

Instituto Superior das Ciências do Trabalho e da Empresa



CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL – GESTÃO DO RISCO

Carlos Pernetá

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Gestão

Orientador:

Professor José Paulo Esperança, ISCTE Business School, Departamento de
Finanças

Co-orientador:

Dr. João Pereira, Direcção de Investimento e Acompanhamento da
InovCapital

Maio de 2009

Agradecimentos

Aos meus pais, pelo apoio e atenção que sempre dedicaram ao longo do meu percurso acadêmico e pela paciência demonstrada.

Ao professor doutor José Esperança e ao Dr. João Pereira pela disponibilidade e conselhos dados ao longo do trabalho.

Aos colaboradores das capitais de risco que responderam ao inquérito e contribuíram assim para o enriquecimento da tese.

Aos amigos e colegas pelo divertimento e boa disposição que trouxeram nos intervalos e pausas do trabalho.

Resumo

Apesar de ser um instrumento de investimento importante no processo de criação de empresas e na expansão e modernização do tecido empresarial já existente, o capital de risco assume actualmente um papel reduzido na economia portuguesa. Este estudo fornece uma visão sobre o estado da arte da indústria em Portugal, com base na informação existente e complementa-a recorrendo a um estudo empírico. A esse respeito são analisados os principais factores de risco identificados pelos operadores nacionais, os elementos contratuais mais relevantes e as modalidades de financiamento mais utilizadas. Adicionalmente é dedicada atenção ao uso de títulos convertíveis e o seu papel na mitigação dos riscos de agência inerentes à relação entre as capitais de risco e os empreendedores. As conclusões obtidas indicam que em determinados aspectos, o capital de risco vem revelando alguma aproximação aos modelos internacionais de *private equity*, nomeadamente no crescimento recente do mercado de *buyouts* e também no aumento do investimento em *capital-semente e start-ups*. São no entanto sinais modestos estes sinais e em nada diminuem a necessidade de desenvolvimento do sector. Acresce que as capitais de risco não exploram ainda consistentemente as vantagens decorrentes de modalidades de financiamento como o financiamento faseado e das propriedades dos títulos convertíveis.

Palavras-chave: Capital de risco, *private equity*, gestão de risco, financiamento faseado, títulos convertíveis.

Classificação J.E.L: G20, G24

Abstract

The venture capital industry is still of minor importance in the Portuguese economy, although it is recognized as an important investment tool for the creation of new enterprises and business as well as for the expansion and modernization of existing ones. This study presents a look through the current state of the art of this industry in Portugal, based on existing information and complementing it with an empirical analysis. It assesses the main risk factors perceived by the venture capitalists, as well as the relevant contractual elements and the role of different financing models. It also sheds a look on the use of convertible securities and its role on solving agency problems/risks inherent to the entrepreneur-venture capitalist relation. It concludes that in certain aspects, the venture capital industry in Portugal is starting to reveal some of the characteristics found in more developed financial markets, as for example, in the increasing number and value of buyout investments, as well as more start up and seed investment. In spite of this, it is still a developing sector and quite distant of the more advanced venture capital markets. On the other hand, it shows that many venture capitalists do not use staged financing and convertible securities as a suitable means of risk management.

Keywords: Venture capital, Private equity, risk-management, convertible securities, staged financing

J.E.L. Classification: G20, G24

ÍNDICE:

1. INTRODUÇÃO.....	6
2. ENQUADRAMENTO.....	8
1. Definição.....	8
2. Capital de risco versus <i>private equity</i>	9
3. O papel do Capital de Risco como intermediário financeiro.....	10
4. Evolução histórica do capital de risco.....	11
5. Investimento em Capital de Risco.....	13
6. Desinvestimento em Capital de Risco.....	15
7. Determinantes/condicionantes do capital de risco.....	16
3. GESTÃO DO RISCO POR PARTE DAS ENTIDADES INVESTIDORAS DE CAPITAL DE RISCO.....	19
1. Implicações da teoria de agencia na actividade de capital de risco.....	19
2. Formas de gestão de risco utilizadas.....	21
3. O papel dos títulos convertíveis e do financiamento faseado na gestão do risco.....	24
4. CARACTERIZAÇÃO DA ACTIVIDADE DE CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL.....	27
1. Estado da arte do capital de risco.....	27
5. O CAPITAL DE RISCO POR DENTRO - ESTUDO EMPÍRICO.....	33
6. CONCLUSÃO.....	43
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	45
8. ANEXOS.....	47

1. INTRODUÇÃO

O capital de risco tem várias vertentes, sendo uma das mais fundamentais e visível e a de financiamento da actividade empresarial, em particular no que diz respeito a pequenas e médias empresas. Este tipo de operação tem sido alvo de crescente atenção por parte de diversas personalidades e entidades importantes na sociedade portuguesa, em particular por parte da imprensa económica e generalista, de associações empresariais e instituições públicas. Tem-se verificado ainda um crescente interesse do tema no meio académico, com reflexo no número de artigos e teses dedicadas ao capital de risco.

No contexto actual da presente crise económica e financeira o capital de risco constitui uma alternativa ao financiamento bancário, colmatando uma falha de mercado no financiamento de projectos de raiz. A sua importância pode ser mais relevante, uma vez que as SCR dispõem actualmente de um montante por investir que ascende a €500 milhões. Este montante divide-se entre os Fundos de Capital de Risco (FCR) administrados por entidades gestoras e pelos fundos próprios das Sociedades de Capital de Risco (SCR). Cada vez mais, os FCR são a forma dominante no sector, representando cerca de 85% dos fundos

Desde o aparecimento do capital de risco na sua forma moderna nos Estados Unidos após a Segunda Guerra Mundial até ao presente, esta forma de investimento tem vindo a ganhar importância como forma de financiamento um pouco por todo o mundo, embora com maior peso nos países anglo-saxónicos.

Ao longo dos anos, o estudo do tema originou inúmeras publicações e pesquisas com os mais variados objectivos. A actuação das capitais de risco na avaliação do risco e na resolução dos problemas de agência que decorrem da natureza específica dos investimentos tem merecido especial destaque. Os instrumentos de capital e quase-capital utilizados e a própria estrutura financeira das participações são outros factores que têm sido estudados sobre o papel que têm na mitigação destes problemas e riscos.

Em Portugal o capital de risco surgiu formalmente em 1986, aquando das alterações legislativas que consagraram a existência das sociedades de capital de risco e o enquadramento legal subjacente. Inicialmente muito suportado pelo Estado e direccionado em grande medida para a função de “hospital de empresas”, o sector tem nos últimos anos

demonstrado maior dinamismo e orientação para o financiamento do novos projectos e em fases mais precoces da vida das empresas. O investimento em *start-ups* e projectos de expansão tem predominado nos últimos anos, embora se tenha verificado um crescimento acentuado das operações de *Buyout* em 2006 e 2007 que , revelando neste aspecto uma aproximação a outros mercados onde o sector se encontra mais desenvolvido.

No entanto, é consensual que a relevância do capital de risco está ainda aquém do desejável e do que era esperado no momento do seu aparecimento e que o peso do Estado no sector é ainda excessivo em número de operadores e no montante dos fundos.

Algumas das limitações apontadas ao sector centram-se no perfil de risco dos operadores, bem como a pouca profundidade do mercado de capitais e as conseqüentes dificuldades de saída (venda de participações) que daí decorrem, bem patente pela predominância dos acordos de recompra e *trade sale* como modalidades de desinvestimento e ainda na quase inexistência de ofertas públicas iniciais, especialmente em anos recentes.

Nesse sentido surge este trabalho que tem como objectivo estudar as formas de gestão de risco utilizadas pelos operadores nacionais de capital de risco, com destaque para os elementos do contrato e a estrutura financeira das participações. Como forma de fazer levantamento do estado da arte do capital de risco no que diz respeito à gestão de risco e política de incentivos à luz da teoria de agência foi realizado um estudo empírico. A metodologia do trabalho de recolha de dados consistiu na realização de um inquérito preenchido pelas sociedades de capital de risco associadas da APCRI (anexo1).

O capítulo 2 e 3 fornecem o enquadramento teórico do capital de risco em geral e da gestão do risco pelas capitais de risco, respectivamente, através de uma revisão de literatura. No capítulo 4 é feita a análise do capital de risco em Portugal com recurso parcial aos resultados do estudo empírico. O capítulo 5 conclui.

1. ENQUADRAMENTO

1. Definição

A Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento define o Capital de Risco como “uma técnica, modalidade ou forma de investimento que se caracteriza pela existência de um investidor profissional, que investe em empresas com elevado potencial de crescimento, através da aquisição de participações no capital social de empresas, geralmente minoritárias, e sobre valores mobiliários não cotados em mercados organizados, com a expectativa de obter dentro de um horizonte de curto ou médio prazo, mais-valias decorrentes do seu investimento (...) apoiando o seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão”. Esta última afirmação diz muito sobre o carácter interventivo que o investidor de capital de risco tende a ter na relação com as empresas participadas. Em sintonia com esta definição, Wright e Robbie (1996) descreve o capital de risco como “investimentos de longo prazo em empresas novas não cotadas, realizado por profissionais através de instrumentos de capital próprio, considerados de elevado risco, em que a remuneração é obtida pelos ganhos de capital, complementados por uma *dividend yield*.”

Visto de uma perspectiva mais abrangente, o Capital de Risco é considerado como uma categoria da actividade de *private equity* – capital privado. De acordo com a European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA), o capital privado é um tipo de actividade financeira que consiste em “fornecer capital privado a empresas não cotadas em bolsa.” e divide-se em três grandes subcategorias:

Buyout ou Leveraged Buyout “consiste uma transacção, financiada por um *mix* de capital e dívida, na qual um negócio, uma unidade de negócio ou uma empresa é adquirida.” Dentro desta categoria é possível ainda distinguir entre *Management Buyout*, *Management Buyin*, ou *Institutional Buyout*, de acordo com a natureza das entidades envolvidas na transacção e da transferência de propriedade.

O Capital de Risco assume-se como um co-investimento entre o empreendedor e o investidor de capital de risco, com o objectivo de financiar um projecto de criação de um negócio (capital semente ou *start-up*) ou a expansão de um negócio já existente.

Como compensação pelo risco acrescido, o investidor de capital de risco tem a expectativa de conseguir um retorno, também acrescido, sobre o investimento.

O Capital de Expansão, também chamado Capital de Desenvolvimento, consiste em financiamento destinado á expansão de uma empresa. O acréscimo de capital pode ser direccionado para financiar uma expansão de capacidade produtiva, desenvolvimento de produtos e/ou mercados, ou fundo de maneio acrescido. Difere do Capital de Risco por ser dirigido a empresas estabelecidas e maduras, e por não implicar a abordagem interventiva ao nível da gestão, muito típica deste último.

2. Capital de risco versus *private equity*

Antes de proceder à exposição do surgimento do Capital de Risco, tal como o conhecemos hoje em dia, consideramos relevante referir que a esfera de actuação das Sociedades de Capital de Risco e dos Fundos de Capital de Risco tem vindo a abranger outros tipos de investimento. Tal como frisa Pereira (2006), “o tipo de investimentos realizados nos mercados europeus mais desenvolvidos, como o do Reino Unido e o da França, implicou que os investidores de capital de risco locais começassem a apelidar a sua actividade de capital de desenvolvimento ou capital de investimento, por estar muito associada ao financiamento da expansão das empresas (jovens ou instaladas). Contudo, mesmo este vocábulo parece ainda não ser suficiente para contemplar todas as possíveis aplicações efectuadas pelos operadores do sector, pois de uma forma geral também as operações de aquisição de empresas, quer por parte das suas equipas de gestão, quer directamente pelos investidores, são operações de capital de investimento, isto *é private equity*.”

Este alargamento da esfera de actuação das SCR, pode ser explicado pelo amadurecimento do sector, sendo que o surgimento deste tipo de operações, mais típicas do mercado de capital privado, decorre do aparecimento de oportunidades de concentração, dispersão ou reestruturação de empresas ou sectores de actividade. Oportunidades essas que são exploradas pelas SCR e FCR, desde que enquadradas legalmente no regime jurídico para essas mesmas entidades.

Esta situação levou a que as associações do sector alterassem as suas próprias designações de forma a reflectir a esfera de actuação das sociedades de capital de risco. Assim sendo, a EVCA (European Venture Capital Association) passou a designar-se European Private Equity and Venture Capital Association. A APCRI passou a denominar-se Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento.

3. O papel do Capital de Risco como intermediário financeiro.

O capital de risco é uma forma de investimento, normalmente realizada por uma sociedade ou um fundo de capital de risco, através de diversos instrumentos de capital permanente, que podem ser o capital social, o quase-capital (Obrigações convertíveis, obrigações com direitos de subscrição, warrants, acções preferenciais e acções preferenciais remíveis) , ou empréstimos de médio e longo prazo. A remuneração do investimento será principalmente obtida através de ganhos de capital, aquando da venda da participação num horizonte de médio e longo prazo, e através do pagamento de dividendos (Pereira 2006). Esta forma de actuação do capital de risco implica que a entidade financiadora assuma também o papel de sócio da entidade financiada, e por conseguinte, assumindo também os riscos empresariais a par com o empreendedor. Devido à sua condição de sócio, o investidor de capital de risco, não se limita a ser um mero fornecedor de meios financeiros, actuando também como um consultor de negócios, podendo inclusive participar activamente na gestão corrente da empresa em determinadas áreas. Podemos ainda identificar uma outra contribuição das capitais de risco, na forma de capital “reputacional”, ou seja, a capacidade de dar à participada maior credibilidade perante terceiros (Black e Gilson, 1999).

O capital de risco surge como uma alternativa ao financiamento bancário, pois as suas características adequam-se às necessidades e condicionantes de jovens empresas. O potencial de criação de valor e de crescimento das jovens empresas, em particular aquelas que operam em sectores com elevado grau de tecnologia e inovação, depende principalmente de capacidades e/ou tecnologias não testadas no mercado. De acordo com Jeng e Wells (2000), “as capitais de risco servem como intermediários financeiros num mercado com elevados custos para mutuários e prestamistas se reunirem. Estes custos

derivam de dois tipos de constrangimento associados á teoria da agência que são a selecção adversa e o risco moral, conceitos que veremos com mais pormenor no capítulo. Existem ainda custos de administração e procura e recolha de informação”. Os custos relativos à assimetria de informação e o elevado risco dos investimentos em empresas ou projectos com estas características requerem capacidades distintas daquelas que as instituições financeiras tradicionais não possuem. Acrescenta-se ainda a falta de activos tangíveis e quantificáveis que possam servir de garantia aos detentores de capital, bem como o facto de este tipo de empresas consumir mais dinheiro do que aquele que consegue gerar, tornam o financiamento através dos canais tradicionais (banca) inexecutável. Por outro lado, estas empresas apresentam muitas vezes fragilidades em certas áreas de gestão, como o planeamento financeiro, ou o marketing, que são essenciais para transformar as capacidades da empresa num modelo de negócio bem sucedido e rentável. Até mesmo para empresas que se encontrem numa fase mais avançada da sua existência e que procuram capital adicional para sustentar o crescimento, o recurso em exclusivo a crédito bancário não se mostra adequado por duas razões: em primeiro lugar, o prémio de risco para empresas com estas características é elevado, o que dificulta o acesso ao crédito com juros suportáveis para as empresas; em segundo lugar, o financiamento com base na dívida aberta a margem de manobra da empresa do ponto de vista da gestão de tesouraria, que é muito importante numa fase de expansão em que os investimentos a realizar são elevados.

Em síntese, é possível concluir que o capital de risco vem colmatar “falhas de mercado” no funcionamento dos mercados financeiros. Segundo Pereira (2006, p20), uma das áreas onde é largamente reconhecida a existência de uma falha de mercado é precisamente no acesso de empresas emergentes e inovadoras ao financiamento. Até mesmo a projectos com viabilidade económica e financeira pode ser negado o acesso a financiamento bancário pelas razões acima referidas.

4. Evolução histórica do capital de risco

O capital de risco na sua forma moderna teve origem nos EUA, no ano de 1946, com a criação da American Research and Development (ARD) que tinha como propósito inicial a

realização de investimentos de alto risco em jovens empresas, que procuravam formas de comercializar novas tecnologias surgidas em consequência do esforço de guerra levado a cabo poucos anos antes (Gompers e Lerner, 1999). Nos anos seguintes, assiste-se ao aparecimento de dois tipos distintos de capitais de risco, as sociedades de responsabilidade limitada¹, a primeira das quais fundada em 1958, e as SBIC (Small Business Investment Corporation), que dominaram o sector durante as décadas seguintes (Gaspar, 2006). Este ultimo modelo veio no entanto a perder importância com o passar dos anos, afectado por excessos de tomada de risco e fraudes, em detrimento das sociedades de responsabilidade limitada que são actualmente a forma jurídica dominante no sector (Gaspar, 2006). A indústria de capital de risco ganhou uma nova pujança nos Estados Unidos como consequência das mudanças legislativas introduzidas pela Employee Retirement Income Security Act (ERISA), lei “federal” de 1974, que permitia que os fundos de pensões pudessem investir em fundos de capital de risco, e também pelo Small Business Investment Act de 1980, que incidia principalmente em redução das exigências contabilísticas e fiscais sobre as capitais de risco.

Estas medidas levaram ao crescimento acelerado do sector, com reflexos no tamanho médio dos fundos existentes que passou de \$18 milhões em 1979 para \$68 milhões em 1993, enquanto o total de capital existente na indústria aumentou de \$661 milhões em 1980 para \$3,764 mil milhões em 1994 (Gaspar, 2006). Durante os últimos anos da década de 90, o sector continuou em franco crescimento até ao rebentamento da tão falada “bolha” tecnológica em 2001. Após uma acentuada quebra nos montantes afectos ao sector, (o investimento caiu de \$105 mil milhões em 2000 para apenas \$20 mil milhões em 2002) este tem recuperado progressivamente nos últimos anos, tendo os investimentos em capital de risco superado os \$30 mil milhões em 2007, segundo dados da *National Venture Capital Association*.

Após a descrição sintética do desenvolvimento do capital de risco contemporâneo nos Estados Unidos, importa rever o processo de surgimento desta indústria em Portugal.

¹ Tradução de Gaspar (2006) para *limited partnership*

O Capital de Risco surgiu formalmente em Portugal em 1986, com a introdução de legislação que permitia a criação de empresas de capital de risco. As primeiras iniciativas vieram do sector público, através de bancos públicos e do IAPMEI, sendo que a primeira empresa privada surgiria só em 1988. Após um período de expansão durante a década de 90, com o surgimento de várias capitais de risco e o crescimento de fundos, o sector experimentou uma redução no número de operadores, resultante do encerramento de algumas capitais de risco e de operações de concentração de operadores no mercado (Gaspar, 2006). Em 2002 foram introduzidas alterações a nível fiscal, e também outras que permitiram a criação de diversos tipos de fundos de investimentos, com o objectivo de fomentar o desenvolvimento do capital de risco em Portugal. Os aspectos mais relevantes desta alteração, de acordo com o Guia prático do Capital de Risco, publicado pela APCRI em 2006, são seguintes:

- Redução do capital mínimo exigido para constituição de SCR, de €3.000.000 para €750.000;
- Desaparecimento da distinção entre SCR e SFE - Sociedades de Fomento Empresarial;
- A supervisão da actividade passa a ser feita apenas pela CMVM, em vez da supervisão conjunta com Banco de Portugal;
- Simplificação das restrições e proibições legais sobre as actividades das SCR;
- Limitação das participações a um período de 10 anos.

5. Investimento em Capital de Risco

Existem diversas categorias de investimento em Capital de Risco, que se podem distinguir essencialmente, pelo grau de desenvolvimento da empresa participada, pelos objectivos da operação, e pelos intervenientes nessa mesma operação. As categorias comumente aceites e referidas na literatura estudada são apresentadas em seguida, e baseiam-se no trabalho de *Félix (2006)*.

Seed: consiste num financiamento que visa a pesquisa, avaliação ou desenvolvimento de um negócio, anterior á fase de lançamento do mesmo.

Start-up: este tipo de financiamento é dirigido a empresas que estão na fase inicial da sua actividade, e que ainda não iniciaram a exploração comercial. O capital fornecido destina-se a financiar o desenvolvimento de produtos ou os investimentos iniciais em áreas como o marketing, o recrutamento de recursos humanos ou aperfeiçoamento do plano de negócios.

Early Stage: nesta fase, o capital é investido em empresas que, tendo concluído o desenvolvimento do produto, necessitam de fundos suplementares para iniciar a produção ou vendas.

Expansão: o capital de expansão, como o próprio nome indica, destina-se a financiar o crescimento e expansão de uma empresa. Esta expansão pode significar um aumento da capacidade produtiva e/ou o desenvolvimento de novos produtos/mercados. Normalmente, estas empresas já atingiram uma situação de equilíbrio financeiro.

Bridge Finance: este tipo de investimento destina-se a financiar a empresa por um período de transição até à sua admissão no mercado de valores mobiliários.

Management Buy-Out (MBO): destina-se a apoiar a tomada de controlo de uma empresa por parte da equipa de gestão, eventualmente associada a outros investidores e normalmente com recurso a dívida.

Management Buy-In (MBI): equivalente à operação anterior, mas neste caso a equipa de gestão é externa à empresa alvo.

Turnaround: este tipo de operações destina-se a recuperar a situação económica de uma empresa que se encontra em dificuldades.

Capital de substituição: consiste numa aquisição da participação de um determinado grupo de accionistas, com vista a alterar a estrutura societária.

Outros: normalmente financiamento dirigido à aquisição de acções no mercado de capitais.

6. Desinvestimento em Capital de Risco

Neste capítulo são apresentadas e descritas de forma resumida as diferentes formas de desinvestimento do Capital de Risco. O momento e a forma sob o qual se realiza é de extrema importância, uma vez que condiciona a rentabilidade que tanto o empreendedor e o investidor de capital de risco, sendo possível apurar o grau de sucesso da relação entre os dois agentes. A operação de desinvestimento é também relevante para o futuro da empresa participada, pois o seu desfecho poderá trazer importantes alterações no que diz respeito à alocação do futuro controlo e propriedade da empresa.

O desinvestimento em capital de risco é determinado por um conjunto de factores conjunturais mas também estruturais, na medida em que podem estar previstos antecipadamente através de provisões contratuais entre as partes envolvidas. O desinvestimento pode pois ocorrer sob as seguintes formas:

OPI - A oferta pública inicial consiste na listagem da empresa em bolsa. É vista como a forma de saída potencialmente mais rentável, sendo por isso a mais desejada. O investidor de capital de risco pode vender a totalidade da sua participação neste momento, embora normalmente o faça gradualmente nos meses ou anos seguintes. É uma modalidade de desinvestimento pouco expressiva em Portugal, e na Europa em geral, por comparação com o mercado Norte Americano.

Trade sale (venda a terceiros) - consiste na venda a terceiros e é uma forma bastante comum de saída. Numa operação deste tipo, apenas o investidor de capital de risco vende uma parte ou a totalidade da sua participação a uma terceira empresa, ou a uma outra capital de risco. Em geral, a aquisição da participação tem interesse estratégico para a empresa compradora. No caso do empreendedor e outros eventuais investidores também procederem à vendas das suas participações, estaremos na presença de uma aquisição (*Acquisition*).

Buyback (recompra) - a recompra pelo empreendedor consiste em vender a participação de volta ao empreendedor, por não existirem outros compradores interessados, ou pode simplesmente decorrer de um pré-acordo aquando da entrada do investidor de capital de

risco na empresa. Este tipo de operação pode ser condicionada pela capacidade financeira do empresário.

Management Buyout - consiste na venda da participação do capital de risco á equipa de gestão. Como vimos anteriormente, esta forma de saída pode também ser uma forma de investimento, pelo que os gestores compradores podem ser apoiados por outras capitais de risco.

Por último, pode ocorrer a liquidação da empresa (Write-off) - caso o investimento seja mal sucedido e a empresa não mostre possibilidade de recuperação.

7. Determinantes/condicionantes do capital de risco

Na literatura estudada foram encontrados diversos factores apontados como determinantes para o investimento em capital de risco.

O trabalho de Jeng e Wells (2000) sobre determinantes no crescimento de capital de risco conclui que a existência de um mercado de OPI – Oferta Pública Inicial é o principal determinante do desenvolvimento do mercado de capital de risco. Os autores estabelecem no entanto uma distinção entre a importância relativa deste factor relativamente ao tipo de investimento e á natureza da propriedade da SCR. Segundo os mesmos, a existência de um mercado de OPI “ não têm impacto nos investimentos de *early stage*, mas é significativo para investimentos de *later stage*”, sendo também menos relevante quando se trata de capital de risco financiado pelo Estado. Gulamhusen, Félix e Pires apresentam conclusões idênticas em relação ao impacto em investimentos *early stage*, e sugerem que “ a existência de um mercado bolsista activo não leva, por si só, à realização de mais investimentos deste tipo. Black e Gilson (1999), demonstram ainda que um mercado de capitais *bank-oriented* trava o desenvolvimento do capital de risco, por contraste com um mercado *stock-oriented*, o mesmo será dizer, com maior orientação para o mercado bolsista. Os autores comparam a Alemanha e o Japão, países com mercados de capitais claramente *bank-oriented*, e onde o capital de risco tem um peso bem menor no financiamento empresarial, com o Estados Unidos da América, que possuem um mercado mais *stock-oriented*, com

reflexos substanciais no maior desenvolvimento do sector. Constatase igualmente a existência de impactos diferenciados consoante a fase desinvestimento. 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 que os mesmos factores apresentam impactos distintos em função da fase de investimento).

Schertler (2003) analisa os determinantes do capital de risco em 14 países europeus, encontrando evidências de que factores como a dotação de capital humano e a rigidez do mercado laboral apresentam impacto positivo no capital de risco, para investimentos *early stage*, o que não se verifica para investimentos de expansão. No caso da dotação de capital humano era expectável esta diferença devido à definição de dotação de capital humano utilizada². Esta conclusão é contrária à obtida por de Jeng e Wells (2000), que identificam barreiras para o surgimento de *start-ups* num mercado de trabalho mais rígido. Estas barreiras surgem da menor mobilidade do factor trabalho que segundo os autores implica um maior risco para os empreendedores na gestão flexível dos recursos humanos muitas vezes necessária em novas empresas, bem como da menor propensão dos próprios empreendedores em abandonar os empregos que possuem em favor de projectos próprios, ao limitar as possibilidades de estes encontrarem novo emprego em caso de insucesso.

O PIB e a capitalização do mercado bolsista não são segundo, Jeng e Wells (2000), significativos para o sector de capital de risco. Resultados semelhantes foram obtidos por Félix, Gulamhusen e Pires (2007), que referem que o crescimento do PIB apresenta um sinal positivo embora estatisticamente insignificante, ao passo que o crescimento da capitalização dos mercados de capitais mostra igualmente um sinal positivo, mas apenas com relevância estatística entre países.

No que diz respeito á taxa de desemprego, uma variável introduzida por Gulamhusen, Félix e Pires (2007) pela primeira vez em estudos deste género, os resultados mostraram que esta

² Schertler define dotação de capital humano no âmbito do capital de risco através do número de cientistas e engenheiros.

influi negativamente no capital de risco, em particular na oferta de fundos, dominando o eventual impacto positivo que um maior desemprego pudesse ter no incentivo ao empreendedorismo, o que deveria indirectamente aumentar a procura pelo capital de risco.

O nível de empreendedorismo e as despesas com I&D foram igualmente factores estudados por estes últimos, sendo que os resultados foram mais uma vez inconclusivos, podendo esta situação dever-se ao facto do índice utilizado para medir os níveis de empreendedorismo, o índice TAE, não aferir correctamente esta variável.

Gompers (1995) estudou o rácio *price/book value*, isto é, a relação entre o valor contabilístico e o valor de mercado das empresas cotadas, individualmente para empresas apoiadas por fundos de capital de risco, conseguindo então estabelecer uma forte relação entre esta variável e o investimento em capital de risco. Já Gulamhusen, Félix e Pires (2007) revelam que os seus resultados são inconclusivos sobre a mesma matéria, sugerindo que isso poderá derivar da metodologia utilizada numa comparação com as conclusões de Gompers (1995).

As políticas governamentais podem influir expressivamente no sector, através da regulação ou directamente através de investimento. A existência de um enquadramento legal e fiscal adequado pode ser um elemento central no crescimento do sector. O investimento do Estado pode, para além de contribuir directamente para o crescimento do capital, pode servir como catalisador e impulsionador para a entrada de mais capital privado, tal como ocorreu em Portugal nos primeiros anos após a criação do estatuto das Sociedades de Capital de Risco.

3. GESTÃO DO RISCO POR PARTE DAS ENTIDADES INVESTIDORAS DE CAPITAL DE RISCO

1. Implicações da teoria de agencia na actividade de capital de risco.

Segundo Jensen e Meckling (1976) “a teoria da agência possui um âmbito muito alargado e generalizado, constituindo por isso, um importante instrumento de análise ao dispor dos mais variados tipos de organização”. Jensen e Meckling definem uma relação de agência como um “contrato sobre o qual um ou mais indivíduos (o principal) delega a realização de um serviço ou tarefa sobre um outro (o agente), passando para este último poderes de tomada de decisão.”³

As implicações da teoria de agência podem ser vistas de duas perspectivas distintas no âmbito do capital de risco:

- Na relação entre os investidores e a capital de risco, sendo esta o agente que assume a gestão do capital fornecido pelos primeiros, ou seja, os principais.
- Na relação entre o empreendedor, que assume a posição de agente pois é em larga medida o responsável pela implementação do projecto, face à capital de risco que ao investir recursos financeiros e não só, assume-se como o principal.

No primeiro caso trata-se de um situação comum no mundo empresarial, em que investidores privados ou institucionais colocam o seu capital sob a gestão de profissionais, que não sejam eles próprios investidores. Um qualquer fundo de investimento gerido profissionalmente é um exemplo típico de uma situação deste tipo. Os interesses dos principais são pois protegidos pela envolvente contratual do veículo de investimento por eles escolhido.

A segunda situação, e aquela que iremos abordar com mais detalhe, é específica do sector de capital de risco e *private equity*. Neste caso, a natureza da relação é mais complexa, em

³ Referido por Bentes, S. (1997)

resultado das especificidades desta actividade, na qual o principal tem uma actuação mais interventiva e controladora das acções do agente, como veremos no desenvolvimento deste trabalho.

Antes de procedermos à identificação e análise dos problemas de agencia, é importante perceber que estes surgem na relação entre os empreendedores e os investidores de capital de risco devido á existência de uma assimetria de informação entre as partes e que o grau de assimetria tende a alterar-se ao longo do horizonte temporal da relação.

A assimetria de informação surge, como o nome indica, quando existem diferenças na quantidade e/ou qualidade da informação que está acessível aos agentes económicos. “Chia (1995) apresenta-nos uma definição bastante sintética deste fenómeno, quando refere que *“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.”*”

No caso do capital de risco constata-se que este fenómeno está presente durante grande parte do processo de investimento, desde a fase pré-investimento em que afecta a selecção de projectos, passando pelo momento do investimento com efeitos no contrato entre as partes, até às formas de monitorização e controlo levadas a cabo pelas capitais de risco.

Durante a fase pré-investimento, de forma a melhorar as hipóteses de financiamento, os promotores tendem a sobrestimar certas projecções e mais-valias dos seus projectos, ao mesmo tempo que subestimam potenciais ameaças e menos valias dos mesmos. Por outro lado, as capitais de risco fazem o oposto, de forma a minimizar riscos e exigir retornos mais elevados. Isto traduz-se no surgimento de um custo de agência denominado de selecção adversa.

A selecção adversa consiste na dificuldade em tomar uma decisão acertada com base na informação fornecida pelo agente que tende a manipulá-la a seu favor. Bentes (1997) explicita esta questão de forma clara e simples ao afirmar que “ de facto, os empresários (...) tendem a apresentar projecções financeiras demasiado optimistas que não traduzem a realidade dos factos, enquanto a entidade financiadora (...) actua no sentido de desvalorizar essas projecções aplicando taxas de actualização demasiado elevadas”

De notar que o problema da selecção adversa poderá manifestar-se após a concretização do investimento, particularmente no momento de saída, principalmente se a forma de saída não estiver prevista contratualmente.

Após o investimento, é possível identificar um problema de agência adicional, o chamado risco moral, decorrente do facto de que a partir do momento em que estão ligados contratualmente, o risco de negócio é também partilhado, embora em diferentes proporções, pelo empreendedor e pelo investidor.

O risco moral surge desta partilha do risco. Neste caso as consequências das acções do empreendedor são suportadas por ambas as partes, o que poderá induzir a um comportamento mais arriscado por parte do empreendedor, uma vez que este não carrega a totalidade dos riscos. (Bentes, 1997). Adicionalmente, o empreendedor poderá ser tentado a manipular informação em benefício próprio, à custa dos interesses do investidor, de forma a garantir a continuação do projecto ou melhorar a sua compensação financeira. O resultado é o de não ser possível emitir um juízo concreto e conciso sobre a actuação e os resultados alcançados pelo agente. Esta exposição é consistente com o trabalho de Reid, Terry e Smith (1993).

2. Formas de gestão de risco utilizadas

Como vimos, o capital de risco é profícuo em condicionalismos que podem afectar o desempenho esperado dos investimentos realizados pelas capitais de risco. É pois do interesse das SCR desenvolver mecanismos e processos que minimizem os riscos das suas participações.

A teoria de agência propõe dois mecanismos para solucionar ou pelo menos reduzir os riscos associados aos problemas da selecção adversa e do risco moral. O principal deverá introduzir uma política de incentivos adequada à protecção dos seus interesses e efectuar um controlo ou monitorização das acções do agente. Na prática, é precisamente isto que as capitais de risco fazem através dos mecanismos que veremos em seguida.

Kaplan e Stromberg (2001) estudaram as formas utilizadas pelas capitais de risco para mitigar os riscos decorrentes da relação principal-agente, através da contratualização, da avaliação do projecto antes do investimento e da monitorização após o investimento. “Os mesmos autores resumem o processo da seguinte forma: “In the screening process, the VC’s identify areas where they can add value through monitoring and support. In the contracting stage, the VC’s allocate rights in order to facilitate monitoring and minimize the impact of the identified risk factors (e.g., by allocating more control to investors when management is weak) or make founder cash-flow rights and release of funds contingent on management actions.””

No que diz respeito á fase de avaliação do investimento, Kaplan e Stromberg (2001) concluem que as capitais de risco dedicam uma grande quantidade de tempo nesta fase do processo. Os factores mais relevantes no processo de avaliação (rastreo) são a atractividade do negócio, a gestão da empresa, os termos do contrato, e os riscos percebidos. A principal fonte de incerteza identificada pelas capitais de risco prende-se com os riscos inerentes á actuação da gestão, o que implica a necessidade sentida pelas capitais de risco em completar a equipa de gestão com administradores experientes. Este factor é também apontado como aquele que mais influencia o design do contrato, em particular na afectação de direitos de controlo e na forma de financiamento.

Já Terry, Reid e Smith (1997), num estudo que incidiu sobre a actividade de vinte capitais de risco no Reino Unido em 1993, concluem que os investidores de capital de risco assumem que os promotores tendem a sobrestimar o retorno e a subestimar os riscos do projecto procuram limitar os riscos de selecção adversa através de um processo rigoroso de *due diligence* das propostas, sendo que no caso do estudo realizado por estes autores, apenas 3% das propostas conseguem financiamento.

Em relação aos contratos propriamente ditos, os mesmos autores indicam que as capitais de risco reservam para si o poder de afectar contratualmente os direitos de remuneração, voto, controlo e liquidação do negócio. Os direitos de controlo entre ambas as partes são um componente fulcral do contrato, e que estes são definidos para que o controlo atribuído ao empreendedor seja directamente proporcional à performance da empresa. Os autores concluem ainda que “os direitos de remuneração e os direitos de controlo podem ser

separados e tornados contingentes de medidas de performance observáveis e verificáveis” e apontam também para a utilização generalizada de instrumentos financeiros convertíveis, em particular *as convertible preferred* stock. Megginson (2004) refere ainda a utilização por parte dos investidores de capital de risco de cláusulas especiais (*covenants*) como uma forma contratual de limitar e disciplinar a actuação dos gestores, ao consagrarem direitos de votação, nomeação e substituição da gestão.

Existem ainda os direitos *tag along* e *drag along*. O primeiro consiste numa obrigação contratual utilizada para proteger uma minoria accionista. Se um accionista maioritário, vende a sua parte, então o accionista minoritário tem o direito de aderir à operação e vender a sua participação minoritária na empresa. Já o *drag along* permite que um accionista maioritário, para forçar um accionista minoritário para participar na venda de uma empresa. O accionista maioritário para fazer “arrastar” o accionista minoritário deve dar o mesmo preço, termos e condições de venda.

Finalmente, no que toca á monitorização levada a cabo pelas capitais de risco, que pode tomar a forma de intervenção activa na gestão da empresa, “Kaplan e Stromberg (2001) afirmam o seguinte: “In 14 percent of the investments, the VC plays a role in shaping the management team before investing, and in 50 percent of the investments, the VC explicitly expects to play a role after investing.””

Para além de terem uma palavra a dizer ao nível da equipa de gestão, as capitais de risco tendem a estar activamente envolvidas no desenvolvimento de planos de negócio, no quadro remuneratório e nas relações institucionais da empresa. Por fim, os autores referem ainda a existência de certos limites no grau de monitorização e intervenção que as capitais de risco estão dispostas a assumir devido aos custos que tal actividade acarreta e que podem não compensar o retorno gerado pelas participações.

O financiamento faseado, ou *stage financing*, é uma outra forma de aliviar o risco para o investidor de capital de risco. O investidor compromete-se inicialmente com uma parte do financiamento, sendo as restantes tranches contingentes da performance do negócio. Wang e Zhou (2002) demonstram que o financiamento faseado, é utilizado como mitigador do risco num ambiente de investimento em que o grau de incerteza e o risco moral é elevado,

ao induzir no empreendedor um incentivo para agir de forma eficiente. Gompers (1995) indica factores como os custos de agência e monitorização e a liquidez como determinantes no uso de financiamento faseado pelas capitais de risco.

3. O papel dos títulos convertíveis e do financiamento faseado na gestão do risco

Na continuação do capítulo anterior, apresentamos em seguida de que forma certos instrumentos financeiros, neste caso valores mobiliários convertíveis, são utilizados como mais um mecanismo de políticas de incentivo utilizado na gestão dos riscos inerentes aos investidores de capital de risco.

A participação do investidor de capital de risco na empresa participada pode ser concretizada através de diversas formas de capital social ou dívida. Uma dessas formas poderá ser através do uso de *convertible securities*, ou seja, títulos convertíveis, Como o próprio nome indica, estes títulos podem ser convertidos em outros mediante a concretização de certas condições previstas num contrato. Normalmente surgem na forma de forma de acções ordinárias convertíveis, acções preferenciais convertíveis ou obrigações convertíveis.

Como vimos, o investimento em capital de risco é profícuo em problemas de agência, que se manifestam sob a forma de problemas de incentivo em relação actuação mais eficiente possível por parte de ambos os agentes. De acordo com Schimdt (2002), “como forma de lidar com estes problemas, as capitais de risco desenvolveram sofisticadas praticas contratuais, algumas das quais são exclusivas da industria. Em particular, a aquisição de *convertible securities* pelo investidor de capital de risco, é de longe a forma predominante de investimento”.

Até à data vários autores se debruçaram sobre este tema, procurando demonstrar através de modelos matemáticos, a superioridade dos títulos convertíveis em relação a outras instrumentos de capital, num ambiente com grande assimetria de informação e os problemas de incentivo já referidos, como é o caso do capital de risco. Uma vez que o que se pretende não é atestar a validade de tais modelos, apenas são apresentadas as conclusões

desse mesmos autores, sem nos preocuparmos em validar a parte matemática, visto tal não ser o objectivo deste trabalho.

A principal função deste tipo de valores mobiliários é, como indica Schimdt (2002), alocar os direitos aos *cash flows*, em função do estado do mundo e do esforço realizado pelo empreendedor. O autor argumenta que a escolha de uma taxa de conversão apropriada leva a que o investidor de capital de risco invista eficientemente apenas e só se o empreendedor também tiver investido eficientemente. Ambos os agentes aumentam assim as hipóteses de maximizarem os seus ganhos, e minimizar os riscos de agência. As “*convertibles securities*” são assim, um poderoso mecanismo de incentivo, que pode induzir investimentos eficientes, sem tornar ambas as partes reclamantes residuais”, conclui o mesmo autor. Isto é, protegendo o investidor em caso de liquidação do projecto, pois este estará numa posição de credor e não numa posição de accionista.

O uso de dívida convertível no capital de risco revela-se vantajoso, pois permite ao investidor minimizar o risco em caso de insucesso do projecto, e maximizar os ganhos em projectos bem sucedido. A vantagem destes títulos, normalmente sob a forma de obrigações convertíveis, revela-se nos dois extremos da escala de sucesso do negócio. Se este tiver êxito, o investidor de capital de risco converte a dívida em acções ordinárias, usufruindo dos dividendos e ganhos de capital no momento de venda do negócio. Se este se revelar um fiasco, o investidor de capital de risco não converte, mantendo a posição de credor e garante precedência sobre os accionistas em caso de liquidação do projecto. Numa situação intermédia, esta vantagem da dívida convertível sobre os instrumentos não convertíveis é menos evidente, pois as diferenças entre ter uma posição de credor ou accionistas são menos acentuadas.

O uso de títulos convertíveis, como instrumento com propriedades para induzir um comportamento eficiente de ambas as partes, o empreendedor e o investidor de capital de risco, foi também estudado por Cornelli e Yosha (2000), em particular o papel que estes títulos convertíveis assumem, quando usados num ambiente contratual em que está previsto o uso de financiamento faseado contingente à performance, o denominado *stage financing with milestones*. Como já sabemos, num contrato deste tipo, o investidor de capital de risco pode decidir não prosseguir com as próximas rondas de financiamento e abandonar o

projecto, se certos patamares de performance não forem atingidos. O empreendedor terá assim um incentivo em actuar com um horizonte de curto prazo, e eventualmente manipulação de certos indicadores, de forma a reduzir as probabilidades de liquidação do projecto, o que é consistente com a exposição sobre o risco moral feita anteriormente. Segundo os autores, uma solução passa pelo uso de dívida convertível que “ reduz o incentivo do empreendedor para actuar no curto prazo, com a ameaça de conversão da dívida”, a uma taxa de conversão que prejudique deliberadamente este ultimo, caso o investidor de capital de risco exerça a opção de conversão.

De acordo com a literatura revista conclui-se que as capitais de risco desenvolveram processos e mecanismos que lhes permitem lidar com os problemas de agência e com outros riscos associados á natureza dos investimentos que estas realizam. Destacamos a actividade de identificação e avaliação dos riscos e de elaboração dos contratos numa fase anterior ao investimento e a monitorização e intervenção que ocorre durante o período dos investimentos. São ainda fornecidos elementos relacionados com a estrutura financeira das participações e os instrumentos financeiros empregues e o papel destes na política de incentivos e minimização do risco.

As soluções encontradas pelas capitais de risco para resolver os problemas decorrentes da relação principal-agente encontram-se em linha com aquelas propostas na teoria de agência tradicional, sendo ainda consensual que estas o fazem de forma eficiente.

Esta exposição forneceu ainda a base para o estudo empírico realizado e que se encontra exposto no próximo capítulo.

4. CARACTERIZAÇÃO DA ACTIVIDADE DE CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL

1. Estado da arte do capital de risco

Inicialmente é importante referir que os dados disponíveis são reduzidos, nomeadamente em 2007 e 2008. Consequentemente, os gráficos e tabelas não permitem uma análise de anos referidos

A actividade de capital de risco, como qualquer actividade de investimentos está associada aos ciclos aos ciclos económicos, evidenciando alguma instabilidade caracterizada por períodos de forte crescimento e outros de quebra ou estagnação.

A captação de fundos passou por um período de rápido crescimento, com excepção do ano de 2006, em que verificou uma queda de 73% face ao ano anterior. Esta parece ter sido uma situação anormal, dado que segundo dados da APCRI, os fundos angariados em 2007 ascenderam a €460 milhões, representando um valor recorde em Portugal. No entanto, informações mais recentes divulgadas igualmente pela APCRI dão conta um severo abrandamento na captação de fundos em 2008, que totalizaram apenas €15 milhões, o que reflecte a dificuldade de financiamento no contexto da crise financeira actual.

Tabela 1 – Fundos captados por natureza da fonte

<i>Unidade: milhares de euros</i>	2002	2003	2004	2005	2006
Empresa-mãe	17.322	64.037	55.401	193.526	65.210
Ganhos de capital	19.630	26.099	12.744	23.637	4.446
Fundos independentes	35.250	34.591	151.701	80.566	11.367
Total	72.202	124.727	219.846	297.729	81.023

Fonte: adaptado de APCRI

Na tabela 1 observa-se que a grande maioria dos montantes são originários de fundos independentes e da empresa-mãe, por contraste com o peso reduzido dos ganhos de capital obtidos através da actividade de capital de risco. Os números apresentam uma certa volatilidade, sendo que a captação por fundos independentes atingiu o auge em 2004, ao passo que as injeções de capital por parte das empresas-mãe foram maximizadas em 2005.

No que concerne à origem dos fundos por sector, o sector bancário tem-se afirmado como a principal fonte de capital a nível absoluto, com excepção de 2006, sendo que o seu peso relativo tem igualmente aumentado, contando para cerca de dois terços do total em 2005 e 2006, o que reflecte o crescente esforço da banca no financiamento do sector. O sector público pelo contrário tem vindo a perder a importância, apesar de representar ainda cerca de 20% do capital levantado nos últimos anos 3 anos em análise. Os fundos de pensões têm vindo a contribuir igualmente para o financiamento, a partir do momento em que o enquadramento legal o permitiu, bem como outras empresas e seguradoras, embora em conjunto contribuam normalmente para menos de 15% do total.

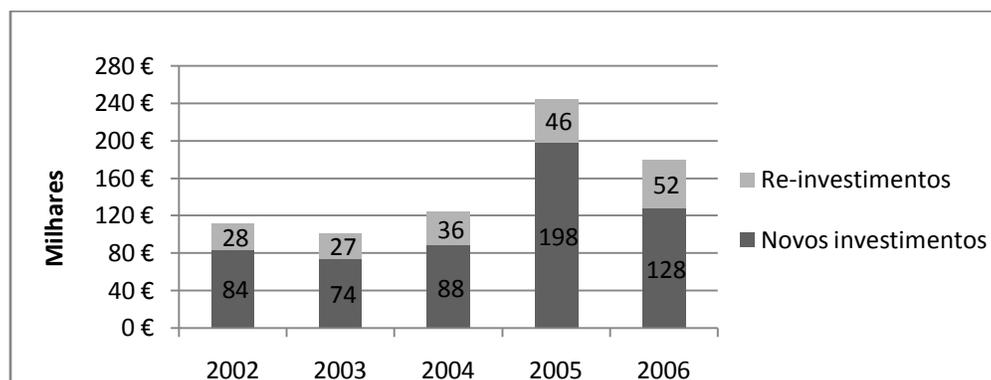
Tabela 2 – Fundos captados por sector

<i>Unidade: milhares de euros</i>	2002	2003	2004	2005	2006
Banca	61.471	23.878	76.520	185.391	55.739
Sector público	10.229	55.296	62.798	53.633	15.679
Fundo de pensões	-	-	16.291	10.150	-
Empresas	-	18.511	15.723	13.818	5.209
Seguradoras	-	-	2.712	6.000	-
Ganhos de capital	46.039	26.099	12.744	23.637	4.396
Outros	-	943	33.058	5.100	-
Total	117.739	124.727	219.846	297.729	81.023

Fonte: APCRI

O montante de novos investimentos tem contribuído consideravelmente para o total de investimentos, representando cerca de 80% do total, sendo que os reinvestimentos em empresas participadas aproximadamente uma quinta parte do total com excepção de 2006 em que contaram para perto de 30%.

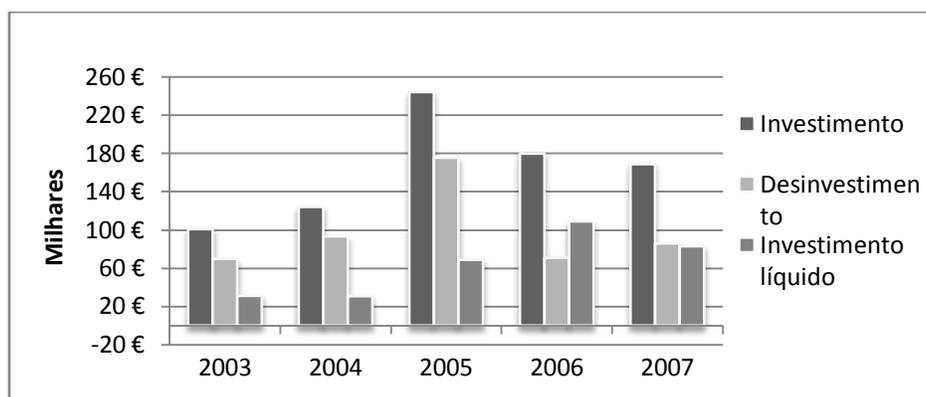
Gráfico 1 – Tipos de investimento



Fonte: adaptado de APCRI

Relativamente ao investimento líquido, calculado pela diferença entre os investimentos e desinvestimentos, e que fornece de facto a medida pela qual se pode aferir o capital que tem vindo a ser dirigido para o sector, verifica-se que este tem crescido, com excepção de 2007, em virtude de uma descida no montante de investimento conjugado com um aumento do desinvestimento. De referir que o ano de 2006 ocorreu o maior investimento líquido no sector, com cerca de €10 milhões a fluírem para o capital de risco, uma subida substancial por comparação com 2003 quando se deteve em uns meros €31 milhões. Esta situação poderá estar relacionada com a recessão económica verificada em Portugal no mesmo ano.

Gráfico 2 – Investimento líquido



Fonte: adaptado de APCRI

Analisando o investimento por fase da vida das participadas, verifica-se uma clara preferência por empresas e projectos em fase de expansão, reforçando a vertente de *private equity* das capitais de risco nacionais. Apesar disso, o investimento em projectos capital semente e *start-up* tem vindo a aumentar consistentemente bem como o peso relativo destes, o que pode indiciar uma tendência de maior aposta por parte das capitais de risco nesta área, bem como uma maior notoriedade do capital de risco como forma de financiamento alternativa para novos projectos. O capital de substituição apresentou um valor bastante elevado em 2005, embora tal se deva a uma única operação no valor de €100 milhões, tendo retornado no ano seguinte a um valor mais consentâneo com os últimos anos. De referir que em 2006 verificou-se um aumento considerável no investimento em operações de *Buyout*, facto que se repetiu em 2007, em que foi a modalidade com maior investimento (56%), atingindo os €94 milhões segundo dados recentemente divulgados pela APCRI.

Tabela 3 – Investimentos por fase da vida da participada

<i>Unidade: milhares de euros</i>	2002	2003	2004	2005	2006
Capital semente	13	-	9	4.332	6.000
Start-up	10.248	13.503	24.187	26.721	18.059
Expansão	51.304	59.850	89.507	86.313	86.944
Capital de substituição	9	19.240	4.776	116.365	17.761
Turnaround	-	-	1.698	13.771	1.819
Buyout	6.986	8.341	4.050	9.442	38.299
Outros	43.632	-	-	-	11.163
Total	112.192	100.934	124.227	256.944	180.045

Fonte:APCRI

Na óptica dos sectores de actividade que têm sido alvo do investimento das capitais de risco, vemos que estes se têm concentrado nos sectores de bens de consumo, produtos e serviços industriais e outros serviços. Nos últimos anos, o investimento na área de informática e computadores tem vindo a crescer substancialmente, bem como os investimentos no sector de saúde. As áreas de energia e comunicações têm apresentado uma certa estabilidade ao longo de anos recentes, salvo uma ou outra oscilação mais pronunciada.

No entanto, não se pode afirmar que decorra daqui uma clara tendência ou preferência específica por determinados sectores, visto que os investimentos dependem em grande parte do surgimento de projectos específicos e da política económica estatal, no caso das capitais de risco com capital estatal

Tabela 4 – Investimentos por sector de actividade

<i>Unidade: milhares de euros</i>	2002	2003	2004	2005	2006
Comunicações	6.634	5.692	3.821	251	4.300
Informática e computadores	594	2.432	662	13.376	20.395
Electrónica	-	1.237	5.479	2.053	1.142
Saúde	-	926	7.084	5.788	8.552
Energia	-	10.475	13.451	1.786	10.452
Bens de consumo	9.085	21.555	25.580	13.807	17.308
Produtos e serviços industriais	12.071	7.639	11.612	130.618	23.209
Indústria-outros	23.277	10.882	18.659	7.180	5.453
Serviços-outros	13.735	27.395	27.464	37.134	25.194
Outros	46.796	12.703	10.415	32.553	64.040
Total	112.192	100.936	124.227	244.546	180.045

Fonte: adaptado de APCRI

A reduzida dimensão do sector de capital de risco em Portugal permite ainda que um número reduzido de projectos específicos de grande dimensão possa alterar substancialmente o peso de um determinado sector, como podemos observar pelo elevado montante dirigido ao sector de produtos e serviços industriais em 2006.

Para além disso, muitas das capitais de risco estão integradas em grupos financeiros, onde a possibilidade de servirem como instrumento de conversão de dívida distorce os dados obtidos.

No que toca à saída por modalidade de desinvestimento, constata-se que a forma preferida tem sido a venda a terceiros (*trade sale*), seguida da modalidade de recompra (*buyback*) por parte da gestão e/ou os promotores. O pagamento de empréstimos representa igualmente uma boa porção do total desinvestido, em particular no ano de 2005, embora se tenha tratado mais uma vez de uma situação pontual, sem repetição no restante período em

análise. Pontualmente ocorreram também operações de venda a instituições financeiras, mas o ponto que por ventura merece maior destaque é o reduzido montante de operações de saída por via de oferta pública, quer em termos de valores, quer em termos de número de empresas, que se limitaram a 6 no período entre 2002 e 2006.

Informações posteriores divulgadas pela APCRI demonstram que em 2007 e 2008 a modalidade de venda a terceiros voltou a ser a mais utilizada, com 71% e 73% do total, respectivamente, e que as ofertas públicas foram inexistentes.

Tabela 5 – Desinvestimentos por modalidade

<i>Unidade: milhares de euros</i>	2002	2003	2004	2005	2006
Recompra	10.693	15.744	12.192	44.151	29.315
Venda a terceiros	37.588	13.125	31.298	26.219	23.501
Pagamento de empréstimos	9.996	7.788	14.507	97.598	12.353
Write-off	1.399	8.645	8.838	484	4.729
Venda a outra SCR	92	1.579	11.310	2.249	650
Oferta pública inicial	5.925	150	9.539	-	-
Venda a instituição financeira	2.435	-	4.500	5.000	-
Outros	8.468	22.807	1.275	-	440
Total	76.596	69.838	93.459	175.701	70.988

Fonte: adaptado de APCRI

5. O CAPITAL DE RISCO POR DENTRO - ESTUDO EMPÍRICO

Com o intuito de aprofundar o conhecimento disponível sobre o capital de risco nacional, foi levado a cabo um estudo empírico através de um inquérito (anexo 1) efectuado em Abril de 2009, tendo como população alvo a totalidade das sociedades de capital de risco inscritas na APCRI à data da realização do inquérito.

O questionário divide-se em 5 partes, sendo a primeira dedicada à fase de avaliação das propostas tendo em conta os principais factores de risco. A segunda parte centra-se na importância dos elementos contratuais e a terceira parte na monitorização e intervenção feita pelas capitais de risco. A quarta parte prende-se com a utilização de formas de remuneração contingente á performance e finalmente a quinta parte é relativa à estrutura financeira e faseamento temporal das participações.

Foram obtidas 9 respostas de um universo de 19 questionários enviados (55% das associadas da APCRI e 45% do total de 23 SCR a operar em Portugal), mas que em termos de montantes sob gestão representam aproximadamente 70% do total do mercado, à data de Dezembro de 2007 (anexo2), pelo que consideramos a amostra representativa. Atendendo á reduzida dimensão do indústria não foi possível proceder a uma análise estatística mais aprofundada, limitando-nos a realizar uma análise descritiva dos dados

2.1 Avaliação das propostas

Com base em indicações dos orientadores e na literatura consultada, em particular os trabalhos de Wright e Robbie (1996) e de Bentes (1997) foram identificados um conjunto de factores que representam os riscos mais comuns e que maior relevância têm no processo de avaliação dos projectos.

A análise dos resultados obtidos demonstra que os factores fundamentais estão relacionados com as capacidades e competências percebidas da gestão da participada e do compromisso das mesmas no projecto, o que está em linha com Kaplan e Stromberg (2001). A facilidade na saída e a posição competitiva da empresa são outros dois factores considerados relevantes para o processo de avaliação de risco. No que toca à importância da saída como factor de risco, os resultados demonstram que este é um factor de elevado importância, o

que reforça a ideia da falta de liquidez e de alternativas do mercado português no momento do desinvestimento, constituindo um risco adicional face a países onde a liquidez dos mercados secundários para títulos destas empresas é maior. A pouca importância da evolução dos mercados de capitais indica isso mesmo, pois o investidor de capital de risco desconta automaticamente a fraca liquidez dos mesmos e a reduzida procura por ofertas públicas iniciais no mercado português.

A dimensão e horizonte temporal dos investimentos têm uma importância menos expressiva que os factores discutidos acima pois são aspectos que em si não transmitem qualquer indicação sobre o futuro sucesso da aposta, embora possam influenciar o nível de compromisso a que as capitais de risco estão dispostas a suportar e a diversificação dos portfólios. O optimismo das previsões não parece ter tanta importância como se esperaria, mas que pode ser explicado pela análise financeira que as capitais de risco utilizam no processo de avaliação e pelas elevadas taxas de retorno exigidas e que permitem descontar algum do optimismo contido nas previsões, tal como afirma Reid, Terry e Smith (1997).

Os riscos relacionados alterações regulamentares ou fiscais e risco cambial apresentam importância mais reduzida, ao qual não será estranho o facto de serem factores que não estão relacionados directamente com um projecto em particular, mas sim com o sector do capital de risco em geral ou com a envolvente económica.

Tabela 6 – Importância dos factores de risco.

Factores	Média	Desvio padrão
Competência da equipa de gestão	4,625	0,518
Compromisso da equipa de gestão	4,625	0,518
Facilidade na saída	4	0,535
Posição competitiva da empresa	4	0,756
Evolução do mercado	3,875	0,641
Dimensão do investimento	3,125	0,641
Optimismo das previsões	3	0,756
Alterações regulamentares	3	0,756
Horizonte temporal da participação	3	1,069
Alterações fiscais	2,875	0,835
Alterações cambiais	2,625	0,518
Evolução do mercado de capitais	2,25	0,463

2.2 Elementos contratuais

Em relação aos contratos, o direitos de acesso a informação é tido como o elemento de maior valor, uma vez que é fundamental para que a actividade de monitorização e controlo que as SCR exercem sobre as participadas.

As formas de saída previstas ou consagradas no contrato apresentam novamente uma grande importância, com um valor médio de 4,375 reforçando os resultados anteriores e demonstra a preocupação dos profissionais do capital de risco em responder às dificuldades esperadas no desinvestimento, onde muitas vezes a negociação com os promotores pode revelar-se mais complicada. Na mesma linha, verificamos a importância dos direitos de preferência, com um valor próximo (4,125), o que não é estranho dado que os direitos de preferência estão intimamente ligados com o processo de saída, na medida em que determinam em parte o poder da SCR, ao garantir a prioridade da mesma no ambiente negocial. O objectivo é reduzir a imprevisibilidade e eventuais conflitos, dado que no momento de saída é possível que os interesses das partes não sejam convergentes no momento de decidir como, quando e a quem vender.

Existem ainda os direitos *tag along* ou *drag along*, que demonstram ser bastante relevantes, sendo que os primeiros obrigam efectivamente os detentores da posição maioritária (normalmente o(s) promotor(es)) a incluir o detentor da posição minoritária (normalmente a SCR) em eventuais negociações com vista à venda da participação, de forma a facilitar o exercício dos direitos de *tag along*. Estes podem ser uma forma eficaz de garantir o compromisso da equipa de gestão, que se constataram ser uma das principais fontes de risco identificadas pelas capitais de risco.

Tabela 7 – Importância dos elementos contratuais

Factores	Média	Desvio padrão
Acesso a informação	4,625	0,744
Forma de saída	4,375	0,744
Direitos de preferência	4,125	0,991
Direitos <i>tag alog e drag along</i>	4	0,707
Representação nos órgãos sociais	4	1,069
Formas de monitorização da empresa	3,875	0,835
Opção de abandono/expansão	3,875	0,991
Horizonte temporal do investimento	3,75	1,165
Métodos de avaliação na saída	3,5	1,195
Fraccionamento temporal da participação	2,75	1,035

A representação nos órgãos sociais merece igualmente uma atenção elevada na elaboração do contrato, apesar da dispersão algo elevada das respostas. De facto, a representação nos órgãos sociais da empresa tende a ser uma forma efectiva e muito comum de monitorização e mesmo de intervenção nos investimentos e que aumenta a esfera de acção do investidor para além da simples análise de demonstrações financeiras, para além de adicionar valor à gestão da empresa, que beneficia da experiência e conhecimentos dos quadros da SCR.

Um pouco abaixo na escala de importância vemos as formas de monitorização e as opções de abandono/expansão previstas no contrato.

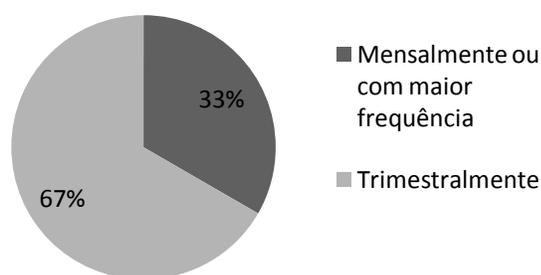
O horizonte temporal do investimento, bem como os métodos de avaliação na saída apresentam valores médios mais reduzidos, embora também com maior dispersão, o que indica uma menor homogeneidade nas respostas dos diferentes operadores nacionais. Já o fraccionamento temporal das participações, que tem a ver com o estabelecimento de financiamento faseado parece ser o elemento menos relevante.

2.3 Monitorização/intervenção

Ao nível da monitorização, constatamos que a dois terços das SCR que responderam ao inquérito recebem informação relativa à situação económico-financeira das empresas que

detêm posições numa base trimestral. As restantes recebem essas informações mensalmente ou com maior frequência. Contactos estabelecidos com uma capital de risco em particular indicam no entanto que os contactos entre as capitais de risco e as participadas é normalmente mais frequente, principalmente se atendermos que muitos dos contactos são de natureza informal devido à relação próxima entre ambas e à natureza das parcerias que vão além da simples participação no capital.

Gráfico 3 – Frequência da prestação de informação económico-financeira das participadas



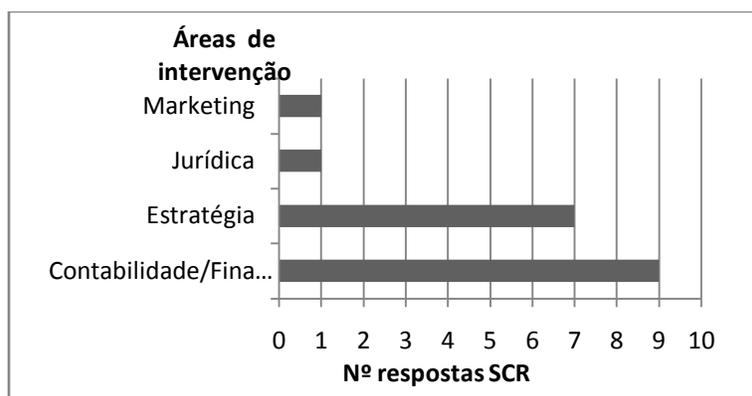
As necessidades de apoio são, na grande maioria dos casos de índole contabilística e financeira, como se pode confirmar pela leitura do gráfico. De facto, todas as SCR que responderam ao inquérito incluíram estas áreas de actuação como aquelas mais relevantes nas intervenções que realizam nas empresas, e que normalmente devem-se a situações de desvio dos planos previstos, o que pede um papel mais activo na gestão corrente da participada através de suporte no controle financeiro.

A intervenção ao nível da definição das estratégias da empresa também assume particular importância, muitas vezes por trazerem uma visão exterior das decisões estratégicas e pelo acesso aos profissionais com um *background* de experiências bastante variado que as SCR empregam. Este tipo de intervenção é muitas vezes feito através representação nos órgãos sociais na administração ou gerência.

Já no caso do *marketing*, apenas uma das capitais de risco afirmou ser uma das principais áreas de intervenção, o mesmo se passando com o aconselhamento jurídico, o que deriva do

facto de serem normalmente vertentes mais específicas do negócio. Isto não significa que não seja prestado apoio nestas áreas, mas apenas que esse apoio é secundário aqueles que é prestado nas vertentes estratégica e financeira dos projectos.

Gráfico 4 – Principais áreas de intervenção/apoio nas participadas



2.4 Remuneração contingente à performance

No que toca á utilização de incentivos, em particular a remuneração com base na performance, constatamos que as SCR demonstram preferência pela contratualização do retorno com base na performance e em alguns casos através uso de acções preferenciais remíveis. Tal como foi referido anteriormente, estas últimas podem servir como incentivo implícito para o empreendedor, ao alocar os direitos de *cash flow* em consonância com a performance da empresa. A dívida convertível, sob a forma de obrigações convertíveis tem uma função idêntica mas a sua utilização no sector é marginal. Isto deve-se, de acordo com os contactos estabelecidos, à existência de uma ineficiência fiscal no uso de obrigações convertíveis ao nível do imposto de selo. O menor desenvolvimento do sector poderá também ser um factor explicativo desta situação, pois os títulos convertíveis encontram-se entre as soluções preferidas da generalidade das capitais de risco, como nos diz Kaplan e Stromberg (2000) e Walz (2001). Em alternativa, as capitais de risco recorrem á emissão de suprimentos ou empréstimos e estabelecem contratualmente as condições e termos de conversão da dívida em capital, em lugar de utilizar instrumentos de dívida convertível tradicionais, dado que estes beneficiam de uma isenção de imposto face aos títulos convertíveis, como disposto no artigo 7.º do código do imposto de selo.

Foram encontradas evidências que suportam estas conclusões no que diz respeito ao uso generalizado de investimento em capital sob a forma de acções ordinárias e suprimentos, em oposição à pouca utilização de crédito *mezzanine* e de dívida convertível, o que é sintomático do conservadorismo do sector na estrutura financeira das participações, sem esquecer no entanto o papel do enquadramento fiscal nesta matéria, como foi referido.

2.5 Faseamento temporal das participações

Tal como já foi mencionado, o financiamento faseado dos projectos pode ser um factor de mitigação de risco, visto que reduz o compromisso financeiro inicial bem como pode ser um meio eficaz na política de incentivos para o empreendedor, e assim mitigar o risco através destas duas vias. Sendo um instrumento que permite minimizar os problemas de agência, não é surpresa que o seu uso se tenha generalizado na indústria do capital de risco.

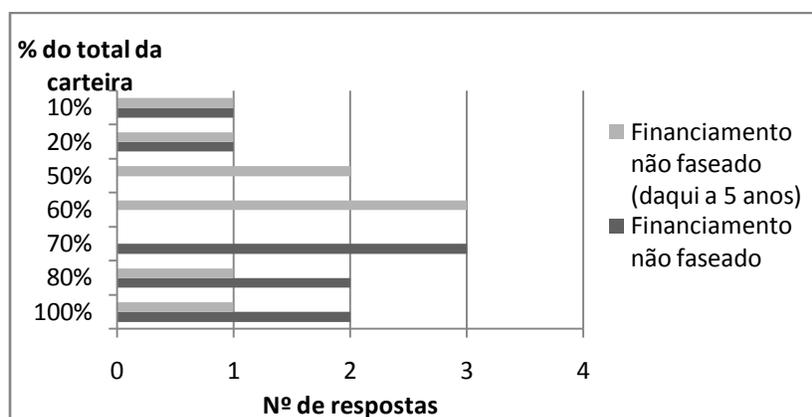
De facto, o faseamento em diversas *tranches* introduz um elemento de flexibilidade contratual, especialmente se for acompanhado de opções de abandono, expansão ou simples reavaliação, pode contribuir expressivamente para a criação de valor no projecto. Por outro lado, pode ser vista com suspeição pelos promotores, que poderão ver o financiamento contingente ao cumprimento de determinadas metas como um sinal de falta de confiança nos mesmos e de excessiva intromissão por parte do financiador, embora na realidade ambas as partes poderão ganhar com aplicação deste método.

Num ambiente de elevada incerteza e propenso a problemas de agência, a existência de rigidez contratual e em que os compromissos iniciais são elevados sem possibilidade de reversibilidade é nefasta quer para o financiador, pois vê o seu risco aumentar, que para o lado do empreendedor, que pode ver o retorno exigido aumentar e reduzir as suas hipóteses de obter financiamento.

Olhando para os resultados em concreto, verifica-se que o peso do financiamento não faseado na carteira das SCR nacionais é relativamente elevado. Das 9 capitais de risco que responderam, 4 indicaram que em aproximadamente 70% das participações utilizaram financiamento não faseado, sendo que 2 afirmam esta modalidade conta para 80% das

participações e outras 2 conta para a totalidade das participações (100%). As duas restantes SCR responderam que o financiamento não faseado corresponde a 10% e 20% da carteira. Verifica-se ainda que a tendência será para uma diminuição do peso desta modalidade no futuro, dado que as capitais de risco indicaram que pretendem diminuir o uso de financiamento de não faseado em detrimento de outras formas de financiamento que são analisadas em seguida. Embora se tratem de valores previsionais, não deixam de demonstrar uma intenção por parte dos operadores de recorrer cada vez menos ao financiamento numa tranche só.

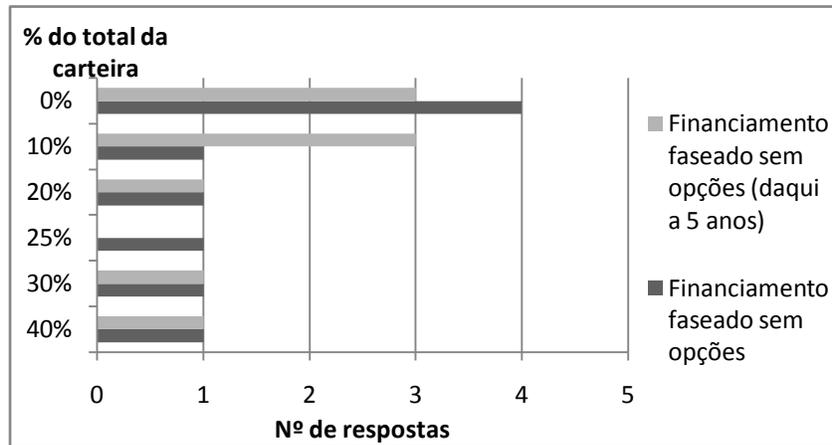
Gráfico 5 – Peso do financiamento não faseado na carteira das capitais de risco



No caso do financiamento faseado sem opções, constatamos como seria de esperar que esta é uma modalidade pouco utilizada. O valor criado pelo uso de financiamento faseado depende em grande medida da existência de opções de abandono ou expansão ou reavaliação associadas às diferentes tranches de financiamento (Bentes, 1997). Não é estranho pois que 4 das capitais de risco indiquem que o peso desta modalidade na suas carteiras é nulo. As restantes cinco respostas encontram-se distribuídas equitativamente entre os 10%, 20%, 25%, 30% e 40 %.

Num prazo de 5 anos, as previsões das SCR apontam para um ligeiro acréscimo do uso de financiamento faseado sem opções, embora seja esperado que continue com um peso diminuto na carteira.

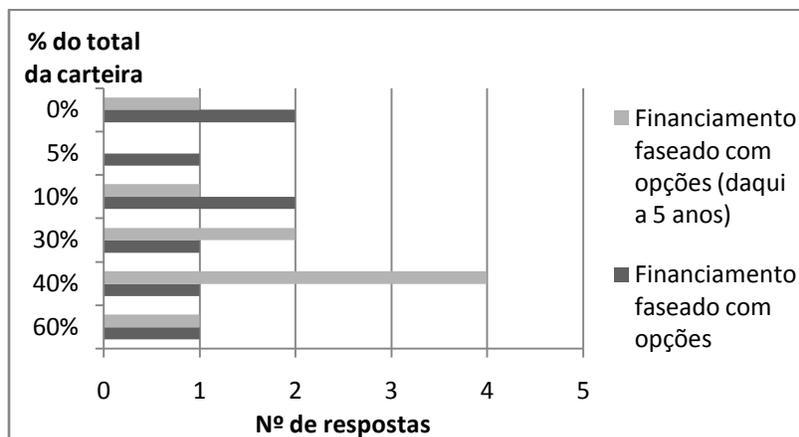
Gráfico 6 – Peso do financiamento faseado sem opções na carteira das capitais de risco



Por último constata-se que actualmente o peso do financiamento faseado com opções é relativamente diminuto. Dois terços das SCR que responderam indicaram que esta forma de investimento representa 10% ou menos das suas carteiras. Apenas 1 indicou que 60% do total de participações usa o financiamento faseado com opções, o mesmo se passando com no intervalo entre 30% e 40% (apenas uma resposta para cada).

Por outro lado, as previsões das capitais de risco indiciam uma intenção de reforçar significativamente o uso desta modalidade de financiamento. Até 4 SCR indicam que pretendem utilizar financiamento faseado em aproximadamente 40% da carteira.

Gráfico 7 - Peso do financiamento faseado com opções na carteira das capitais de risco



Estes resultados permitem afirmar que existe apetência, por parte dos operadores nacionais de capital de risco, para recorrer cada vez mais a soluções que permitam aumentar a flexibilidade dos contratos de investimentos e com isso adicionar valor aos projectos, para ambas as partes envolvidas, para além de reduzir os riscos associados aos investimentos em capital de risco. Não esquecendo as especificidades próprias do sector em Portugal e a ainda reduzida importância na economia nacional e que certamente exercem influência na actuação das SCR nacionais, constata-se que o grau de desenvolvimento da indústria ao nível das soluções de financiamento apresenta ainda uma margem de progressão considerável.

6. CONCLUSÃO

Apesar de ser uma actividade relativamente recente e ainda com pouca expressão na economia portuguesa, o capital de risco apresenta já algumas características de mercados mais desenvolvidos, principalmente ao nível do tipo de operações realizadas. Destaca-se o crescimento acentuado das operações de *buyout*, que nos últimos anos têm representado a maior parte dos investimentos e que é sintomática do amadurecimento do sector em Portugal, pois esta é uma característica de mercados financeiros mais desenvolvidos e onde o capital de risco em si está também num estágio mais avançado. Apesar desta recente aproximação, a distância para os principais mercados europeus ainda é considerável.

Identificam-se alguns aspectos que denunciam o percurso histórico do sector no nosso país, em que inicialmente assumiu uma função de “reabilitação” de empresas e de instrumentos de implementação de políticas governamentais a determinados sectores. Em função disso, o peso do Estado é ainda relevante, quer no número de operadores, quer na angariação de fundos.

Ao nível dos desinvestimentos, verifica-se a predominância dos acordos de recompra e da venda a terceiros, ao passo que as ofertas públicas são virtualmente inexistentes, o que comprova a falta de um mercado de capitais capaz de absorver este tipo de saídas e que é apontado consensualmente como uma das limitações crónicas para o desenvolvimento do capital de risco.

Os factores de risco mais proeminentes centram-se sobretudo em aspectos relacionados com a gestão das participadas, nomeadamente as competências e o compromisso da mesma, e com a facilidade, ou neste caso dificuldade de saída. Os elementos contratuais mais importantes são o acesso a informação e as considerações sobre as formas de saída. Intimamente relacionados com este último verificamos a elevada importância dos direitos de preferência e direitos de *tag along* ou *drag along*, que têm como objectivo mitigar os riscos e fortalecer o poder contratual das capitais de risco no momento de saída. A representação nos órgãos sociais e as formas de monitorização e intervenção são outros aspectos alvo de atenção, em particular pelos poderes adicionais que fornecem e que se integram na tipo de intervenção *hands on* típico do capital de risco.

Relativamente à utilização de títulos convertíveis, as evidências apontam para um certo conservadorismo. Embora representem uma forma efectiva de lidar com os problemas de agência na forma da redução explícita do risco, devido á menor exposição ao risco que permitem e por causa dos incentivos que colocam ao empreendedor, este tipo de instrumentos não representa por enquanto uma opção efectiva para as SCR portuguesas. O enquadramento fiscal não será o mais adequado, dado que produz uma ineficiência para este tipo de títulos face ao uso de suprimentos ou empréstimos.

Na mesma linha verifica-se também um grande peso do financiamento não faseado dos investimentos. Esta forma de financiamento é menos flexível e acarreta um maior compromisso para os investidores em capital de risco do que o financiamento faseado e embora os dados obtidos indiquem uma previsão dos operadores para o reforço desta última modalidade, ela é actualmente bastante reduzida.

Tendo em conta que se trata de uma indústria que tem despertado interesse e sensibilização crescente nas esferas académicas, este estudo fornece uma fonte de informação adicional sobre o que é de facto capital de risco, complementado com dados empíricos sobre o sector em Portugal. Em particular destacam-se os resultados obtidos relativos às modalidades de financiamento predominantes e o grau de utilização de títulos convertíveis, que poderão incentivar futuras pesquisas sobre estes aspectos que estão ainda pouco estudados a nível nacional. Relativamente à avaliação do risco e a importância dos elementos contratuais nos contratos de investimento, este trabalho vem complementar e actualizar estudos já existentes.

Inerentes a qualquer estudo encontram-se algumas limitações e este caso não é excepção. A maior será a reduzida dimensão do sector, o que limita o tipo de análise e consequentemente as conclusões que se podem aferir, especialmente devido ao baixo número de questionários respondidos. A não divulgação de certas informações por parte dos operadores é compreensível mas não deixa de ser um facto limitativo adicional, assim como o tipo de tratamento estatístico dos dados que poderá ser aprofundado face aquele realizado neste trabalho. Estas limitações devem ser vistas como um oportunidade de exploração por parte de futuros investigadores.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento, www.apcri.pt

Bascha, Andrea e Walz, Uwe (2001) Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance, *Journal of Corporate Finance* 7, 285-306.

Bentes, Sónia (1997) *O capital de risco em Portugal: uma actividade emergente*. Tese de Mestrado em Ciências Empresariais, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.

Cornelli, F. and Yosha, O. (1998), Stage Financing and the Role of Convertible Debt, *Working Paper*, London Business School.

European Private Equity and Venture Capital Association, www.evca.com

Félix, E.G.S., Gulamhussen, M. A., Pires, C. P. (2007), The determinants of Venture Capital in Europe: Evidence Across Countries, *CEFAGE-UE Working Paper*, Universidade de Évora.

Félix, Elisabete (2006) *Decisões de desinvestimento por parte das empresas de capital de risco*. Tese de doutoramento em gestão de Finanças, Instituto Superior das Ciências do Trabalho e da Empresa.

Gaspar, Fernando (2006) *A Influência do Capital de Risco e da Incubação de Empresas no Empreendedorismo e na Mortalidade das Jovens Empresas*. Tese de Doutoramento em Gestão, Universidade Lusíada de Lisboa.

Gilson, Ronald J., Black, Bernard (1999), Does Venture Capital Require an Active Stock Market?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 36-48.

Gompers, Paul e Lerner, Josh (1999), An analysis of compensation in U.S. venture capital partnership, *Journal of Financial Economics* 1, 3-44.

Jeng, Leslie A. e Wells, Philippe C. (2000), The determinants of venture capital funding: evidence across countries, *Journal of Corporate Finance* 6, 241-289.

Jensen, Michael C., Meckling, William H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3 (4), 305-360.

Kaplan, S). N., Stromberg, P. (2001) Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring, *NBER Working papers No. 8202*, National Bureau of Economic Research.

Meggison, W. (2004) Towards a Global Model of Venture Capital?, *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (1)

Pereira, J. (2006) O Capital de Risco e as PME: conceito, natureza e valor. O caso português, *Working paper* não publicado.

Reid, G.C., Terry, N.G., Smith, J.A., 1997. Risk Management in Venture Capital Investor–Investee Relations. *European Journal of Finance* 3, 27–47.

Schertler, A. (2003) Driving forces of Venture Capital investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis, *Working paper no. 03-27*, Kiel Institute for World Economics.

Schmidt, K. (2002) Convertible Securities and Venture Capital Finance, *Working paper*, University of Munich.

Wang, S e Zhou, H (2002) Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks, *Working paper* não publicado.

Wright, Mike e Robbie, Ken (1996) Venture Capitalists Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information, *Accounting and Business Research* 26(2), 153-168.

ANEXOS

Anexo 1: Inquérito Capital de Risco em Portugal

O presente questionário insere-se numa recolha de dados no âmbito de uma tese de mestrado realizada por um aluno do ISCTE Business School sobre o capital de risco em Portugal.

Os dados recolhidos serão tratados confidencialmente, e por conseguinte, os resultados da pesquisa não irão identificar os inquiridos e respectivas sociedades, garantindo assim o anonimato.

Obrigado pela colaboração

Carlos Pernetá

1. Indique de 1 a 5 a importância que atribui aos seguintes determinantes como fontes de risco do investimento

1.1. Competência da equipa gestão

1.2. Compromisso da equipa de gestão

1.3. Dimensão do investimento

1.4. Horizonte temporal da participação

1.5. Posição competitiva da empresa

1.6. Evolução do mercado

1.7. Evolução do mercado de capitais

1.8. Facilidade na saída

1.9. Optimismo das previsões

1.10. Alterações fiscais

1.11. Alterações cambiais

1.12. Alterações regulamentares

2. Indique o grau de importância atribuído aos elementos do contrato de investimento

2.1. Acesso a informação

2.2. Forma de saída

2.3. Horizonte temporal do investimento

2.4. Representação nos órgãos sociais

2.5. Fraccionamento temporal da participação da SCR

2.6. Métodos de avaliação na fase de saída

2.7. Direitos de preferência

2.8. Opção de abandono/expansão

2.9. Formas de monitorização da empresa

3. Monitorização e acompanhamento das participações

3.1. Qual o tipo de acompanhamento praticado?

- Passivo
- Activo

3.2. Quais as áreas que normalmente exigem mais intervenção/apoio às participadas?

Escolha 2 opções

- Contabilidade/Financeira
- Marketing
- Estratégia
- Recursos Humanos
- Jurídica

3.3. Com que frequência as empresas participadas prestam informação económico-financeira?

- Anualmente
- Semestralmente
- Trimestralmente
- Mensalmente ou com maior frequência

4. Instrumentos financeiros utilizados

4.1. Indique da 1.^a à 7.^a posição, o modelo de participação mais utilizado actualmente:

4.1.1. Acções ordinárias

4.1.2. Acções preferenciais sem voto

4.1.3. Acções preferenciais remíveis

4.1.4. Obrigações

4.1.5. Obrigações convertíveis

4.1.6. Suprimentos

4.1.7. Combinação de acções e obrigações (Crédito Mezzanine)

4.2. Indique da 1.^a à 7.^a posição, o modelo de participação que prevê ser mais utilizado daqui a 5 anos:

4.2.1. Acções ordinárias

4.2.2. Acções preferenciais sem voto

4.2.2. Acções preferenciais remíveis

4.2.4. Obrigações

4.2.5. Obrigações convertíveis

4.2.6. Suprimentos

4.2.7. Combinação de capital e dívida (Crédito *Mezzanine*)

5. Qual a % do total de participações em que prevê usar os seguintes instrumentos financeiros convertíveis e /ou remuneração contingente á performance?

5.1. Obrigações convertíveis

5.2. Acções preferenciais

5.3. Contratualização do retorno com base na performance da participada

6. Qual a % do total de participações em que prevê usar os seguintes instrumentos financeiros convertíveis e /ou remuneração contingente á performance, daqui a 5 anos?

6.1. Obrigações convertíveis

6.2. Acções preferenciais

6.3. Contratualização do retorno com base na performance da participada

7. Indique a influência que atribui aos seguintes determinantes na utilização dos instrumentos convertíveis

7.1. Mercado de capitais

7.2. Enquadramento jurídico

7.3. Enquadramento fiscal

7.4. Estádio de desenvolvimento da industria de capital de risco

7.5. Ambiente comercial com os promotores/empreendedores

7.6. Experiência com este tipo de instrumentos

8. Indique o peso relativo das seguintes formas de financiamento na carteira da sua SCR:

8.1. Financiamento não faseado (1 *tranche* só)

8.2. Financiamento faseado sem opções

8.3. Financiamento faseado com opções

9. Indique o peso relativo das seguintes formas de financiamento na carteira da sua SCR que prevê para daqui a 5 anos:

9.1. Financiamento não faseado (1 *tranche* só)

9.2. Financiamento faseado sem opções

9.3. Financiamento faseado com opções

Lombada