VC com os já estabelecidos).

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

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

Mas nem só através de IPO se efectuam as saídas de investimentos de capital de risco, sendo mais comum somente nos países anglo-saxónicos, tradicionalmente com mercados de capital mais desenvolvidos. Todavia, também é verdade que são estas as indústrias de capital de risco mais desenvolvidas, gerando uma questão relevante, já anteriormente mencionada: Será necessário um mercado de capitais activos para o sucesso da indústria de capital de risco?

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

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

Aqueles autores argumentam que a disponibilidade de uma saída através de IPO permite que o VC e o promotor do projecto efectuem um contrato implícito sobre o futuro controlo da empresa de uma forma não facilmente replicável no mercado *bank-oriented*, servindo como factor de incentivo e monitorização para o empreendedor, simultaneamente que cria maior flexibilidade e facilidade de saída ao VC, uma vez que as restantes tipologias de

desinvestimento implicam a venda ao promotor ou a terceiros, por acordo directo, tornando a liquidez do investimento mais reduzida.

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

### **3. O VENTURE CAPITAL PORTUGUÊS VISTO POR DENTRO**

#### **1. Recolha de dados – inquérito**

Como forma de melhor compreender a indústria em análise efectuou-se uma análise empírica através de um inquérito (ver anexo 1), efectuado no final de 2005 e início de 2006, tendo como população alvo todas as SCR inscritas na APCRI à data (17 empresas). O questionário aplicado tem como principais objectivos obter dados sobre o processo de avaliação e tomada de decisão, tendo sido baseado na investigação efectuada por Wright e Robbie (1996) destinada a avaliar a forma de avaliação das propostas de investimentos das VC norte-americanas e no estudo efectuado por Fried e Hisrich (1994), que apresentava como objectivo a definição de um modelo do processo de tomada de decisão, também baseado na realidade dos EUA.

Todavia, não foi seguida a metodologia daquele trabalho na integra, tendo existido uma preocupação de adaptação à realidade da indústria de capital de risco Portuguesa, muito distinta, bem como obter dados adicionais com potencial interesse de análise. Nesse sentido, contactamos representantes de duas SCR portuguesas, que generosamente melhoraram o inquérito, com as suas sugestões.

O questionário encontra-se dividido em 4 grupos, sendo na primeira parte colocadas questões de carácter genérico relativamente à dimensão, origem de capitais e estratégia de investimento e desinvestimento. O segundo grupo é constituído por questões directamente relacionado com o processo de decisão, o terceiro é relacionado com o processo de recolha de informação anterior à decisão e o quarto aborda a intervenção nas participadas pelas SCR. Optou-se para se efectuar somente questões fechadas solicitando-se para graduar escolhas entre várias opções ou para se classificar a importância de acordo com uma escala preestabelecida compreendida entre 1 e 5, entre insignificante e muito importante. Para obter um máximo de respostas tentamos redigir as questões de forma clara e concisa, evitando pontos que poderiam ser considerados demasiado sensíveis, como por exemplo a performance financeira.

Assim sendo, obtivemos um total de 13 respostas, num universo de 17 questionários enviados (77% das associadas da APCRI e 65% das 20 SCR a operar em Portugal), amostra que consideramos representativas do universo. Contudo, como forma de validação e complemento da informação, cruzamos os dados obtidos com os disponíveis na APCRI e efectuamos contactos posteriores a alguns representantes das SCR.

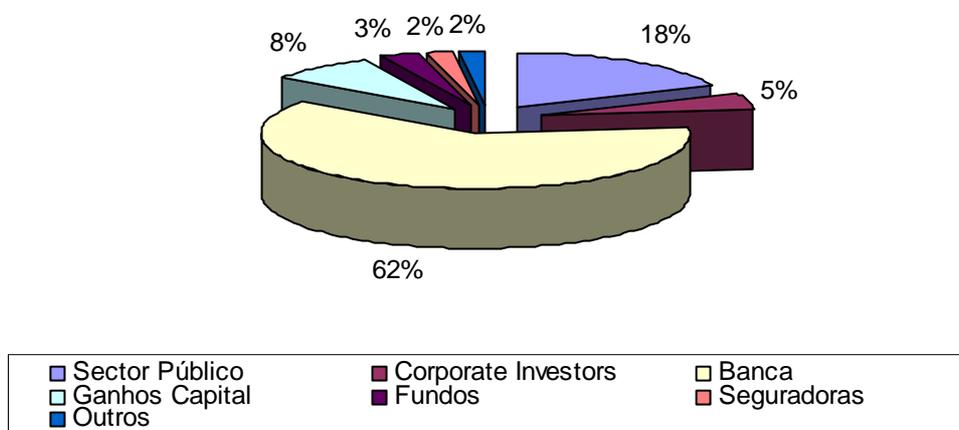
Atendendo à reduzida dimensão da indústria, e não obstante a representatividade da amostra, não nos é possível efectuar um estudo mais elaborado do ponto de vista estatístico, tendo que nos cingir a uma análise descritiva dos elementos obtidos.

## 2. Informação Geral

De acordo com a informação recolhida, o sector público ainda tem um peso significativo na indústria, contudo tem vindo a perder importância para a banca (25% das empresas) e, principalmente, para as empresas de investidores privados.

Ao nível de captação de fundos, e atendendo aos últimos dados disponíveis da APCRI relativamente a 2005, o levantamento de fundos foi efectuado maioritariamente junto da banca (62%), tendo o sector público contribuído com 18% dos mesmos. Os ganhos de capital representaram 8%, empresas 5% e fundos de pensões somente 3%:

**Gráfico 1 – Origem de fundos em 2005**



Estes dados reflectem, por um lado, um reforço da influência da banca no *funding* desta actividade, continuando o sector público a apresentar um peso significativo, mas também uma elevada volatilidade da origem destes fundos. Com efeito, os dados de 2004 reflectiam uma realidade bastante distinta, com a banca a representar 35% dos fundos captados, o sector público 29% e as seguradoras e fundos a assumirem somente cerca de 7% da captação total de fundos.

Por outro lado, verifica-se que em termos de valor investido, as sociedades públicas continuam a dominar, tendo mesmo reforçado a sua presença na indústria, como forma de suporte às PME's nacionais. Efectivamente, em 2005, 68% do investimento total provem de sociedades públicas, contra 58% no ano anterior.

O valor dos fundos sob gestão em 2005 superou os €1.158 milhões, representativo de um crescimento de 20% face ao ano anterior, tendo o *portfolio-at-cost* sido de €669 milhões, 58% dos fundos sob gestão.

### 3. Investimento – ciclo de vida

A evolução do investimento da indústria de capital de risco em Portugal tem-se caracterizado por certa instabilidade, com fases de forte crescimento, seguidas por quebras ou estagnação, evidenciando uma profunda ligação aos ciclos económicos, bem como a planos governamentais de incentivo à economia:

**Tabela 4 – Evolução do investimento de capital de risco em Portugal**

Unid.: mil euros	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Novos Investimentos	52.969	39.123	69.857	126.106	38.359	83.832	74.179	87.901	244.545
Re-investimentos	9.455	10.677	48.734	57.069	69.850	28.360	26.755	36.323	46.298
<b>Total</b>	<b>62.424</b>	<b>49.800</b>	<b>118.591</b>	<b>183.175</b>	<b>108.209</b>	<b>112.192</b>	<b>100.934</b>	<b>124.224</b>	<b>290.843</b>

Fonte: APCRI

Este investimento tem vindo a concentrar-se maioritariamente na fase de expansão dos projectos, demonstrado o carácter de *private equity* das SCR nacionais, surgindo o *start-up* em segundo lugar, com crescente importância. Em 2005, os investimentos de substituição ultrapassaram os efectuados em fase de expansão, todavia tal resultou de uma única

aquisição, envolvendo cerca de 100 milhões, contrariando a tendência registada nos últimos anos.

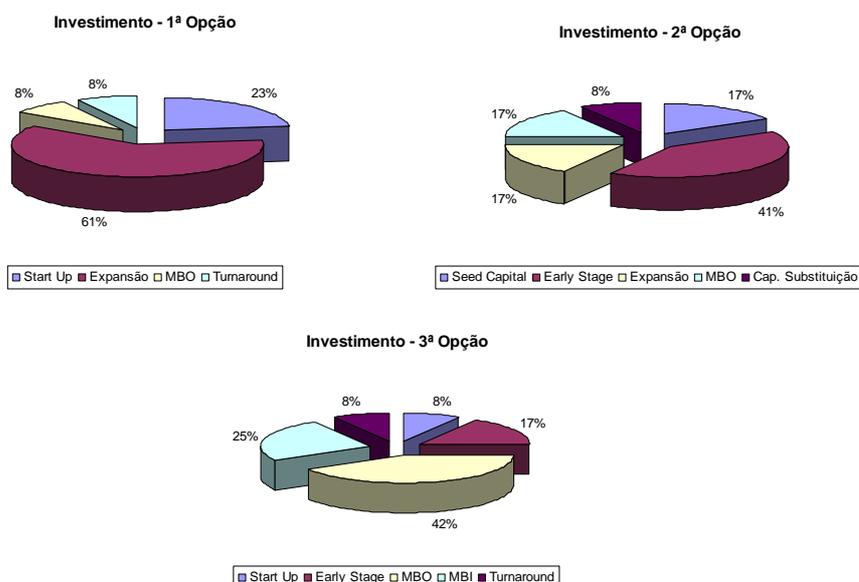
**Tabela 5 – Evolução do investimento por fase da vida das participadas**

Unid.: mil euros	1997	1999	2001	2002	2003	2004	2005
Seed	148	0	7	13	0	9	4.332
Start-up	10.898	8.418	15.989	10.248	13.503	24.187	26.721
Expansão	31.586	42.328	57.057	51.304	59.850	89.507	86.313
Capital substituição	19.792	711	5.269	9	19.240	4.776	116.365
Turnover	0	0	0	0	0	1.695	1.371
MBI/MBO	0	67.134	30.066	6.986	8.341	4.050	9.442
Outros	0	0	0	43.632	0	0	0
<b>Total</b>	<b>62.424</b>	<b>118.591</b>	<b>108.388</b>	<b>112.192</b>	<b>100.934</b>	<b>124.224</b>	<b>244.544</b>

Fonte: APCRI

Igualmente na informação recolhida através do inquérito demonstra-se a apetência das SCR pelo investimento na fase da expansão das empresas, sendo identificada como 1ª opção de investimento em 61% das respostas e 2ª opção em 15%. O *start-up* surge em segundo lugar, seguido de longe pelos MBO:

**Gráfico 2 – Apetência do investimento por fase da vida da participada (inquérito)**



De referir que a prevalência do investimento na fase de expansão é mais dominante nas empresas financiadas principalmente pela banca ou sector público, enquanto que as

empresas suportadas com fundos de investidores privados ou *corporate* tendem a considerar preferível o investimento em fases de *start-up* e mesmo *seed capital*.

Analisando estes resultados em luz da informação académica disponível, baseada maioritariamente no mercado norte-americano, podemos afirmar que a indústria nacional não se enquadra no conceito tradicional de *venture capital*, onde se denota uma tendência de investimentos em fases embrionárias, com maiores potenciais de retorno e, conseqüentemente, riscos. Constatam-se também que as empresas financiadas por investidores privados ou *corporate* tendem a seguir essa tendência, reflectindo uma evolução da indústria nos últimos anos.

Igualmente se constata que, para além das SCR, existem diversos *venture capitalists*, não organizados formalmente ou a exercer a actividade através de uma sociedade de gestão de participações sociais (SGPS), facto que pode resultar do enquadramento regulatório existente, designadamente a obrigação de supervisão pelo Comissão de Valores Imobiliários. Estes VC são normalmente *business angels*, investido em *seed capital* e *start-up*, mas também MBO's, aproveitando oportunidades mais activamente que os meios de financiamento tradicionais e mesmo as SCR.

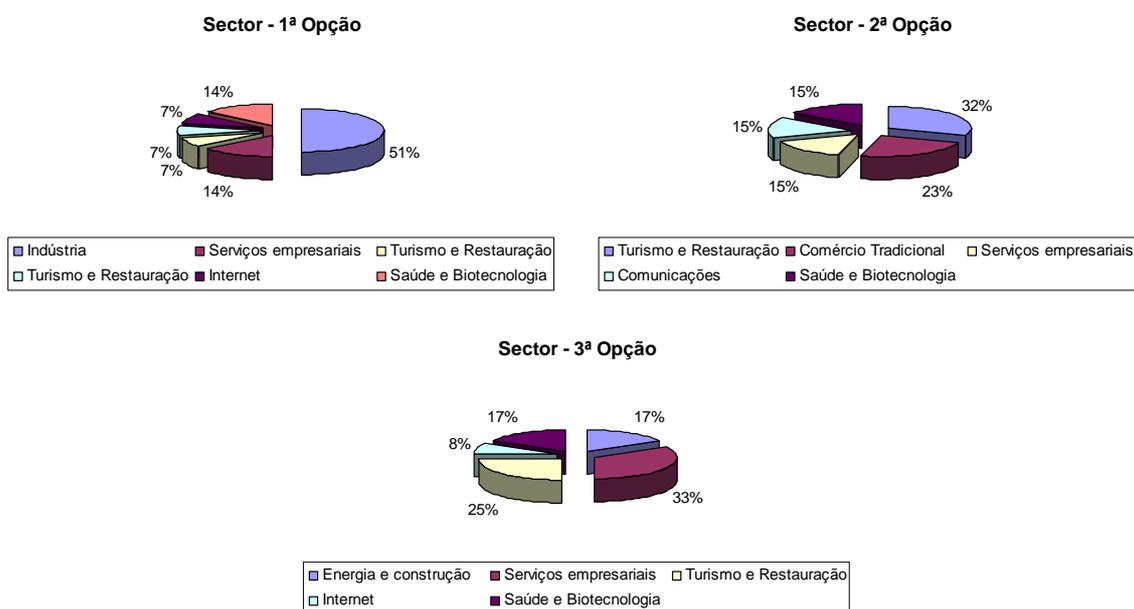
#### **4. Investimento – sectores**

A apetência sectorial de investimento das SCR portuguesas parece recair maioritariamente na indústria, seguidos por serviços empresariais e saúde e biotecnologia, assumindo igualmente o sector do turismo e restauração e comércio tradicional uma importância relativa.

Mas também em relação à selecção do sector de investimento constata-se uma certa diferenciação entre a origem dos financiamentos das SCR, com os investimentos de SCR suportado pela banca a preferir claramente a indústria e serviços empresariais como sectores a investir, tal como ocorre com as SCR “Estatais”, apesar destas empresas também privilegiarem o turismo e restauração e a saúde.

Diferentes opções de investimento parecem ser tomadas por SCR suportadas por fundos de investidores privados ou *corporate*, com maior propensão para áreas de maior tecnologia ou sectores inovadores, característica consonante com a preferência já identificada de investimentos em fases de *start-up* e *seed capital*, assumindo aqui relevância o investimentos em projectos de *internet*, comunicações e serviços empresariais associados ao desenvolvimento informático.

**Gráfico 3 – Apetência do investimento por sector da participada (inquérito)**



Pela informação recolhida junto da APCRI, apesar da diferente classificação sectorial utilizada, podemos constatar tendência semelhante à recolhida através do inquérito, apesar de se verificar uma certa dispersão de sectores de investimento, bem como uma flutuação dos sectores privilegiados ao longo dos anos, fruto de políticas estatais, fenómenos de moda e, também, existência de projectos específicos. De salientar que num mercado de capital de risco com a diminuta dimensão do Português facilmente um projecto de maior dimensão ou uma política de incentivo a determinado sector altera o peso de investimento sectorial.

**Tabela 6 – Evolução do investimento por sector de actividade das participadas**

Unid.: mil euros	1999	2001	2003	2004	2005
Comunicações	33.324	2.757	5.692	3.821	251
Informática	16.959	17.543	2.432	662	13.376
Energia	4.981	1.751	10.475	13.451	1.786
Bens de Consumo	4.388	40.567	21.555	25.580	13.807
Produtos e Serviços Industriais	2.135	4.228	7.639	11.612	130.618
Indústria - outros	33.443	10.744	10.882	18.659	7.180
Serviços - outros	8.776	24.117	26.945	27.420	37.034
Saúde	119	1.154	926	7.084	5.788
Química e materias	0	0	144	0	3.936
Outros	14.466	5.527	14.244	15.935	30.769
<b>Total</b>	<b>118.591</b>	<b>108.388</b>	<b>100.934</b>	<b>124.224</b>	<b>244.545</b>

Fonte: APCRI

Pelos contactos directos estabelecidos constata-se que, com a excepção das SCR “estatais”, com um enfoque mais estrito associado a políticas de desenvolvimento empresarial, as outras sociedades, apesar de assumirem preferências sectoriais têm bastante flexibilidade, consequência da falta de oportunidades interessantes de investimento, não podendo demonstrar-se uma clara especialização sectorial, mas tão somente uma preferência.

A referir ainda que as SCR integradas em grupos financeiros ainda servem como instrumento de conversão de dívida, o que distorce a possibilidade de uma clara tendência.

## **5. Investimento – avaliação/ processo de tomada de decisão**

### **5.1 Recolha de informação**

Com base no inquérito efectuado verifica-se uma aparente dispersão de opiniões relativamente à importância das fontes de informação de suporte ao processo decisório por parte das SCR portuguesas, como atestam os valores de desvio-padrão obtidos, todavia alguns elementos assumem indubitável importância.

**Tabela 7 – Grau de importância das fontes de informação**

<b>Tomada de decisão - fontes de informação</b>	<b>Média</b>	<b>D.P.</b>
Entrevista gestores do projecto/ empresa	5,0	-
Conduzir pesquisa aprofundada	4,6	0,855
Investigar valor de mercado de empresas comparáveis	4,4	0,801
Visita às instalações da empresa	4,3	0,641
Obter estudo de mercado	4,3	0,439
Promover revisão das estimativas financeiras do proje	4,0	1,038
Contactar especialistas do produto	3,9	0,725
Obter estudo técnico sobre o produto	3,4	0,877
Contactar fornecedores	3,0	0,760
Contactar clientes actuais	2,9	1,115
Contactar clientes potenciais	2,9	0,760
Contactar contabilista	2,9	1,127
Contactar concorrentes	2,7	1,050
Contactar bancos	2,7	1,068
Contactar advogados	2,7	1,121
Contactar anteriores sócios do promotor do projecto	2,4	0,768
Solicitar a opinião dos gestores de outras participadas	2,4	0,877
Solicitar a opinião de outras SCR	2,3	0,832
Contactar investidores externos	2,1	0,855

O processo de recolha de informação, ainda numa pré-fase do processo de tomada de decisão, inicia-se geralmente com de uma reunião com os promotores do projecto, possibilitando o conhecimento quer da projecto em si, quer dos envolvidos no mesmo, sendo esta a fase de recolha de informação considerada como essencial pela generalidade das SCR portuguesas, à semelhança do que sucede na generalidade dos mercados.

Constata-se igualmente que as propostas enviadas de forma exclusivamente formal têm menor probabilidade de sucesso, podendo mesmo ser ignoradas. A entrega presencial de propostas, incluindo uma explicação do projecto e das suas potencialidades, constitui a regra da indústria. Como reforço das hipóteses de um projecto constata-se ainda a existência de um mecanismo informal de obtenção de referências positivas pelos promotores na rede de contactos das SCR. Este mecanismo, constituindo aparentemente uma peculiaridade do mercado de capital de risco Português, resultante de características culturais e de dimensão da indústria e do próprio país, é igualmente identificado por Fried e Hisrich (1994) nos EUA como fase fulcral do processo de avaliação de projectos. Existe todavia uma diferença relevante, uma vez que enquanto em Portugal a rede de contactos é informal, nos EUA os

VC desenvolvem activamente uma rede de contactos, *referrers*, que originam grande parte das propostas a analisar, sendo esta também uma forma procura activa de oportunidades de investimento. De acordo com os mesmos autores, os *referrers* têm origem diversa, desde da banca de investimento e comercial e gestores de empresas participadas, até ex-empregados e familiares e amigos. Por seu turno, em Portugal a rede centra-se em relações familiares e de amizade e, somente pontualmente, nos gestores das participadas, sendo a generalidade das propostas submetidas directamente.

A visita às instalações também assume bastante importância, sendo considerada como mais uma forma de interagir com os potenciais futuros parceiros, bem como sentir a atmosfera da empresa, constituindo pois uma continuação da entrevista aos promotores.

A restante informação recolhida percebida como muito importante na fase prévia efectiva avaliação do projecto é de cariz mais quantitativo, passando por pesquisa aprofundada da empresa, investigação do valor de mercado de empresas comparáveis, obtenção de estudo de mercado e promoção da revisão do *business plan*, ocorrendo com maior ou menor intensidade na generalidade dos projectos aceites após a entrevista inicial. Em projectos mais inovadores ou com maior incidência tecnológica é igualmente considerado essencial estabelecer o contacto com especialistas do produto e/ou obter estudo técnico sobre o produto.

Os contactos com clientes, fornecedores, contabilista, concorrentes, bancos, advogados, anteriores sócios dos promotores, gestores de outras participadas, outras SCR e investidores externos nem sempre são efectuados, sendo considerados de importância reduzida a média e relegados para um segundo plano.

A diversidade e quantidade de informação recolhida, maioritariamente quantitativa, associada à relativamente pequena estrutura das SCR portuguesas, constitui um factor limitador da quantidade de projectos analisados, implicando ainda o relativamente longo horizonte temporal do processo de decisão.

De referir que comparando estas características da indústria portuguesa com a prática corrente nos EUA constatamos que, de acordo com o estudo de Fried e Hisrich (1994) já abordado anteriormente, existem divergências significativas, com os contactos a clientes

actuais e potenciais, investidores externos e anteriores sócios dos promotores do projecto a assumirem nos EUA uma preponderância superior a de estudos quantitativos. Com efeito, as VC norte-americanos privilegiam contactos directos com diversas fontes a estudos de mercado e pesquisas aprofundadas, que realizam em somente cerca de 30% dos casos, por três motivos principais: grande parte da informação necessária encontra-se no *business plan*; os contactos principalmente com clientes, possibilitam informação mais válida e por vezes o mercado não se encontra bem definido, impossibilitando estudos e pesquisas eficazes. Todavia, a importância da revisão do *business plan* e da investigação do valor de mercado das empresas comparáveis é semelhante em ambos os mercados, com a diferença de nos EUA ser efectuada numa fase mais tardia do processo decisório, após uma filtragem baseada na entrevista e nos contactos referenciados.

Obviamente que os resultados apresentados divergem muito de sector para sector e projecto para projecto, consoante a tipologia de produtos e a maturidade do mercado e empresa, porém tipicamente a recolha de informação é efectuada da forma demonstrada.

## 5.2 Factores de avaliação da proposta

Após a pré-selecção dos projectos a analisar interessa identificar quais os principais critérios de avaliação das SCR portuguesas, de forma a tentar compreender o processo de tomada de decisão, bem como compará-lo com a informação existente doutros mercados com distintas características. Nesse sentido, com base na literatura internacional disponível, anteriores estudos efectuados sobre esta temática em Portugal e contactos mantidos com representantes de SCR na fase da preparação do inquérito, foram identificados 14 critérios de avaliação, tendo o resultado dos inquéritos definido a seguinte ordem decrescente de importância:

**Tabela 8 – Grau de importância dos factores de avaliação de propostas**

<b>Factores de avaliação de propostas</b>	<b>Média</b>	<b>D.P.</b>
Capacidade de liderança dos promotores	4,9	0,277
Experiência dos promotores no negócio proposto	4,6	0,506
Rentabilidade esperada do negócio proposto	4,5	0,776
Adequação do produto às necessidades do mercado	4,2	1,092
Política de desinvestimento pretendida	4,2	0,927
Plano de marketing	4,1	0,494
Concorrência no sector	3,8	1,013
Qualidade de força de vendas	3,7	0,480
Referências/ Recomendações	3,5	0,967
Nível tecnológico da empresa/ projecto	3,4	1,044
Rapidez de recuperação do capital investido	3,1	0,760
Intuição	2,8	1,281
Montante Global do Investimento	2,8	0,899
Grau de endividamento	2,8	0,927

Pela análise dos resultados obtidos, suportada com os contactos directos com gestores de SCR, constata-se a não existência de modelo estruturado e claramente definido de valorização de critérios de avaliação (tal não implica que não exista um modelo de avaliação, porém normalmente são sistemas de notação de risco quantitativo, relacionado com o *business plan*), sendo as decisões suportadas em distintos vectores, consoante o projecto, o sector, a fase de investimento, os promotores, etc.. A existência de um relativamente elevado valor de desvio-padrão na generalidade dos critérios identificados demonstra igualmente a dispersão de opinião entre as SCR.

Todavia, tanto a capacidade de liderança, como a experiência dos promotores no negócio proposto são identificados como factores fundamentais, constituindo para o conjunto da indústria um factor fulcral da aceitação de um projecto, apesar de não exclusivo. Esta característica não difere do identificado por Wells (1974) para a indústria norte-americana, demonstrando a importância da empatia entre VC e promotores na fase de apresentação do projecto e recolha de informação, sendo um factor que também contribuiu para o anteriormente referido envolvimento emocional pela proposta. Por outro lado, a exposição do capital de risco à assimetria de informação e aos custos de agência constituem,

adicionalmente, uma causa para a importância da competência e envolvimento dos promotores.

Apesar da capacidade e experiência dos gestores serem identificadas como factores de elevada importância no processo de tomada de decisão, bem como ser clara a existência de envolvimento emocional com alguns projectos, por vezes associados a processos de *herding*, as SCR portuguesas identificaram igualmente como muito importantes critérios quantitativos, na sequência do que já se havia observado na fase de recolha de informação. Efectivamente, a rentabilidade esperada do projecto, com base na avaliação financeira revista à luz da informação adicional recolhida, e a adequação do produto às necessidades do mercado, bem como a qualidade do plano de *marketing* assumem relevância considerável.

De acordo com os contactos mantidos identifica-se mesmo a avaliação financeira do projecto como o factor decisivo na escolha do projecto, sendo a competência dos gestores somente considerada após a comprovação da viabilidade económico-financeira do projecto. Também nesta vertente o VC Português se assemelha ao mercado norte-americano, com a avaliação financeira do projecto, a performance do mercado e a capacidade de marketing a assumirem relevância significativa na generalidade dos estudos efectuados.

Por outro lado, contrariamente ao que sucede nos EUA, a política de desinvestimento pretendida é percebida como muito importante na indústria de capital de risco portuguesa, consequência da potencial pouca liquidez deste tipo de instrumento financeiro devido ao incipiente mercado de capitais. A falta de liquidez provoca que principalmente a forma de desinvestir, mas também o horizonte temporal do investimento, sejam definidos inicialmente, resultando maioritariamente em saídas através de acordos de recompra, preocupação não tão presente no mercado dos EUA, suportado por um mercado de capitais activo.

A concorrência existente, a qualidade da força de vendas e o nível tecnológico são identificados como factores de importância média, sendo considerados por processo de tomada de decisão, contudo não constituindo critérios impeditivos da realização de um investimento, assumindo-se mais como factores facilitadores ou dificultadores. O nível tecnológico do projecto assume nos EUA, contrariamente ao que sucede em Portugal, importância considerável, com as VC a claramente privilegiarem investimentos em projectos

de tecnologia de ponta ou produtos inovadores, com maior potencial de retorno, enquanto que em Portugal se continua a investir em sectores tradicionais.

O montante do investimento e grau de endividamento são, de acordo com o inquérito efectuado, critérios de avaliação com pouco peso, todavia no que respeita o montante de investimento obviamente que existem limites, sendo as SCR portuguesas direccionadas para PME's com necessidades reduzidas de capital.

Na fase da tomada de decisão, as referências ou recomendações foram identificadas como de importância moderada, sendo este factor mais crucial na fase da pré-selecção, tendo a intuição sido catalogado como pouco relevante. No entanto, a indústria de capital de risco portuguesa não se encontra imune a fenómenos de *herding* ou mesmo de *irrational exuberance*, contudo, possivelmente devido à dimensão do mercado e das carteiras de fundos, bem como da relativa reduzida disponibilidade de projectos e tendência a investimento em sectores tradicionais, não se pode afirmar que exista um comportamento claramente “irracional”, seguindo os referidos fenómenos.

Concluindo, será mais correcto afirmar que ocorrem, por vezes, enviesamentos no processo de decisão consequência de uma ligação emocional às propostas, devido a referências positivas ou a fenómenos como o *herd-behavior* e *irrational exuberance*, todavia existem evidências de um processo de tomada de decisão estruturado, produzindo resultados positivos, apesar de inferiores aos registado em indústrias mais desenvolvidas, por motivos óbvios. Um factor que influencia fortemente as referidas características do processo de tomada de decisão é o investimento realizar-se normalmente em projectos maduros, apoiando principalmente a expansão, e em sectores tradicionais, contrariamente ao que sucede em mercados mais desenvolvidos, possibilitando o recurso a formas tradicionais de avaliação de risco, como a análise de risco baseado no histórico da empresa e validação do plano de negócio, uma vez que o mercado alvo é normalmente conhecido, existindo dados disponíveis e viáveis, situação que frequentemente não ocorre em *start-up's* em sectores com tecnologia de ponta, ou completamente inovadora.

Tentando estabelecer uma estrutura do modelo de decisão da indústria de capital de risco em Portugal, pode afirmar-se que existem 3 vertentes fundamentais da análise, a competência dos gestores, valorizada com base na experiência passada e o seu perfil, a avaliação

financeira do projecto, após revisão dos pressupostos e previsões, e o comportamento do mercado alvo da empresa.

**Tabela 9 – Grau de importância dos factores de avaliação de risco do projecto**

<b>Factores de avaliação de risco de projecto</b>	<b>Média</b>	<b>D.P.</b>
Competência dos gestores	5,0	-
Avaliação financeira do projecto	4,6	0,650
Evolução do mercado	4,0	0,877
Horizonte temporal	3,1	1,013
Estado da economia	2,9	0,801
Comportamento do mercado de capitais	1,9	0,801

O estado da economia e o horizonte temporal são critérios de importância média, nem sempre considerados, sendo o comportamento do mercado de capitais considerado como um mero indicador do estado da economia.

Atendendo à informação disponível é possível tentar responder a uma questão clássica da teoria do *venture capital*, que contudo se mantém muito actual - qual a importância relativa para o sucesso de um projecto de capital de risco da ideia e do promotor? Ou utilizando a nomenclatura de Kaplan, Sensoy e Strömberg (2006), os VC Portugueses apostam no cavalo ou no *jockey*, isto é na equipa de gestão/ promotor ou no projecto? A discussão gira em torno do papel dos activos humanos e não humanos na empresa, bem como na sua evolução desde o princípio do século passado para a actualidade.

Zingales (2000) postula que “*a firm is a web of specific investments built around a critical resource or resources*”, afirmação que Kaplan, Sensoy e Strömberg (2006) entendem poder ser encarada de forma dinâmica, reflectindo a noção que uma pessoa pode ser crítica para desenvolver uma ideia, sendo fulcral para a empresa durante um período específico de tempo no entanto, a determinada altura os activos não humanos estarão suficientemente desenvolvidos para fazer com que não existam pessoas críticas na organização. Esta realidade não se tornava tão evidente no princípio do século passado, sendo as firmas geralmente muito dependentes dos seus fundadores, mas tendencialmente a importância relativa de um indivíduo no seio de uma organização foi decrescendo, sendo o período em

que este recurso pode ser considerado essencial cada vez mais curto em consequência do desenvolvimento tecnológico e de técnicas de gestão.

Kaplan, Sensoy e Strömberg (2006), analisando 50 empresas financiadas por VC em diferentes fases de evolução, verificaram que enquanto se desenvolvem as empresas mantêm estáveis o seu *core business* e a ideia de base do projecto, considerando quase uniformemente que a sua diferenciação resulta do produto, serviço ou tecnologia. Nesse âmbito, a propriedade intelectual, patentes e activos físicos são sempre considerados como de importância extrema, sendo que a propriedade intelectual e as patentes reforçam importância com o crescimento do negócio. Por seu turno, a importância do capital humano decresce com a antiguidade do projecto, somente sendo encarado como essencial nos primeiros anos de vida do mesmo. Verifica-se ainda que os activos não humanos, principalmente a linha de negócio, se mantêm consideravelmente estável durante a vida da empresa, não ocorrendo o mesmo com o activos humanos, quer sejam promotores, quer equipe de gestão, sendo que a sua saída não implica alterações consideráveis na actividade da empresa. Como já referido, os activos humanos somente são fundamentais na fase inicial da vida da empresa, quando os activos não humanos estão a ser estruturados.

De acordo com aqueles autores, as referidas conclusões põem em causa o mito que uma boa gestão encontra sempre uma saída para a empresa, verificando-se pelo menos que na indústria de capital de risco norte-americana a aposta é claramente no cavalo, sendo o jockey meramente instrumental. Contrariando a assunção globalmente aceite que os activos humanos, e mais especificamente a gestão, constituí a “cola” que mantém a empresa a funcionar, estes autores identificam como sendo o próprio projecto a referida cola, mantendo-se estável durante a vida da empresa, consubstanciado em activos não humanos, tangíveis e principalmente não tangíveis.

E em Portugal, qual será o comportamento dos decisores de VC quando confrontados com esta questão? Os dados recolhidos parecem contrariar a conclusão de Kaplan, Sensoy e Strömberg (2006), existindo uma forte aposta nos promotores nas diversas fases de avaliação de um projecto. Esta divergência poderá ser explicado por diversos factores específicos da indústria de capital de risco Portuguesa, sendo o principal a forma de desinvestimento, maioritariamente através da revenda da participação aos promotores. Também a tipologia das empresas alvo do investimento por VC, normalmente PME's, tem implicações ao nível

da importância do “jockey”, uma vez que estas empresas apresentam geralmente uma estrutura societária controlada por um indivíduo ou um núcleo duro coeso de indivíduos, emocionalmente ligados ao projecto. Esta ligação emocional, para além de se encontrar relacionado com a identificação do empresário ao projecto, também envolve razões culturais, especificamente no que respeita a percepção da empresa pelos seus proprietários, não encarada como um mero investimento, com hipóteses de retorno interessante, mas como forma de “deixar uma marca”, que poderá ser continuado pelas gerações futuras da família. A forma de estar nos negócios referida, apesar de estar em mudança, difere muito da postura anglo-saxónica, tendo obviamente impactos também ao nível da avaliação de risco por parte do VC.

Porém, ao se efectuar uma análise mais atenta e como já referido, não é possível ignorar que a decisão final de investir, apesar da importância que os promotores assumem, é fundamentada em critérios mais objectivos, reflectindo a convicção ou não na viabilidade do projecto. Para além desta realidade, e recorrendo aos argumentos de Kaplan, Sensoy e Strömberg (2006), constata-se que as linhas de negócio das empresas se mantêm estáveis durante o investimento por VC e que na altura da saída, apesar de na maioria dos casos o desinvestimento resultar na concretização de um acordo de recompra com os promotores, existem significativas saídas que não consideram os promotores.

De referir ainda que em situações de desvio do plano de negócios as SCR tendem a intervir ou mesmo servir de catalisador na mudança dos proprietários, ou pelo menos da gestão da empresa, evidenciando a “aposta no cavalo”, isto é o cumprimento do plano. Como forma de possibilitar essa eventual mudança de gestão algumas SCR, principalmente as ligadas à banca, prevêem contratualmente a intervenção directa em caso de desvios significativos do plano de negócio.

Complementarmente, os contactos com responsáveis de SCR sugerem exactamente aquela “aposta no cavalo”, não parecendo existir a crença que uma boa gestão tem sucesso com qualquer projecto, mesmo se mau, e que uma má gestão afunda um bom projecto, sendo salientada a necessidade de um *mix* destas dois factores, mas com especial ênfase no projecto.

## 6. Controlo de Investimentos

As respostas obtidas demonstram que todas as SCR, com excepção de uma, intervêm directamente nas suas participadas, sendo este controlo exercido através da representação na Administração ou Gerência da sociedade. Por contactos estabelecidos a posteriori detectou-se que a pertença à Administração ou Gerência da sociedade nem sempre reflecte uma intervenção real, sendo mais nominativa do que efectiva. As decisões correntes são deixadas a cargo dos promotores, sendo a sua participação nos órgãos de gestão encaradas como uma forma de monitorização ou, mais concretamente, moralização.

Pela informação disponível verifica-se que, em média, cada SCR gasta entre 10 e 20 horas mensais por participada, o que reflecte uma intervenção mínima e com pouca possibilidade de aportar resultados, situação peculiar para mais se se considerar que a maioria das participadas são PME's com carências evidentes ao nível da gestão.

Os benefícios atrás referenciados de partilha da experiência é assim aparentemente diminuta, contudo a participação nos órgãos sociais das participadas produz efeitos nas decisões estratégicas e monitorização da relação de agência a assimetria de informação anteriormente referidos. A intervenção ao nível da definição das estratégias da empresa assume particular importância, aportando uma visão diferente e isenta à gestão das participadas, para mais contando as SCR com profissionais com um *background* de experiências bastante variado em resultado da sua experiência na indústria de capital de risco.

Como já mencionado, a participação do VC nas sociedades também é reforçada em casos de desvios significativos do plano, podendo nestes casos existir uma intervenção mais activa na gestão rotineira. Neste casos, existe uma especial preocupação para suporte da área financeira, controlando as premissas do negócio e facilitando o normal desenrolar da actividade corrente.

Constatou-se igualmente que em determinadas situações, especificamente quando a área crítica é a produção, consequência de uma estratégia de expansão que implica fortes necessidades de investimentos no ciclo produtivo, as SCR intervêm no planeamento e desenvolvimento da área produtiva. Este forma de intervir acontece em investimentos para

expansão de empresas industriais, mas também para fases mais iniciais, quando o processo produtivo ainda se encontra em estudo.

Não existem evidências de intervenção nas áreas comerciais, atendendo á sua especificidade, nem tão pouco ao nível da I&D, devido igualmente ao carácter específico mas também por as SCR Portuguesas não possuírem recursos especializados para o efeito, podendo somente apoiar a implementação de um processo produtivo.

Como se pode verificar pelo quadro seguinte, a principal forma de controlo é efectuada através da análise de relatórios periódicos, complementada pela já referida intervenção directa na participada, mas de forma relativamente ausente.

**Tabela 10 – Grau de importância das formas de controlo do investimento**

	<b>Média</b>	<b>D.P.</b>
Relatórios periódicos	4,4	0,519
Intervenção directa na gestão das participadas	4,3	0,660
Remuneração dos gestores por objectivos	3,6	1,198
Responsabilização dos promotores (contratualmente)	3,4	0,961
Incentivos à sociedade participada	2,7	0,967

Com efeito, a importância dada aos relatórios periódicos apresenta uma média de 4,4, com um desvio padrão 0,52, o que indica uma dispersão muito reduzida face ao valor médio encontrado. Também a intervenção directa regista uma média elevada de 4,3, e um valor para o desvio-padrão de 0,66.

Pontualmente complementam-se aquelas medidas com formas de incentivos por objectivos, principalmente ligada à remuneração dos gestores, todavia apesar da importância relativa que assume, com uma média de 3,6 na resposta ao inquérito, esta não é uma medida transversal à indústria uma vez que denota uma dispersão elevada, com um desvio padrão de 1,2. Analisando com mais detalhe os resultados obtidos constata-se que são as SCR suportadas pela banca que mais ênfase colocam nesta medida de controlo e, também, incentivo, enquanto que tanto as SCR financiadas pelo Estado, como as de incitava

empresarial dão importância moderada. Estes resultados reflectem quer um tipo diferente de gestão, quer a diferente tipologia de investimento efectuado, entre as várias SCR.

A responsabilização contratual dos promotores é igualmente identificada como uma medida de importância considerável, mas apresenta igualmente uma dispersão elevada. Neste caso, as SCR estatais, mas mais significativamente as SCR pertencentes a bancos, dão forte importância a esta forma de controlo, enquanto que as SCR de grupos não financeiros não a consideram relevante. De referir que a referida responsabilização passa geralmente por cláusulas contratuais destinadas a penalizar os promotores em caso de *wrong-doing*, não sendo aplicáveis em situações correntes da actividade.

Os incentivos à sociedade participada, como por exemplo faseamento dos investimentos, não assumem particular importância, com uma média de 2,7 e um desvio padrão de quase um. Mais uma vez neste ponto existe uma diferenciação entre as várias SCR, assumindo esta medida uma maior relevância para as SCR estatais que para as privadas, reflectindo no caso planos governamentais, ou comunitários, de incentivo ao investimento.

As características identificadas são consequência de uma indústria pouco desenvolvida, que até há bem pouco tempo se encontrava dominada pelo Estado e Banca, com pouca tradição de real *venture capital*, assumindo mais um papel de veículo de apoio ao investimento das PME's ou de recuperação de dívidas, muito diferente do que se regista nos EUA ou mesmo em alguns países da Europa Continental, com maiores tradições nesta indústria.

Recentemente, com a entrada de novos intervenientes, verdadeiros investidores, denota-se um outro tipo de preocupação, designadamente com a monitorização e controlo, mas também assumindo o papel de *active investor*, como definido por Jeng e Wells (2000), ou seja investidores com um elevado envolvimento financeiro numa empresa mas que, contudo, continuam a poder fornecer uma visão imparcial sobre a estratégia dessa empresa, aportando uma potencial mais valia.

De referir ainda que a maioria dos mais comuns intermediários financeiros, tais como fundos de pensões, companhias de seguros e bancos encontram-se impossibilitados de intervir activamente na gestão dos seus investimentos devido a restrições legais, encontrando nas

SCR um veículo bastante interessante como forma de ultrapassar essa limitação, potenciando-se assim a entrada e crescimento de novos operadores.

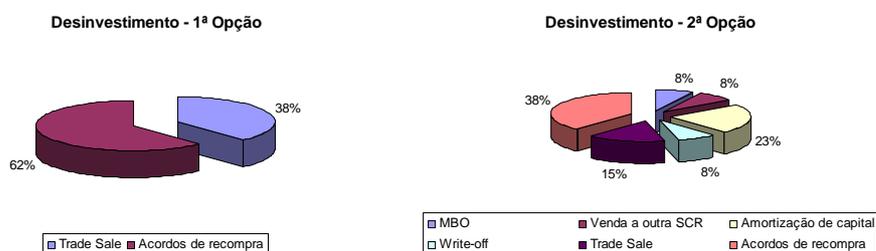
## 7. Desinvestimento – profundidade de mercado

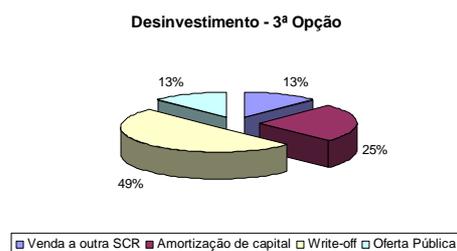
Tal como ocorre na generalidade dos países da Europa continental, a forma mais comum de saída é através de acordos de recompra com os promotores do projecto, normalmente estabelecido contratualmente como uma opção. O *trade-sale*, reflectindo a venda da empresa a outros investidores, assume igualmente relevância considerável, ocorrendo geralmente quando a opção de recompra não é exercida ou não foi claramente definida inicialmente, existindo uma outra oportunidade interessante.

A saída através de amortização de capital ou reembolso de empréstimos também regista importância relativa, continuando-se a verificar alguns *write-off*. Os MBO e venda a outras SCR registam relevância residual, pontualmente ganhando importância por operações isoladas.

A tipologia de saídas não difere muito consoante a SCR, sendo que a única diferença relevante constatada é do desinvestimento das SCR financiadas por bancos ocorrer maioritariamente através de *trade sale*, com os acordos de recompra a surgirem em segundo lugar, reflexo da ainda utilização deste instrumento financeiro como forma de reconversão de dívida de empresas em dificuldade.

**Gráfico 4 – Grau de importância das formas de desinvestimento**





Como se constata, decorrente da inexistência de um mercado de capitais desenvolvido que englobe empresas de média dimensão, o desinvestimento através IPO é marginal, condicionando o desenvolvimento da própria indústria. Como se verificou quer pela base literatura académica existente, quer pela próprio estudo do caso Português, este não será o factor único para a falta de desenvolvimento do capital de risco, influenciado por factores culturais e forte presença da banca na economia, mas será sem dúvida uma forte condicionante.

Efectivamente, a falta de liquidez deste tipo de instrumento financeiro, maioritariamente dependente da venda aos promotores, limita o desenvolvimento da indústria, uma vez que produz impactos ao nível da rentabilidade, já de si condicionada pela pouca concorrência aos promotores na altura da saída.

Tal não implica que não existam situações de saídas através de IPO em Portugal, mas raras e não geradas através das SCR nacionais, mas sim de *business angels*, nacionais ou internacionais, e VC internacionais. Exemplo disso é o chamado caso MediaCapital, bastante divulgado na imprensa devido à projecção de alguns dos seus activos, bem como aos contornos da operação, *sui generis* em Portugal. Nesse âmbito consideramos que poderá revestir-se de interesse proceder a uma descrição do sucedido, sob a forma de um *case-study*.

## 4. CASO MEDIA CAPITAL

### Introdução

Em Março de 2004 o Grupo Media Capital lança finalmente uma *Initial Public Offer* (IPO) da totalidade do seu capital, encerrando assim um capítulo da sua breve mas tumultuosa história. O Eng. Miguel Pais do Amaral, CEO, accionista e *alma mater* do Grupo, prepara a dispersão em bolsa do capital da Media Capital há mais de quatro anos, todavia vários contratempos implicaram atrasos sucessivos, com particular destaque para o *crash* resultante dos atentados de 11 de Setembro de 2001. Desde cedo que surgem insistentes notícias relativamente à venda do Grupo Media Capital, passando tanto pela IPO, como pela venda directa à PT ou a Recoletos ou outros grupos de media internacionais, no entanto, o Eng. Pais do Amaral, fiel ao seu perfil de *venture capitalist*, sempre defendeu uma IPO como forma de dispersão do capital, seguro que esta seria a forma com maiores hipóteses de sucesso para os investidores envolvidos.

A aventura nos media deverá ter sido originada pelo seu amigo Nobre Guedes (advogado e político, militante do CDS-PP, Centro Democrático Social – Partido Popular, foi deputado à Assembleia da República e Parlamento Europeu, bem como Ministro do Ambiente e do Ordenamento do Território por este partido político) entusiasmando-o, na altura em que Paulo Portas (licenciado em direito, desenvolveu a sua actividade profissional como jornalista e posteriormente como político, tendo sido Presidente do CDS-PP, partido pelo qual foi deputado à Assembleia da República e Ministro do Estado e da Defesa) e Miguel Esteves Cardoso (iniciou a sua carreira como professor universitário na área das ciências políticas, tendo posteriormente assumido-se como crítico, cronista, jornalista e escritor) estavam a procura de investidores para lançar um projecto editorial, a tornar-se no investidor inicial do jornal "O Independente", agindo como um *business angel*.

Mais tarde, o empresário adquiriu também o "Diário Económico" e o "Semanário Económico", bem como as revistas "Valor", "Fortunas" e "Briefing". A ambicionada entrada numa estação de televisão só aconteceu em 1997, com a aquisição de 15% do capital social da TVI, em parceria com a *Scandinavian Broadcasting Systemms* (SBS), em simultâneo que adquire as rádios Comercial, Nostalgia e Cidade. Em 1999 a Media Capital passa a controlar a totalidade da TVI, tornando-se um dos grandes *players* no sector dos media em Portugal.

Como investidor, Miguel Pais do Amaral encara os media, à boa maneira anglo-saxónica, como “um negócio puro e simples”, com um bom potencial de desenvolvimento, rejeitando a versão latina em que estes surgem como um quarto poder, geralmente como um meio para se atingir fins políticos ou benefícios noutros negócios. Esta postura foi evidente desde o início do Grupo, construído de raiz e sempre com o objectivo de maximização de valor, como atestam as vendas das publicações económicas aos espanhóis da Recoletos e do "O Independente" ao grupo liderado por Inês Serra Lopes e o seu constante e firme crescimento.

A operação lançada em Março de 2004 é, pois, o culminar lógico do investimento do Eng. Pais do Amaral e dos seus parceiros na Media Capital, tipicamente uma operação de *venture capital*, com saída em bolsa, dispersando somente parte do capital. A aposta de Pais do Amaral está agora lançada, tendo o empresário nunca desistido das suas convicções recusando propostas de compras aparentemente tentadoras e enfrentando as várias dificuldades sentidas devido ao carácter inovador da proposta para o mercado Português (apesar dos diversos IPO realizados em Portugal, o da Media Capital será o primeiro promovido por *venture capital* internacional) e da reduzida liquidez da Bolsa de Valores de Lisboa. Será que sairá vencedor desta aposta?

**Tabela 11 – Número de IPO realizados na Bolsa Portuguesa**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001 <sup>1</sup>	2002 <sup>1</sup>	2003 <sup>1</sup>
Número de IPO	16	5	7	10	5	4	36	15	14

Fonte: FESE (Federation of European Stock Exchange)

<sup>1</sup> Estatísticas para todo o EuroNext

## **O Homem**

Quem é este empresário, distante e reservado. Miguel Maria Sá Pais do Amaral tirou o curso de engenharia mecânica no Instituto Superior Técnico, mas não foi nesta área que fez carreira. O empresário, que conta também com um MBA efectuado no Insead em 1979, foi analista de mercados e de investimentos financeiros na *Goldman Sachs & Co.* em Nova Iorque e Londres, e no *Midland Bank* em Madrid entre 1979 e 1983. O seu regresso a Portugal faz-se como consultor da Partex CPS, empresa de consultoria estratégica, função que desempenhou entre 1984 e 1987, abandonando-a para se tornar Presidente da Alfa Capital, empresa de *private equity*. Em 1992 funda o Grupo Media Capital, sendo seu Presidente desde então.

De referir ainda que Miguel Pais do Amaral é o 8º Conde da Anadia e o 2º Conde de Alferrarede, sendo o primeiro membro da sua família, que remonta ao início da nacionalidade, a desempenhar uma actividade profissional não relacionada com a gestão das suas propriedades. Assume ainda uma faceta de *gentleman driver*, paixão que o leva a concorrer regularmente em troféus de velocidade tanto em Portugal, como em Espanha.

## **A Operação**

A operação é constituída por uma oferta combinada, destinada a efectuar a dispersão de um máximo de 58.823.530 acções representativas de 104,67% <sup>(1)</sup> do capital social da Media Capital e posterior admissão à negociação no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa das 56.196.419 acções representativas da totalidade do capital, integrando:

- um IPO de 8.823.530 acções representativas de 15,70% do capital social da Media Capital, a realizar através de uma transacção em sessão especial da Bolsa de Lisboa no dia 30 de Março de 2004, sendo dirigida a colaboradores e público em geral (os requisitos de um IPO encontram-se descritos no anexo 2);

- uma venda institucional de um máximo de 50.000.000 acções representativas de 88,97% do capital social da Media Capital, dirigida a investidores institucionais, em proporção a ser acordada entre os accionistas vendedores e o sindicato bancário de colocação desta venda na data de fixação do preço. A quantidade de acções de venda institucional poderá ainda integrar eventuais acções sobrantes do IPO.

Caso a procura do IPO exceder o número de acções previsto, esta quantidade poderá ser aumentada até mais 15% do total de acções objecto da oferta combinada, sendo essas acções retiradas às previstas para serem efectuadas através da Venda Institucional, ou seja efectuar-se-á um *clawback*. Se por outro lado, a procura da Venda Institucional exceder a oferta prevista, efectuar-se-á um *clawforward*, podendo a quantidade de acções a alienar por este meio ser aumentada até mais 10% do total de acções objecto da oferta combinada, sendo essas acções adicionais retiradas à quantidade de acções previstas para o IPO. A quantidade de acções a alienar na Venda Institucional poderá ainda vir a ser acrescida das acções eventualmente sobrantes do IPO.

(1) Complementarmente à Oferta Combinada de Venda ocorrerá um aumento de capital.

Por seu turno, se a procura da Venda Institucional o justificar, os accionistas vendedores, no seu conjunto, poderão vir a alienar um lote suplementar de acções (opção *greenshoe*) na Venda Institucional, na proporção a acordar entre os oferentes e os membros do sindicato de colocação, num máximo de 15% do montante total das acções objecto da oferta combinada.

O preço de venda é fixado, para a venda institucional, pelo método *bookbuilding*, ou seja a fixação do preço é efectuada através da consulta a determinados investidores institucionais,

Portugueses e estrangeiros, apurando-se assim o interesse de aquisição das acções, bem como o respectivo preço. O preço de venda do IPO situar-se-á, por seu turno, entre o mínimo de 4,25 euros e o máximo de 5,65 euros, suportado nas ordens de compra efectuadas no período da subscrição ou o preço definido para a venda institucional, caso este seja superior, mas sempre com o limite máximo de 5,65 euros.

Complementarmente à oferta combinada efectuar-se-á um aumento de capital social de 5.057.677,71 euros para 7.505.095 euros, representados por 83.389.949 acções, com o valor nominal de 0,09, através de uma Oferta Particular de Subscrição. O aumento de capital será feito em parte mediante entradas em espécie, por conversão de créditos em capital, e por outra parte através de entradas em dinheiro, destinando-se a ser subscrito na parte a ser realizada mediante entradas em espécie pelos accionistas Vertix, SGPS S.A. e Hércules Enterprises Inc, nas quantidades máximas respectivamente de 2.314.117 e 1.350.000 acções; e na parte a ser realizada mediante entradas em dinheiro, o aumento de capital destina-se a ser subscrito pelos *Credit Suisse First Boston (Europe) Limited* e Banco Espírito Santo de Investimento S.A., membros do sindicato de colocação da Venda Institucional nas seguintes quantidades máximas de acções: Credit Suisse First Boston (Europe) Limited até 14.117.648 acções e Banco Espírito Santo de Investimento S.A. até 9.411.765 acções. O preço será o resultante a Venda Institucional.

A estrutura da operação descrita, com a inclusão do aumento de capital, tem como objectivo possibilitar um encaixe financeiro no grupo que se prevê de aproximadamente 100 milhões de euros, que a sociedade pretende utilizar como forma de redução da dívida, sendo o remanescente utilizado na actividade corrente da sociedade.

## Os Oferentes:

O capital social da Media Capital é detida pelos seguintes accionistas:

**Tabela 12 – Estrutura Accionista Media Capital**

Accionista	Nº Acções Detidas	%
Vertex SGPS, S.A.	20.196.556	35,94%
HMTF Madeira Cayman, L.P.	19.354.991	34,44%
Hercules Enterprises, Inc.	11.781.297	20,96%
Alvor 2004, SGPS, S.A.	1.109.563	1,97%
Heisamore, SGPS, S.A.	832.179	1,48%
Firstcarma, SGPS, S.A.	1.152.202	2,05%
Fredter, SGPS, S.A.	1.066.883	1,90%
Partrouge, SGPS, S.A.	702.748	1,25%

Fonte: Prospecto da Oferta Pública de Venda

A Vertex, SGPS, S.A. é uma sociedade gestora de participações sociais sendo a totalidade do seu capital social actualmente detido, indirectamente em partes iguais pelo Eng. Miguel Pais do Amaral e pelo Dr. Nicolau Berggruen.

A HMTF Madeira Cayman, L.P. é uma *limited partnership* detida em 88,92% pela HMTF Europe Fund Cayman, L.P., igualmente uma *limited partnership* a qual, por sua vez, é gerida pela HMEU Fund I –C, Incorporated que é uma subsidiária da Hicks, Muse & Furst, Incorporated, a qual é um fundo de *private equity* especializado em aquisições de financiamento estruturado e com experiência na indústria de media.

A Hercules Enterprises é detida pela Valores Bavaria, S.A., sociedade cotada na Colômbia e actuando como uma *holding* diversificada com participações em sociedades domésticas e internacionais, sendo directa ou indirectamente controlada pela família Santo Domingo.

As participações da Firstcarma, SGPS, S.A., da Alvor 2004, SGPS, S.A. e da Partrouge, SGPS, S.A. na Media Capital são detidas por conta do Eng. Miguel Pais do Amaral.

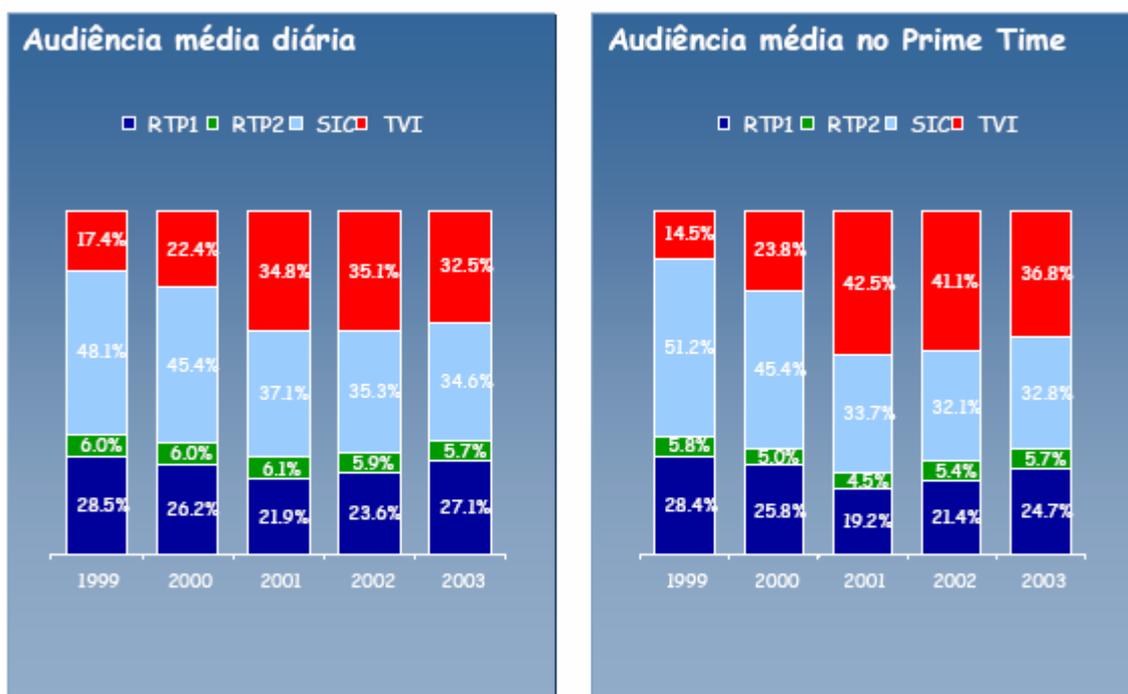
## O Grupo

O Grupo Media Capital foi fundado em 1992 pelo Eng. Miguel Pais do Amaral, inicialmente dedicado unicamente à imprensa escrita, detendo a SOCI, editora, entre outras publicações, do semanário *O Independente*, e outras empresas constituídas também na área da imprensa. Posteriormente o Grupo adquiriu diversas publicações caracterizadas por marcas fortes e de elevada tiragem, como a *Fortunas & Negócios*, uma revista financeira e de negócios mensal, o *Diário Económico* e o *Semanário Económico*. O primeiro investimento significativo noutra área dos media surge com a aquisição da *Rádio Comercial* e a *Rádio Nostalgia*, renomeada *Rádio Clube Português*, em 1997. Em 1998, o Grupo realizou um investimento estratégico na área de televisão com a aquisição de uma participação de 30% na TVI, a qual na altura estava com um desempenho relativamente fraco em termos de quota de mercado quer de audiência, quer de receitas publicitárias. No ano seguinte passa a controlar a TVI, procedendo a diversas alterações na programação, imagem, promoção e operações do canal, que proporcionaram um rápido aumento do seu *share* e consequentemente das suas receitas publicitárias.

Entre 2000 e 2003, a Media Capital expandiu igualmente as suas actividades de rádio, através da aquisição, lançamento e relançamento de outras estações, diversificou a actividade através da entrada no mercado de publicidade em *outdoors*, adquirindo diversos operadores de menor dimensão, e lançou a actividade de *Internet* criando a marca IOL. Por seu turno, em 2001, atendendo às condições de mercado, tomou a decisão estratégica de reduzir a actividade de imprensa, consubstanciada pelo desinvestimento, entre 2001 e 2002, em títulos como *O Independente*, *Fortuna & Negócios*, *Diário Económico* e *Semanário Económico*, tendo ainda suspenso a publicação de diversos outros títulos, concentrando as suas operações num número reduzido de revistas de grande consumo.

Em 2004, o Grupo Media Capital, através do seu canal TVI, é o principal operador de televisão em Portugal, tanto em termos de *share* de audiências em horário nobre, como em termos de quota de mercado de publicidade em televisão. A posição do Grupo na televisão, aliada ao facto de deter uma forte posição nos segmentos de rádio e de publicidade exterior, segundo em termos de quota de mercado, e uma presença no mercado de edição de revistas e *internet*, fazem com que seja um dos maiores operadores no mercado publicitário português.

**Gráfico 5 – Audiência média diária na TV (somente canais de sinal aberto)**



Fonte: Marktest (apenas FTA)

As actividades do Grupo estão divididas nas seguintes áreas principais:

Televisão – esta actividade inclui a actividade de produção e difusão de conteúdos televisivos, tendo gerado, em 2003, € 135,3 milhões, representativos de 67,7% das receitas operacionais do Grupo, constituindo a sua principal área de actividade;

A difusão é desenvolvida através da TVI, um dos três canais de televisão a transmitir em sinal aberto em Portugal, que comercializa espaços de publicidade. A TVI é, desde finais de 2000, líder em termos de audiência durante o *prime-time*, conquistando igualmente a maior fatia das receitas publicitárias em televisão, com 40,9% da quota de mercado. A produção é desenvolvida pela NBP, produtora de televisão detida a 60% pela Media Capital.

Rádio – as actividades de radiodifusão geraram receitas operacionais, em 2003, de 12,5 milhões de euros (6,3% do total das receitas do grupo) e são desenvolvidas através de diversas estações com transmissão em FM, designadamente a *Radio Comercial*, o *Rádio Clube Português*, a *Cidade FM* e a *Best Rock FM*. Durante 2003, as estações de rádio do Grupo Media Capital atraíram mais de um milhão de ouvintes todos os dias, o que representa

um *share* médio de audiências de 18,5%, tendo captado 24,5% das receitas publicitárias da rádio.

*Outdoors* – as operações de publicidade de exterior geraram receitas de 15,5 milhões, ou seja 7,8% das receitas totais do grupo, através de uma oferta completa de espaços publicitários em meios de transportes urbanos, *billboards* – painéis exteriores e *mupis* – mobiliário urbano com publicidade integrada, nos principais centros populacionais de Portugal Continental. O Grupo assume assim a segunda posição deste mercado, com 21% das receitas líquidas de publicidade do sector.

O Grupo desenvolve ainda actividades de edição de revistas e *Internet*, complementando as suas operações de media e gerando receitas operacionais de 36,5 milhões de euros. As revistas mais conceituadas editadas pelo Grupo são a *MaxMen*, a *Lux* e a *LuxWomen*, sendo a presença na *Internet* assegurada através da empresa IOL, que para além de prestar serviços de acesso, comercializa igualmente publicidade neste meio.

**Figura 1 – Estrutura Grupo Media Capital**



Fonte: site Media Capital

## O Mercado da Publicidade

A actividade das empresas de media é suportada em grande parte pela comercialização de publicidade, não sendo o Grupo MediaCapital excepção, com a receita operacional depende das vendas de publicidade em cerca de 75%. Nesse âmbito, a capacidade das empresas de media para gerar receitas de publicidade é em larga medida afectada pela dimensão do mercado publicitário, pelo *share* de audiências, pelas alterações nas preferências dos espectadores, por alterações na estrutura etária da população e outros factores demográficos, por desenvolvimentos tecnológicos relacionados com os media, pelos níveis de concorrência, pelas alterações legislativas, reguladoras, e pelas políticas governamentais que afectam os anunciantes e operadores de media e pelas tendências sazonais e cíclicas do mercado de publicidade, que em Portugal assume bastante sazonalidade e flutuações.

Historicamente, as vendas de publicidade em Portugal têm acompanhado as alterações ocorridas na actividade do tecido empresarial em geral e as condições macro - económicas. Por comparação com o produto interno bruto, o investimento publicitário em Portugal tem crescido a ritmos relativamente mais rápidos durante os períodos de expansão e recuperação económica, tendo decrescido mais acentuadamente durante os períodos de recessão e declínio económico. Adicionalmente, verifica-se que, no passado, o aumento do investimento publicitário tem precedido e antecipado o crescimento do produto interno bruto, enquanto o decréscimo do investimento publicitário tem precedido e antecipado o declínio económico. Esta ciclicidade é acentuada pelo facto de a maioria dos anunciantes encararem o investimento publicitário como sendo de natureza acessória, ajustando-o de acordo com a evolução prevista da sua actividade.

**Tabela 13 – Comparativo entre evolução PIB e investimento publicitário**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Taxa de crescimento real PIB	2,9%	3,2%	3,7%	3,9%	3,4%	3,4%	2,9%	0,4%	-1,2%
Evolução Investimento Publicitário	18,0%	20,0%	21,0%	17,0%	18,0%	27,0%	15,0%	1,0%	22,7%

Fonte: Marktest

A Administração da Media Capital acredita que a reacção positiva do investimento publicitário em termos nominais durante ano de 2003 é indicativo da recuperação do mercado publicitário, e acredita que existe potencial para um crescimento sustentado. Outras fontes independentes, como a ZenithOptimedia, a Marktest e a APAP (Associação Portuguesa de Empresas de Publicidade e Comunicação) manifestaram semelhante previsão

devido em parte às expectativas relacionadas com o crescimento esperado do produto interno bruto português para os próximos anos. Reforçando esta expectativa geral, há a considerar o facto de em Portugal o investimento publicitário tanto em termos de valor per capita como em percentagem do produto interno bruto ter demonstrado um menor desenvolvimento do sector relativamente a outros países da União Europeia, como Espanha, Alemanha ou Reino Unido, o que pode antever um potencial para um crescimento futuro no longo prazo, em particular na publicidade em televisão e na rádio, que em Portugal se caracterizam por terem custos por contacto relativamente baixos.

### **Televisão**

Em Portugal, mais de 99% dos lares residenciais têm, pelo menos, um aparelho de televisão, e as estatísticas indicam que o nível médio de audiência televisiva no país, aproximadamente 204 minutos por dia em 2003, é um dos mais altos da Europa. Esta audiência televisiva é captada em grande parte pelos canais de televisão livres (*free-to-air*), não obstante as taxas de penetração já relativamente elevadas da televisão por cabo e por satélite em Portugal. De acordo com a Marktest, durante o exercício findo em 31 de Dezembro de 2003, os canais de televisão *free-to-air* portugueses contribuíram, no seu conjunto, para 87,7% do *share* de audiências televisivas total, correspondendo 72,4% do *share* das audiências totais de televisão nos lares com subscrição de televisão por cabo em Portugal.

### Televisão *free-to-air* (FTA)

O mercado televisivo português foi liberalizado em 1992, altura em que o governo concedeu duas licenças de difusão *free-to-air* por 15 anos renováveis à Sociedade Independente de Comunicação, o operador da SIC, e à Televisão Independente S.A., o operador da TVI. Até esse momento, os únicos canais de televisão em Portugal eram a RTP1 e a RTP2, dois canais públicos, que começaram a funcionar em 1957 e 1965, respectivamente. Desde a liberalização do mercado televisivo, não foram concedidas mais licenças para canais de difusão FTA, acreditando-se que, embora futuramente, com a introdução da televisão terrestre digital, o governo possa vir a emitir novas licenças, a reduzida dimensão do actual mercado publicitário de televisão e os limites de capacidade do espectro de televisão disponível restringirão a probabilidade de aparecerem no mercado a curto prazo outros canais de televisão FTA suportados por publicidade.

## Publicidade Televisiva

A legislação portuguesa e da União Europeia limitam os minutos por hora que os operadores de televisão, em Portugal, podem transmitir. A SIC e a TVI, enquanto canais privados, podem transmitir até 12 minutos de publicidade comercial por hora. Na sequência de um acordo entre o Governo e os canais privados, TVI e SIC, a RTP1 reduziu o limite máximo de publicidade comercial de 7,5 minutos para 6 minutos por hora, a partir de Setembro de 2003. À RTP2 não é permitido difundir publicidade comercial, embora possa transmitir publicidade institucional (normalmente associada a iniciativas governamentais ou eventos culturais). Além destes limites, cada canal *free-to-air* pode dedicar-se a actividades de autopromoção ou patrocínio, desde que respeitados determinados requisitos. Em geral, o preço de venda da publicidade televisiva depende da procura, do *share* de audiências e de eventuais descontos comerciais, descontos de quantidade (*rappel*) e comissões de agência negociados com o comprador. Historicamente, a procura de publicidade televisiva em Portugal tem sido afectada não só pelos ciclos económicos mas também pela sazonalidade do consumo. O *share* de audiências representa a percentagem das pessoas que estão a ver televisão e que vêem um programa de um canal de televisão a determinada hora.

Em Portugal, aliás como sucede na generalidade dos mercados, o tempo de publicidade em televisão é, em geral, vendido por um valor substancialmente superior durante o horário nobre, que se estende das 20 horas às 24 horas, porque a dimensão das audiências nesta faixa horária proporciona aos anunciantes televisivos uma forma mais eficaz para atingirem uma ampla audiência-alvo. Esta eficácia da publicidade em horário nobre aumenta a procura de espaços de publicidade, o que tem um impacto favorável tanto nos preços como nos minutos de publicidade vendida. Os operadores de televisão que conseguem a liderança dos *shares* de audiência em horário nobre são tipicamente os que mais investimento publicitário captam, sendo em geral capazes de obter vendas relativamente maiores e preços mais altos para publicidade vendidos. Nesse âmbito, a TVI tem assumido, desde 2001, uma posição de liderança no horário nobre, proporcionando as seguintes quotas das receitas publicitárias líquidas:

**Tabela 14 – Quota das receitas publicitárias líquidas da TVI**

	2000	2001	2002	2003
<i>Share</i> de Receitas Publicitárias Líquidas	26,5%	42,0%	44,6%	40,9%

Fonte: *Marktest* – Telereport

## **Rádio**

Em Portugal, os operadores comerciais de rádio, tal como os operadores de televisão, geram receitas essencialmente a partir da venda de publicidade. As estações de rádio comerciais podem dedicar no máximo 20% do seu tempo de difusão a publicidade, não se incluindo neste limite as autopromoções ou patrocínios.

O principal método de venda de tempo publicitário em rádio consiste na venda de um pacote de anúncios em determinados dias da semana e faixas horárias durante um determinado período previamente contratado. O preço a que os pacotes publicitários são vendidos depende do número de anúncios vendidos, de eventuais descontos comerciais, dos descontos de quantidade e comissões de agência negociados pelo comprador, da época do ano, do dia da semana e da hora do dia em que os anúncio são inseridos, sendo os anúncios mais dispendiosos os do chamado horário de ponta (hora de ponta matinal) dos dias úteis, sobretudo no quarto trimestre do ano. Os participantes do sector debatem actualmente a possibilidade de implementar um novo sistema de medição de audiências de rádio, que pode vir a influenciar a forma como os preços "brutos" são calculados e os anúncios vendidos. Os descontos sobre preços de tabela são negociados tanto com os compradores intermédios (as agências de meios), em transacções intermediadas, como com os anunciantes finais, nas transacções de venda directa. O montante do desconto varia consoante a dimensão e natureza da relação entre o comprador e o vendedor, a extensão da campanha publicitária para a qual o espaço é utilizado e os espaços publicitários comprados. Os descontos de quantidade e as comissões de agência aplicam-se apenas às vendas de tempo de publicidade em radio efectuadas através de agências de publicidade/centrais de compras de meios.

O Grupo Media Capital concorre em *share* de audiências principalmente com a Rádio Renascença (detida pela Igreja Católica Portuguesa), a RDP - Radiodifusão Portuguesa (detida pelo Estado português) e a TSF (detida pela PT Multimédia), mas apenas com a Rádio Renascença e a TSF em termos de receita publicitária, uma vez que a RDP - Radiodifusão Portuguesa não vende publicidade comercial.

O quadro que se segue apresenta o *share* de audiência média diária do Grupo Media Capital, da Rádio Renascença, da RDP - Radiodifusão Portuguesa, da TSF e de outras estações de rádio locais para os períodos indicados.

**Tabela 15 – Audiência média diária na Rádio**

	2001	2002	2003
Rádio Renascença	42,6%	47,8%	41,3%
Media Capital Rádio	23,2%	17,3%	21,3%
RDP - Radiodifusão Portuguesa	8,4%	10,3%	11,1%
TSF	4,9%	4,8%	5,6%
Outros operadores de rádio	20,9%	19,8%	20,7%
Total	100,0%	100,0%	100,0%

Fonte: *Marktest* – Bareme Rádios

O *share* de receitas publicitárias do Grupo em rádio cresceu, em termos gerais, de 1997 até 2000, com o aumento do número dos seus ouvintes, mas diminuiu desde 2001, com a diminuição do seu *share* de audiências e com a contracção do mercado de publicidade em rádio. No âmbito do relançamento das suas estações de rádio, o Grupo começou a atrair um maior *share* de audiências, através de um melhor direccionamento para determinados público-alvo e, em resultado, tem conseguido melhorar os seus preços e o número de minutos de publicidade vendidos.

O quadro que se segue apresenta o *share* de audiências e de receitas publicitárias líquidas das actividades de rádio do Grupo para os períodos indicados, excluindo nestes números as rádios locais:

**Tabela 16 – Quota das receitas publicitárias líquidas das rádios Media Capital**

	2001	2002	2003
<i>Share</i> de Audiências	26,9%	22,1%	18,5%
<i>Share</i> de Receitas Publicitárias Líquidas	40,7%	33,7%	24,5%

Fonte: *Marktest* – Bareme Rádios

### ***Outdoor***

O mercado de publicidade em *outdoor*, com uma receita publicitária líquida estimada em €73,9 milhões durante o exercício findo em 31 de Dezembro de 2003, é o terceiro maior sector de publicidade em Portugal. O mercado de publicidade em *outdoor* é geralmente dividido em três segmentos principais (mobiliário urbano, billboards e transportes), concentrando-se sobretudo nas zonas urbanas do litoral. Publicidade em Outdoors Em Portugal, a maior parte da publicidade em outdoors é vendida em redes (tipicamente de âmbito nacional) compostas por um conjunto de posições com espaço publicitário e os preços são em geral determinados pela altura do ano, dimensão da compra, tipo e localização

do espaço publicitário, duração de exibição da campanha e os eventuais descontos comerciais, comissões de agência ou abatimentos por volume negociados. A maior parte da publicidade vendida pela Media Capital *Outdoor* é efectuada a grandes anunciantes (que tiveram uma média de mais €200.000 de investimento publicitário bruto em *outdoors* por anunciante), devido aos elevados custos de produção associados à publicidade em *outdoors* e à duração mínima tipicamente exigida nas vendas de publicidade em *outdoors*. Durante o exercício findo em 31 de Dezembro de 2003, aproximadamente 72% do total de vendas líquidas de publicidade exterior em Portugal foram efectuadas a grandes anunciantes, sendo a base de clientes de publicidade em *outdoors* relativamente reduzida e os elevados custos fixos de manutenção e exploração destas estruturas implicam que os operadores de publicidade em *outdoor*, em Portugal, ofereçam com frequência reduções de preços significativas para manter as taxas de ocupação.

O Grupo Media Capital entrou no mercado de publicidade em *outdoors* em Agosto de 1999 e continuou a aumentar as suas actividades em *outdoors*, através da aquisição de vários operadores independentes. Estas aquisições proporcionaram ao Grupo um vasto conjunto de posições e redes de publicidade em *outdoors*, que abrange os segmentos de mobiliário urbano, *billboards* e de publicidade em transportes, tendo aumentado a quota de mercado do Grupo das receitas de publicidade deste sector. Durante o segundo semestre de 2002, o Grupo efectuou uma revisão estratégica da sua operação de publicidade em *outdoors*, com o objectivo de melhorar a sua rentabilidade através de uma nova abordagem de gestão, da racionalização e integração das suas actividades sob a marca “MCO” e da melhoria da qualidade da rede de publicidade em *outdoor* do Grupo. A nova equipa de gestão reestruturou a força de vendas, com menos mas mais qualificados profissionais, e as actividades de comercialização da publicidade em *outdoors* do Grupo. Iniciou também uma revisão da qualidade e ocupação das suas redes de publicidade em *outdoors*, tendo como resultado custos operacionais mais baixos, por via da eliminação de posições não relevantes ou rentáveis, da negociação de contratos de *outsourcing* para a afixação e produção e melhores resultados operacionais logo em 2003.

O mercado português de publicidade em *outdoors* foi objecto de uma consolidação significativa nos últimos anos, principalmente em resultado das actividades da JC Decaux e do Grupo. Essa consolidação aumentou a credibilidade da publicidade em *outdoors* como meio fiável e eficaz de publicidade, melhorando as condições de venda e aumentando as

taxas de ocupação. A consolidação existente, a concentração de uma percentagem significativa da população e do poder de compra de Portugal em zonas onde o mercado de publicidade em *outdoors* atingiu a maturidade, o facto de a maior parte dos locais de publicidade desejáveis já terem sido ocupados, os custos de aquisição ou arrendamento de um número suficiente de locais para a construção de uma rede de publicidade em *outdoors* e os custos e tempos associados à obtenção de licenças para novos locais de rede constituem fortes barreiras à entrada, limitando fortemente o potencial para a entrada de novos concorrentes no mercado de publicidade em *outdoors*.

A JC Decaux, a MCO e a Cemusa são os maiores operadores de publicidade em outdoors em Portugal. O quadro que se segue apresenta determinadas informações respeitantes ao share de receita publicitária líquida estimado de cada um desses operadores durante o exercício findo em 31 de Dezembro de 2003:

**Tabela 17 – *Share* de receitas publicitárias líquidas mercado de Outdoor**

<b>Empresa</b>	<b>%</b>
JC Decaux	48,0%
Media Capital Outdoor	21,0%
Cemusa	19,0%
Outros	12,0%
Total	100,0%

Fonte: Estimativas Media Capital

### ***Internet***

O mercado de publicidade na *internet*, apesar de relativamente recente, tem vindo a desenvolver-se com a crescente sensibilização do potencial deste meio por parte dos anunciantes, contudo as expectativas são de continuação do crescimento. Por seu turno, a actividade de prestadores de serviço de *internet*, após uma fase caracterizada pela existência de vários pequenos operadores, encontra-se actualmente relativamente consolidada, não sendo expectável grandes desenvolvimentos.

As actividades de publicidade na Internet da Media Capital centram-se no portal de Internet do Grupo, [www.iol.pt](http://www.iol.pt), utilizado simultaneamente como ponto de agregação dos conteúdos de *Internet* do Grupo e página de entrada na Internet para os utilizadores dos serviços de acesso à Internet do Grupo. Por seu turno, o serviço de acesso à *internet* é direccionado a clientes residenciais, disponibilizando tanto acessos de banda estreita, como de banda larga

### **Imprensa (revistas)**

A edição de revistas, em Portugal, apresenta-se bastante atomizado, com vários operadores a editar títulos. A situação actual implica uma forte concorrência, com a entrada de vários novos títulos, concorrendo directamente com edições já instaladas, bem como o descontinuar de outros.

Neste entorno, a Media Capital edita sete revistas com forte presença no mercado, a *Maxmen*, uma revista masculina mensal que ocupa o primeiro lugar na sua categoria, a *Lux*, uma revista de celebridades semanal que ocupa o terceiro lugar na sua categoria, e a *Lux Woman*, uma revista feminina mensal que ocupa o quarto lugar na sua categoria. Além disso, edita a Revista de Vinhos, a *Portuguese Wines*, a Casas de Portugal e o *Briefing*. O Grupo edita igualmente diversas *newsletters* empresariais e guias e anuários para a indústria.

### **Expectativas:**

Miguel Pais do Amaral, bem como todos os oferentes, assumem expectativas elevadas, sendo o seu objectivo dispersarem em bolsa pelo menos 63,49% do capital do Grupo, após aumento de capital, reduzindo-se consideravelmente a respectiva participação.

No quadro seguinte, apresenta-se informação relativa às participações directa e indirectamente detidas em 15 de Março de 2004 no capital social da Media Capital, bem como depois da Oferta Combinada, considerando o impacto do aumento de capital e assumindo que a opção de alienação do lote suplementar (*greenshoe*) não é exercida; e de forma ajustada considerando o impacto do aumento de capital, da Oferta Combinada e assumindo o exercício integral da opção de alienação do lote suplementar, em qualquer caso assumindo, por hipótese, que o preço da Oferta Combinada corresponderá ao preço médio do intervalo de preços fixado, ou seja Eur. 4,95.

**Tabela 18 – Estrutura Accionista antes e após Oferta Combinada**

Accionista	Antes da Oferta Combinada e aumento de capital		Após Oferta Combinada e aumento de capital (sem <i>greenshoe</i> ) (1)		Após Oferta Combinada e aumento de capital (com <i>greenshoe</i> ) (2)	
	Nº Acções Detidas	%	Nº Acções Detidas	%	Nº Acções Detidas	%
HMTF Madeira Cayman, L.P.	19.354.991	34,44%	7.700.829	9,68%	1.156.328	1,45%
Valores Bavaria, S.A. (3)	11.781.297	20,96%	-	0,00%	-	0,00%
Nicolas Berggruen (4)	10.098.278	17,97%	8.705.293	10,94%	7.674.036	9,65%
Menbros da Administração	14.961.853	26,62%	12.633.226	15,88%	12.633.226	15,88%
- Miguel Pais do Amaral (5)	13.062.791	23,24%	11.113.977	13,97%	11.113.977	13,97%
- Outros	1.899.062	3,38%	1.519.249	1,91%	1.519.249	1,91%
<i>Free Float</i>	-	-	50.505.051	63,49%	58.080.809	73,02%
Total	56.196.419	100,00%	79.544.399	100,00%	79.544.399	100,00%

Notas:

(1) Assumindo que a opção de alienação do lote suplementar não é exercida.

(2) Assumindo que a opção de alienação do lote suplementar é exercida integralmente. O número de Acções vendido por cada um dos Accionistas Vendedores no âmbito da opção de alienação do lote suplementar poderá ser redistribuído entre eles.

(3) A Valores Bavaria, S.A. detém indirectamente as Acções através da sua participação de 100% na Hercules Enterprise, Inc.

(4) As Acções acima indicadas como imputáveis ao Sr. Nicolas Berggruen antes da realização do aumento de capital na parte a realizar em dinheiro, equivale a 50% das Acções detidas pela Vertix, SGPS, S.A., reflectindo a sua participação indirecta de 50% na referida sociedade. Após a realização do aumento de capital na parte a realizar em dinheiro, os números acima atribuídos ao Sr. Berggruen equivalem a 48,37% das Acções detidas pela Vertix, SGPS, S.A. (45,23% caso a opção de alienação do lote seja exercida integralmente), reflectindo, novamente, a sua participação indirecta na referida sociedade.

(5) As acções acima indicadas como imputáveis ao Eng.º Miguel Pais do Amaral antes da realização do aumento de capital na parte a realizar em dinheiro, inclui 50% das Acções detidas pela Vertix, SGPS, S.A., reflectindo a sua participação indirecta de 50% na referida sociedade. Após a realização do aumento de capital na parte a realizar em dinheiro, os números acima atribuídos para o Eng. Paes do Amaral equivalem a 51,63% das Acções detidas pela Vertix, SGPS, S.A. (54,76% caso a opção de alienação do lote seja exercida integralmente), reflectindo, novamente, a sua participação indirecta na referida sociedade. As restantes Acções imputadas ao Eng Pais do Amaral são directamente detidas pela Partrouge, SGPS, S.A., Alvor 2004, SGPS, S.A. e Firstcarma, SGPS, S.A. A participação imputada ao Eng. Pais do Amaral não inclui os direitos de subscrição ou de aquisição de até um máximo de 705.000 Acções, caso sejam atingidos determinados objectivos de performance.

Como se constata, os grandes vendedores serão a HMTF Madeira Cayman, L.P. e os Valores Bavaria, S.A., ficando aquele com uma participação bastante menor, enquanto que os Valores Bavaria desinvestirão por completo. Por sua vez, Miguel Pais do Amaral, apesar de reduzir a sua participação, continuará como accionista de referência, esperando manter-se na Presidência do Grupo nos próximos anos. O seu sócio na Vértix, Nicolas Berggruen, também reduzirá o seu investimento, todavia mantém igualmente uma participação relevante na nova esperada estrutura accionista.

Este desinvestimento é característico de *venture capital*, existindo um sindicato de investidores e um VC dominante, no caso o Eng. Miguel Pais do Amaral, que efectuará a saída gradualmente, sinalizando para o mercado a confiança do investimento, simultaneamente que potencia os seus ganhos uma vez que historicamente se constata que as

IPO's de investimentos de capital de risco são efectuados a desconto. Porém, esta é uma realidade de mercados mais desenvolvidos, como os anglo-saxónicos, será que o mesmo se aplicará a Portugal?

### **O Grande Dia**

No dia 30 de Março de 2004 existe um nervosismo camuflado nos promotores da operação, este será o dia que porá à prova vários anos de trabalho marcados por diversos episódios. O último a registar, que não poderá ser ignorado e que poderá influenciar negativamente o sucesso desta operação, terá sido o atentado de 11 de Março de 2004 em Madrid, somente, ocorrido há somente três semanas atrás. Vários investidores particulares poderão não comparecer no IPO, o mesmo podendo acontecer com investidores institucionais, em consequência da instabilidade criada nos mercados europeus e mundiais com mais este atentado perpetrado por radicais islâmicos, podendo pôr o em causa o cumprimento das premissas da operação.

A sessão especial realizada na Euronext Lisboa encontra-se bastante concorrida, contudo será que existe um interesse real de investimento ou serão meros curiosos a assistir ao primeiro IPO realizado na bolsa Portuguesa suportada por *venture capital* estrangeiro. Miguel Pais do Amaral, acompanhado pelo Director-Geral da TVI, José Eduardo Moniz, aparenta tranquilidade, possivelmente resultante na confiança nos méritos da operação, consubstanciada na sua experiência em outros mercados mais maduros.

## 5. CONCLUSÃO

Com um historial relativamente recente, a indústria de capital de risco em Portugal apresenta algumas especificidades relacionadas com as diferentes fases do seu desenvolvimento, especificamente no que respeita à ainda forte presença do Estado e do sector bancário. Historicamente, este instrumento serviu como forma de implementação de políticas governamentais de incentivo ao investimento, principalmente de PME's, e de saneamento para dívida bancária, produzindo distorções das suas características fundamentais. Contudo, nos últimos anos tem constatado-se uma tendência de entrada de novos operadores, com uma postura enquadrada nas práticas internacionais do *venture capital*, bem como uma alteração da forma de encarar o capital de risco por parte dos operadores instituídos.

Nesse âmbito, a caracterização da indústria Portuguesa de capital de risco, efectuada com base num inquérito e informação adicional recolhida, apresenta-nos uma realidade semelhante à registada em países *bank-oriented*, em contraposição com países *market-oriented* como os EUA, com o investimento a concretizar-se tendencialmente em fases mais maduras da vida dos projectos, assumindo o investimento em *start-up's* uma segunda posição, e ainda em sectores tradicionais da economia. O *seed capital* é marginal, tal como acontece com MBO e MBI, neste caso por aparente falta de procura. O desinvestimento, por seu turno, é efectuado geralmente por venda da participação aos promotores do projecto (acordos de recompra), uma vez que não existe um mercado de capitais que suporte saídas por IPO, sendo apontada como uma das causas principais para ao reduzido desenvolvimento da indústria, à semelhança do que sucede na Europa continental. Por seu turno, o processo de decisão regista pontos comuns com o identificado nos mercados mais desenvolvidos, diferenciando-se basicamente devido ao suporte em dados quantitativos, ignorando a pesquisa de outras fontes de informação, como os clientes, fornecedores, antigos sócios dos promotores, etc., situação que estará relacionada com a fase e sector de investimento, mais maduros, com informação viável disponível, contrariamente ao que sucede em investimentos em fases iniciais e/ ou em sectores de tecnologia de ponta. Todavia, à semelhança do que sucede nos EUA, a aposta é geralmente efectuada no cavalo, em detrimento do jockey, ou seja uma opção clara pela qualidade do projecto, independentemente do promotor (ou pelo menos tendo este um peso menor como critério de decisão).

Verifica-se ainda que a actuação de *Business Angels*, por um lado outro e VC internacionais, por outro, tem vindo a intensificar-se, realizando aqueles investimentos em *seed capital*, e estes em maiores empresas, aumentando a importância do capital de risco no seio da economia Portuguesa e alargando o leque de ofertas disponíveis para empreendedores. O caso apresentado, Media Capital, reflecte a junção destes dois tipos de investidores, que se saldou como um raro exemplo de uma saída por IPO suportado por VC e a primeira e até à data única saída por IPO em Portugal suportada por VC internacional.

## 6. BIBLIOGRAFIA

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **7. ANEXOS**

### **Anexo 1 – Inquérito à Indústria de Capital de Risco em Portugal**

## **Anexo 2 - Requisitos de um IPO na Bolsa de Lisboa**

Os requisitos e procedimentos para um IPO no Mercado de Valores Mobiliários de Lisboa encontram-se definidos no Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro, e clarificado no Regulamento da CMVM n.º 10/2000, sendo os principais requisitos:

- a) uma dispersão pelo público de 25% do capital social, representado pela categoria de acções cuja admissão é requerida; ou
- b) uma capitalização bolsista previsível de 2,5 milhões de euros das acções objecto de pedido de admissão, acrescidas se for o caso, das acções anteriormente emitidas e que já se encontrem admitidas à negociação, ou, se essa capitalização não puder ser determinada, o montante dos capitais próprios da sociedade, incluindo os resultados não distribuídos do último exercício;
- c) emissão de no mínimo 500.000 acções;
- d) prestação de contas auditadas por um período mínimo de 3 anos;
- d) elaboração de um prospecto de admissão, aprovado pela CMVM, elaborado conforme o estipulado no Anexo II do Regulamento da CMVM n.º 10/2000.

## Anexo 3 - Demonstrações Financeiras Consolidadas do Grupo Media Capital para triénio 2001 - 2003

GRUPO MEDIA CAPITAL, SGPS, S.A.

### BALANÇOS CONSOLIDADOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2003, 2002 E 2001

(Montantes expressos em Euros)

Activo	Notas	31 de Dezembro				
		2003		2002		2001
		Activo bruto	Amortizações e provisões	Activo líquido	Activo líquido	Activo líquido
<b>IMOBILIZADO:</b>						
Imobilizações incorpóreas:						
Despesas de instalação	25 e 27	7.112.946	(7.112.946)	-	2.273.027	6.632.944
Despesas de investigação e de desenvolvimento	25 e 27	38.364.612	(29.210.903)	9.153.709	18.052.800	14.818.191
Propriedade industrial e outros direitos	25 e 27	402.730	(365.926)	36.804	2.641.924	12.292.100
Trespases	27	407.310	(61.095)	346.215	328.284	346.522
Imobilizações incorpóreas em curso	27	3.985	-	3.985	483.339	1.424.847
Diferenças de consolidação	10 e 27	172.373.089	(37.274.130)	135.098.959	134.814.133	123.907.362
		<u>218.664.672</u>	<u>(74.025.000)</u>	<u>144.639.672</u>	<u>158.593.507</u>	<u>159.421.966</u>
Imobilizações corpóreas:						
Terenos e recursos naturais	27	326.343	-	326.343	5.377.670	5.376.808
Edifícios e outras construções	27	7.676.042	(3.292.602)	4.383.440	12.475.457	11.211.948
Equipamento básico	27	80.903.324	(56.168.070)	24.735.254	26.957.138	25.226.218
Equipamento de transporte	27	6.796.201	(3.870.749)	2.925.452	2.506.048	2.337.108
Ferramentas e utensílios	27	2.352.202	(1.909.076)	443.126	413.305	335.567
Equipamento administrativo	27	11.140.160	(8.047.026)	3.093.134	3.444.468	5.292.224
Outras imobilizações corpóreas	27	4.926.973	(2.736.923)	2.190.050	1.807.873	2.634.778
Imobilizações corpóreas em curso	27	1.633.720	-	1.633.720	3.124.295	5.214.075
		<u>115.754.965</u>	<u>(76.024.446)</u>	<u>39.730.519</u>	<u>56.106.254</u>	<u>57.628.726</u>
Investimentos financeiros:						
Partes de capital em empresas do grupo e associadas	27	1.547.807	(81.304)	1.466.503	10.127.105	5.595.909
Empréstimos a empresas do grupo e associadas	27	-	-	-	1.611.476	-
Adiantamentos por conta de investimentos financeiros	27	1.215.127	-	1.215.127	-	5.145.898
		<u>2.762.934</u>	<u>(81.304)</u>	<u>2.681.630</u>	<u>11.738.581</u>	<u>10.741.807</u>
Dívidas de terceiros - Médio e longo prazo:	54					
Outros devedores		25.424.872	(16.650.306)	8.774.566	16.650.306	-
		<u>25.424.872</u>	<u>(16.650.306)</u>	<u>8.774.566</u>	<u>16.650.306</u>	<u>-</u>
<b>CIRCULANTE:</b>						
Existências:						
Matérias - primas, subsidiárias e de consumo		311.618	(47.836)	263.782	361.955	914.929
Mercadorias		382.467	(4.587)	377.880	229.607	106.602
Produtos acabados e intermédios	46	3.816	-	3.816	169.381	-
		<u>697.901</u>	<u>(52.423)</u>	<u>645.478</u>	<u>760.943</u>	<u>1.021.531</u>
Dívidas de terceiros - Curto prazo:						
Clientes, conta corrente		28.162.066	(2.163.641)	25.998.425	35.218.854	50.500.082
Clientes, títulos a receber		15.876	-	15.876	84.561	81.513
Clientes de cobrança duvidosa	59	7.406.201	(7.406.201)	-	-	(1.926.849)
Accionistas e empresas participadas		1.172.105	-	1.172.105	3.799.778	4.695
Adiantamentos a fornecedores	51	67.771	-	67.771	40.070	309.498
Estado e outros entes públicos	54	2.311.200	-	2.311.200	2.351.122	3.517.258
Outros devedores	46	8.969.902	(456.625)	8.513.277	10.196.667	12.149.200
		<u>48.105.121</u>	<u>(10.026.467)</u>	<u>38.078.654</u>	<u>51.691.052</u>	<u>64.635.397</u>
Depósitos bancários e caixa:						
Aplicações de tesouraria		458.731	-	458.731	292.326	175.871
Depósitos bancários		8.388.960	-	8.388.960	7.922.381	6.755.105
Caixa		207.753	-	207.753	385.846	289.836
		<u>9.055.444</u>	<u>-</u>	<u>9.055.444</u>	<u>8.600.553</u>	<u>7.220.812</u>
<b>ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS:</b>						
Acrescimos de proveitos	52	4.869.336	-	4.869.336	4.962.950	2.979.744
Custos diferidos	52	44.834.391	-	44.834.391	51.845.698	49.525.249
Impostos diferidos	58	24.524.650	-	24.524.650	26.850.785	16.987.881
		<u>74.228.377</u>	<u>-</u>	<u>74.228.377</u>	<u>83.659.433</u>	<u>69.492.874</u>
Total de amortizações			(150.049.446)			
Total de provisões			(26.810.500)			
<b>Total do activo</b>		<u>494.694.286</u>	<u>(176.859.946)</u>	<u>317.834.340</u>	<u>387.800.629</u>	<u>370.163.113</u>

GRUPO MEDIA CAPITAL, SGPS, S.A.

BALANÇOS CONSOLIDADOS  
EM 31 DE DEZEMBRO DE 2003, 2002 E 2001

(Montantes expressos em Euros)

Capital próprio, interesses minoritários e passivo	Notas	31 de Dezembro		
		2003	2002	2001
<b>CAPITAL PRÓPRIO:</b>				
Capital	56 e 57	4.619.956	4.619.956	4.619.956
Prestações suplementares	57	15.572.500	-	-
Prémios de emissão de acções	57	55.932.438	55.932.438	55.932.438
Diferenças de consolidação	10 e 57	8.886.932	8.886.932	8.886.932
Reserva legal	57	7.402	7.402	7.402
Resultados transitados	57	(61.137.650)	(55.133.732)	(28.783.161)
Resultado líquido do exercício	57	(43.512.708)	(6.003.917)	(26.350.571)
Total do capital próprio		<u>(19.631.130)</u>	<u>8.309.079</u>	<u>14.312.996</u>
<b>INTERESSES MINORITÁRIOS</b>	55	<u>3.263.469</u>	<u>6.649.346</u>	<u>4.052.807</u>
<b>PASSIVO:</b>				
<b>PROVISÕES PARA RISCOS E ENCARGOS:</b>				
Outras provisões para riscos e encargos	46	<u>7.815.689</u>	<u>10.199.491</u>	<u>8.587.504</u>
<b>DÍVIDAS A TERCEIROS - Médio e longo prazo:</b>				
Empréstimos obtidos	50	174.637.604	173.659.163	181.858.802
Fornecedores, conta corrente		2.708.147	3.354.769	5.361.668
Estado e outros entes públicos	51	1.380.102	1.618.897	4.763.091
Fornecedores de imobilizado, conta corrente	47	2.178.004	2.788.219	2.857.835
Outros credores		1.660.247	-	-
		<u>182.564.104</u>	<u>181.421.048</u>	<u>194.841.396</u>
<b>DÍVIDAS A TERCEIROS - Curto prazo:</b>				
Empréstimos obtidos	50	39.860.063	41.750.126	7.396.012
Fornecedores, conta corrente		31.216.667	41.988.649	60.902.531
Fornecedores, títulos a pagar		52.297	467.620	1.031.589
Accionistas e empresas participadas	59	20.307	734.130	-
Adiantamentos de clientes	53	954.828	3.450.983	2.681.388
Fornecedores de imobilizado, conta corrente		5.589.222	7.180.793	8.673.117
Estado e outros entes públicos	51	10.487.378	19.716.249	15.165.981
Outros credores	54	23.249.153	30.708.440	8.736.373
		<u>111.429.915</u>	<u>145.996.990</u>	<u>104.586.991</u>
<b>ACRÉSCIMOS E DIFERIMENTOS:</b>				
Acréscimos de custos	52	27.880.404	27.421.278	30.707.497
Proveitos diferidos	52	3.971.118	4.869.810	11.214.404
Impostos diferidos	58	540.771	2.933.587	1.859.518
		<u>32.392.293</u>	<u>35.224.675</u>	<u>43.781.419</u>
Total do passivo		<u>334.202.001</u>	<u>372.842.204</u>	<u>351.797.310</u>
Total do capital próprio, dos interesses minoritários e do passivo		<u>317.834.340</u>	<u>387.800.629</u>	<u>370.163.113</u>

GRUPO MEDIA CAPITAL, SGPS, S.A.

DEMONSTRAÇÕES CONSOLIDADAS DOS RESULTADOS POR NATUREZAS PARA OS EXERCÍCIOS FINDOS  
EM 31 DE DEZEMBRO DE 2003, 2002 E 2001

(Montantes expressos em Euros)

CUSTOS E PERDAS	Notas	2003	2002	2001
Custo das matérias consumidas		36.434.838	41.864.354	63.954.779
Fornecimentos e serviços externos		83.335.204	94.457.147	58.150.585
Custos com o pessoal		39.785.851	37.499.265	40.326.609
Amortizações do imobilizado corpóreo e incorpóreo	27	30.779.681	33.311.457	32.501.308
Provisões	46	1.652.300	5.193.113	7.250.220
Impostos		2.381.437	2.059.888	2.266.050
Outros custos e perdas operacionais		189.953	252.605	155.127
(A)		<u>194.559.264</u>	<u>214.637.829</u>	<u>204.604.678</u>
Custos e perdas financeiros	44	27.332.979	19.713.109	19.887.371
(C)		<u>221.892.243</u>	<u>234.350.938</u>	<u>224.492.049</u>
Custos e perdas extraordinários	45	29.976.830	14.741.727	4.698.952
(E)		<u>251.869.073</u>	<u>249.092.665</u>	<u>229.191.001</u>
Imposto sobre o rendimento do exercício	58	1.036.375	(10.344.767)	(1.340.579)
		<u>252.905.448</u>	<u>238.747.898</u>	<u>227.850.422</u>
Interesses minoritários	55	86.558	1.772.943	(970.062)
(G)		<u>252.992.006</u>	<u>240.520.841</u>	<u>226.880.360</u>
Resultado líquido do exercício		<u>(43.512.708)</u>	<u>(6.003.917)</u>	<u>(26.350.571)</u>
		<u>209.479.298</u>	<u>234.516.924</u>	<u>200.529.789</u>
<b>PROVEITOS E GANHOS</b>				
Vendas	36	8.234.299	7.703.275	8.690.438
Prestações de serviços	36	180.654.365	156.673.161	180.002.254
		<u>188.888.664</u>	<u>164.376.436</u>	<u>188.692.692</u>
Trabalhos para a própria empresa		126.714	-	490.653
Proveitos suplementares	36	10.698.286	52.789.767	6.691.420
Subsídios à exploração		65.711	40.629	37.704
Outros proveitos operacionais		-	-	272.673
(B)		<u>199.779.375</u>	<u>217.206.832</u>	<u>196.185.142</u>
Proveitos e ganhos financeiros	44	2.195.319	1.179.605	941.928
(D)		<u>201.974.694</u>	<u>218.386.437</u>	<u>197.127.070</u>
Proveitos e ganhos extraordinários	45	7.504.604	16.130.487	3.402.719
(F)		<u>209.479.298</u>	<u>234.516.924</u>	<u>200.529.789</u>
Resultados operacionais:	(B) - (A)	5.220.111	2.569.003	(8.419.536)
Resultados financeiros:	(D-B) - (C-A)	(25.137.660)	(18.533.504)	(18.945.443)
Resultados correntes:	(D) - (C)	(19.917.549)	(15.964.501)	(27.364.979)
Resultados antes de impostos e interesses minoritários:	(F) - (E)	(42.389.775)	(14.575.741)	(28.661.212)
Resultado líquido do exercício:	(F) - (G)	(43.512.708)	(6.003.917)	(26.350.571)