

UNIVERSIDADE DE ÉVORA

MESTRADO EM GESTÃO

**As Sociedades de Capital de Risco em  
Portugal**  
**Critérios adoptados no processo de tomada de decisão  
de investimento**

José Carlos de Almeida Maurício Nunes

Orientador: Profª Doutora Elisabete Gomes Santana Félix



171 857

ÉVORA – 2009

## **AGRADECIMENTOS**

A realização deste trabalho só foi possível graças aos contributos de um conjunto de pessoas e entidades.

Agradeço à Prof<sup>a</sup> Doutora Elisabete Félix, o apoio e a disponibilidade na orientação deste trabalho, bem como na confiança demonstrada.

À ESGTS pelas condições que proporcionou para a realização do Mestrado através da Universidade de Évora.

Às colegas da ESGTS Maria Manuel Vairinho, Sandra Oliveira e Susana Leal pelas importantes sugestões, e em particular ao Paulo Santos pelo enorme apoio concedido.

Às Sociedades de Capital de Risco que tiveram a amabilidade de participar neste trabalho. Sem elas não teria sido possível a realização deste trabalho.

À minha família, em particular à minha mãe e à minha esposa.

## RESUMO

Este estudo procura compreender a importância atribuída aos critérios utilizados pelas SCR portuguesas, na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*. Os dados utilizados foram recolhidos com recurso a questionário aplicado a 22 SCR portuguesas. Foram utilizadas técnicas de estatística descritiva, testes não paramétricos e análise de clusters.

Concluiu-se que a personalidade e experiência do empreendedor e equipa de gestão são os critérios mais valorizados. As SCR com capital maioritariamente privado consideram mais importante o grupo de critérios relativo à personalidade do empreendedor e equipa de gestão do que as de capital maioritariamente público; e, as SCR que ainda não se internacionalizaram, consideram mais importantes o grupo de critérios relativos à personalidade do empreendedor e equipa de gestão e o grupo de critérios relativo aos aspectos financeiros, do que as SCR que se internacionalizaram. Na análise de clusters identificaram-se três grupos de SCR: *Criadores de riqueza de forma sustentada*; *Monopolistas Impacientes*; e, *Ciumento*.

Palavras-chave: Capital de Risco; Critérios de Avaliação; Tomada de Decisão; Portugal; Tipo de Investimento; Tipo de Capital; Internacionalização

JEL Classificação: G11; G24; G32; M13

# Venture Capitalists in Portugal

## Criteria used in investment decision-making process

### ABSTRACT

This study seeks to understand the relevance of the criteria used by the Portuguese VCs to select and assess early stage type projects. The data used for the study was collected through a questionnaire answered by 22 Portuguese VCs. We employed descriptive statistic techniques, non-parametric tests and cluster analysis.

The conclusion of the study was that the personality and experience of an entrepreneur and of the management team are the most valued criteria. VCs with a majority of private share capital found the group of *criteria* related to the personality of the entrepreneur and of the management team to be more important than the companies with a majority of public share capital; additionally, the VCs that have not yet expanded internationally, consider the personality of the entrepreneur and management team and the group of criteria associated to financial aspects, to be more important than the VCs that have already expanded abroad. Throughout the study of the clusters we were able to identify three VCs groups: *Creators of sustained wealth*; *Impatient Monopolists* and *Jealous*.

Keywords: Venture Capital; Evaluation Criteria; Decision-making; Portugal; Investment Type; Type of Capital; Internationalization

JEL Classification: G11; G24; G32; M13

# ÍNDICE GERAL

<b>AGRADECIMENTOS</b>	<b>II</b>
<b>RESUMO</b>	<b>III</b>
<b>ABSTRACT</b>	<b>IV</b>
<b>ÍNDICE GERAL</b>	<b>V</b>
<b>ÍNDICE DE FIGURAS</b>	<b>VII</b>
<b>ÍNDICE DE TABELAS</b>	<b>VIII</b>
<b>ÍNDICE DE ABREVIATURAS E SIGLAS</b>	<b>X</b>
<b>CAPITULO 1 - Introdução</b>	<b>1</b>
<b>CAPITULO 2 - Enquadramento Geral</b>	<b>4</b>
<b>2.1 - Introdução ao capital de risco</b>	<b>4</b>
<b>2.1.1 - Definição de capital de risco</b>	<b>4</b>
<b>2.1.2 – Evolução histórica</b>	<b>5</b>
<b>2.1.3 - Vantagens do financiamento de capital de risco face ao                 financiamento tradicional</b>	<b>9</b>
<b>2.1.4 – Tipos de Investidores</b>	<b>10</b>
<b>2.1.5 – Tipos de Investimentos</b>	<b>12</b>
<b>2.2 – O Capital de Risco em Portugal</b>	<b>15</b>
<b>2.2.1 – Evolução histórica</b>	<b>15</b>
<b>2.2.2 – Caracterização do capital de risco em Portugal</b>	<b>16</b>
<b>CAPITULO 3 – O processo de investimento em CR</b>	<b>23</b>
<b>3.1 – O processo de tomada de decisão</b>	<b>23</b>
<b>3.2 – A estruturação e o acompanhamento do investimento</b>	<b>26</b>
<b>3.3 – A Saída ou Desinvestimento</b>	<b>28</b>
<b>CAPITULO 4 – Os critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento</b>	<b>31</b>
<b>4.1 – Os critérios utilizados na avaliação de projectos de investimento e a                 sua importância relativa</b>	<b>31</b>
<b>4.2 – Grupos (Clusters) de SCR</b>	<b>37</b>
<b>4.3 – Os critérios utilizados na avaliação de projectos de investimento e a                 internacionalização das SCR</b>	<b>42</b>

<b>CAPITULO 5 – Metodologia de investigação</b>	<b>44</b>
<b>5.1 – Objectivos e hipóteses de investigação</b>	<b>44</b>
<b>5.2– O Universo e a Amostra</b>	<b>51</b>
<b>5.3 – O inquérito – questionário e as variáveis de investigação</b>	<b>51</b>
<b>5.4 – A recolha de dados</b>	<b>55</b>
<b>5.5 – A análise de dados</b>	<b>56</b>
<b>CAPITULO 6 – Resultados</b>	<b>61</b>
<b>6.1– Caracterização da Amostra</b>	<b>61</b>
<b>6.2– Resultados – Objectivo 1</b>	<b>64</b>
6.2.1. - Análise intra – grupo	64
6.2.2. - Análise entre – grupos	75
<b>6.3– Resultados – Objectivo 2</b>	<b>77</b>
<b>6.4– Resultados – Objectivo 3</b>	<b>79</b>
<b>6.5– Resultados – Objectivo 4</b>	<b>81</b>
<b>6.6– Resultados – Objectivo 5</b>	<b>83</b>
<b>CAPITULO 7 – Conclusões e Discussão futura</b>	<b>90</b>
<b>7.1– Conclusões</b>	<b>90</b>
<b>7.2– Discussão futura</b>	<b>94</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>96</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>101</b>
<b>ANEXO 1 – Decreto-lei nº 375/2007 de 8 de Novembro</b>	<b>102</b>
<b>ANEXO 2 – SCR constituídas na CMVM</b>	<b>112</b>
<b>ANEXO 3 – Questionário</b>	<b>115</b>
<b>ANEXO 4 – <i>Rank</i> dos critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo <i>early-stage</i></b>	<b>120</b>

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1:</b> Montantes investidos em capital de risco em biliões de dólares, entre 1980 e 2007, nos EUA	<b>7</b>
<b>Figura 2:</b> Montantes anuais de fundos captados e montantes anuais investidos em capital de risco na Europa, entre 1997 e 2006	<b>8</b>
<b>Figura 3:</b> Tipos de investimento em CR, por montante de investimento, nível de risco e por tipo de investidor	<b>15</b>
<b>Figura 4:</b> Investimentos em capital de risco em percentagem do PIB, para países da Europa, ano 2006	<b>17</b>
<b>Figura 5:</b> Ambiente legal e fiscal para o desenvolvimento do capital de risco	<b>18</b>
<b>Figura 6:</b> Montantes de investimento total e desinvestimento em capital de risco	<b>19</b>
<b>Figura 7:</b> Montantes de fundos captados	<b>19</b>
<b>Figura 8:</b> Montantes de fundos captados por tipo de investidor, entre 2004 – 2006	<b>20</b>
<b>Figura 9:</b> Evolução dos montantes investidos, por formas de investimento em capital de risco	<b>20</b>
<b>Figura 10:</b> Número de empresas que receberam investimento, por formas de investimento em capital de risco	<b>21</b>
<b>Figura 11:</b> Investimentos em capital de risco por sector	<b>22</b>
<b>Figura 12:</b> Forma de saída utilizada em Portugal, em percentagem do total, entre 2005 – 2007	<b>30</b>

## ÍNDICE DE TABELAS

<b>Tabela 1</b>	Principais diferenças entre o financiamento através de CR e o financiamento através de endividamento	<b>9</b>
<b>Tabela 2</b>	Principais diferenças entre as SCR e <i>business angels</i>	<b>11</b>
<b>Tabela 3</b>	Fases do processo de tomada de decisão em CR	<b>26</b>
<b>Tabela 4</b>	Critérios mais valorizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos de investimento	<b>37</b>
<b>Tabela 5</b>	Grupos de SCR formados com base nos critérios utilizados, na avaliação de projectos de investimento	<b>40</b>
<b>Tabela 6</b>	Resumo de estudos anteriores	<b>41</b>
<b>Tabela 7</b>	Variáveis e sub-variáveis (critérios utilizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos do tipo <i>early-stage</i> )	<b>54</b>
<b>Tabela 8</b>	Número e percentagem de SCR por número de anos que exerce a actividade	<b>61</b>
<b>Tabela 9</b>	Número de SCR que iniciaram o processo de internacionalização	<b>63</b>
<b>Tabela 10</b>	Importância atribuída aos critérios relativos à personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão	<b>65</b>
<b>Tabela 11</b>	Comparação entre os critérios relativos à personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão	<b>65</b>
<b>Tabela 12</b>	Importância atribuída aos critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão	<b>66</b>
<b>Tabela 13</b>	Comparação entre os critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão	<b>67</b>
<b>Tabela 14</b>	Importância atribuída aos critérios relativos ao mercado	<b>68</b>
<b>Tabela 15</b>	Comparação entre os critérios relativos ao mercado	<b>68</b>



<b>Tabela 16</b>	Importância atribuída aos critérios relativos ao produto ou serviço	<b>69</b>
<b>Tabela 17</b>	Comparação entre os critérios relativos ao produto ou serviço	<b>70</b>
<b>Tabela 18</b>	Importância atribuída aos critérios relativos aos aspectos financeiros	<b>71</b>
<b>Tabela 19</b>	Comparação entre os critérios relativos aos aspectos financeiros	<b>71</b>
<b>Tabela 20</b>	Importância atribuída aos critérios relativos aos outros aspectos do investimento	<b>72</b>
<b>Tabela 21</b>	Comparação entre os critérios relativos aos outros aspectos do investimento	<b>73</b>
<b>Tabela 22</b>	Análise intra grupo – critérios mais importantes dentro de cada grupo	<b>74</b>
<b>Tabela 23</b>	Importância média atribuída pelas SCR que investem em projectos <i>early – stage</i> , aos GRUPOS de critérios	<b>75</b>
<b>Tabela 24</b>	Comparação entre GRUPOS de critérios	<b>76</b>
<b>Tabela 25</b>	Importância média por GRUPO de critérios em função do tipo de capital das SCR	<b>78</b>
<b>Tabela 26</b>	Teste da hipótese – Objectivo 2	<b>78</b>
<b>Tabela 27</b>	Importância média por GRUPO de critérios em função do processo de internacionalização das SCR	<b>80</b>
<b>Tabela 28</b>	Teste da hipótese – Objectivo 3	<b>80</b>
<b>Tabela 29</b>	Importância média por GRUPO de critérios em função do tipo de investimento das SCR	<b>82</b>
<b>Tabela 30</b>	Teste da hipótese – Objectivo 4	<b>82</b>
<b>Tabela 31</b>	Composição dos clusters em função do tipo de capital e do processo de internacionalização das SCR	<b>84</b>
<b>Tabela 32</b>	Importância atribuída por cada cluster aos critérios de selecção e avaliação de projectos <i>early – stage</i>	<b>84</b>

## ÍNDICE DE ABREVIATURAS E SIGLAS

**APCRI** – Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento

**BA** – *Business Angels*

**BIMBO** – *Buy-in Management Buy-out*

**CMVM** – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

**CR** – Capital de Risco

**DL** – Decreto-lei

**EBAN** – *European Association of Business Angels Networks*

**EIS** – *European Innovation Scoreboard*

**EUA** – Estados Unidos da América

**EVCA** – *European Private Equity and Venture Capital Association*

**FCR** – Fundos de Capital de Risco

**IAPMEI** – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

**ICR** – Investidores em Capital de Risco

**I&D** – Investigação e Desenvolvimento

**IPN** – Instituto Pedro Nunes

**IPO** – Initial Public Offering

**LBO** – *Leverage Buy-out*

**MBI** – *Management Buy-in*

**MBO** – *Management Buy-out*

**MIT** – *Massachusetts Institute of Technology*

**NVCA** – *National Venture Capital Association*

**PIB** – Produto Interno Bruto

**SBA** – *Small Business Administration*

**SBIC's** – *Small Business Investment Companies*

**SCR** – *Sociedades de Capital de Risco*

**UE** – *União Europeia*

**VCs** – *Venture Capitalists*

# 1- INTRODUÇÃO

A existência de uma economia global, onde se verificam cada vez menos barreiras à realização de trocas comerciais, constitui para as empresas portuguesas, não apenas a ameaça do aparecimento de empresas estrangeiras a competir no mercado nacional, mas também uma oportunidade para entrar em novos mercados. A criação da União Europeia (UE) e o seu alargamento a novos Estados Membros é um exemplo dessa realidade.

Muitas empresas procuram aproveitar essas oportunidades, desenvolvendo projectos inovadores. É através da Inovação que as empresas podem criar valor e diferenciar os seus produtos da concorrência (Sarkar, 2007 p.116).

Uma das formas de financiamento encontradas pelas empresas que apresentam projectos inovadores tem sido o capital de risco (CR). O maior risco associado a estes projectos faz com que muitas vezes os seus promotores tenham dificuldade em obter recursos financeiros através das formas de financiamento tradicionais. As Sociedades de Capital de Risco (SCR) desempenham um papel importante como intermediárias no mercado financeiro, providenciando capital a empresas que de outra forma teriam dificuldade em atrair financiamento (Gompers e Lerner, 2001).

O investimento em CR pode ocorrer em diferentes etapas do desenvolvimento da empresa. Os financiamentos a empresas que ainda não iniciaram a comercialização do seu produto denominam-se de investimentos do tipo *early-stage*. Os outros financiamentos denominam-se investimentos do tipo *later-stage*.

O mercado de capital de risco surge nos EUA no início do século XX (Félix, 2005). Em Portugal as primeiras SCR aparecem apenas em 1986. Nos últimos anos, este mercado tem crescido de forma significativa no nosso país, afirmando-se como uma forma de financiamento alternativa. No ano de 2007, de acordo com a Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (APCRI e Ernst & Young, 2007), as SCR portuguesas investiram 169 milhões de Euros.

Para além da crescente importância deste mercado no nosso país, outras razões justificam um conhecimento mais aprofundado da forma como se desenvolve o financiamento através do CR em Portugal:

- O financiamento através do CR é uma aposta clara e actual dos governos da UE como forma de promover a criação de inovação. A existência de CR nos estados iniciais das empresas é um dos indicadores utilizados pelo *European Innovation Scoreboard* (EIS) para medir a inovação dentro das empresas; e,
- A maioria dos estudos existentes nesta área, referem-se a mercados de CR de grande dimensão, ao contrário do mercado português que é de pequena dimensão.

Assim, o principal objectivo deste trabalho é responder à necessidade de mais informação sobre o mercado de CR português. Em particular, procura-se compreender a importância atribuída aos critérios utilizados pelas SCR portuguesas, na fase de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*.

Esperamos que os resultados deste estudo sejam úteis aos empreendedores. O conhecimento dos critérios utilizados pelas SCR permite-lhes a apresentação dos projectos de forma mais atractiva aumentando a probabilidade de sucesso na obtenção de financiamento.

Este trabalho desenvolve-se em cinco partes distintas:

Na primeira fase que corresponde ao presente capítulo é feita a introdução ao trabalho.

Na segunda fase define-se capital de risco e analisa-se a sua evolução histórica, tanto nos EUA, como na Europa e Portugal. São identificadas as diferenças entre o financiamento através de CR e o financiamento através das formas tradicionais; os diferentes tipos de investimento; e, os diferentes tipos de investidores em CR. Por último, identificam-se as principais características do mercado de CR em Portugal.

Na terceira fase efectua-se uma revisão da literatura existente sobre o processo de investimento em CR. Efectua-se a caracterização do processo de investimento facilitando o conhecimento do problema em estudo. Nesta parte do trabalho dá-se particular destaque ao processo de selecção e avaliação de projectos, nomeadamente quanto aos critérios utilizados pelas SCR.

Na quarta fase, desenvolve-se um estudo empírico sobre os critérios utilizados pelas SCR portuguesas na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*. São

apresentados os objectivos da investigação, seleccionadas as variáveis e elaborado o questionário. Apresentam-se as características da amostra e as técnicas estatísticas utilizadas. Face à dimensão do universo (vinte e quatro SCR), aos meios necessários e à informação disponível, procura-se estudar a totalidade da população, garantindo desta forma que todas as características do universo estão incluídas no trabalho.

Por último, apresentam-se os resultados obtidos sobre a importância atribuída pelas SCR portuguesas aos critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*. Procura-se também identificar diferenças de comportamento entre as SCR portuguesas, tentando por um lado, formar grupos de SCR com características homogéneas na utilização desses critérios, e por outro lado, compreender se o processo de internacionalização e o tipo de capital das SCR as diferencia, na valorização dos diferentes critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento.

Na quinta e última fase do trabalho, são evidenciadas as conclusões e sugestões deste estudo.

## 2 - ENQUADRAMENTO GERAL

Neste capítulo serão apresentadas as considerações gerais sobre a actividade de CR nomeadamente o seu significado, a evolução histórica, as vantagens face ao financiamento tradicional, o tipo de investidores e de investimentos, e ainda a caracterização deste mercado em Portugal.

### 2.1 – Introdução ao capital de risco

#### 2.1.1 – Definição de capital de risco

A designação “capital de risco” corresponde à tradução da expressão anglo – saxónica, “venture capital”. A literatura existente sobre o financiamento das empresas é abundante em definições de CR. Gompers e Lerner (2001) e Black e Gilson (1998) consideram CR, uma solução de financiamento para projectos de elevado risco e com um elevado potencial de retorno. Parker e Parker (1998) definem CR dando atenção, ao investidor, à forma, ao prazo e ao retorno do investimento. Consideram o CR, como o investimento feito por investidores profissionais em capitais próprios, a longo prazo, onde o retorno do investimento são os ganhos de capital, e não os juros ou os dividendos. O retorno de capital é obtido quando o investidor vende a participação que detém da empresa financiada.

As SCR não são investidoras passivas. Oferecem aconselhamento às empresas onde investem (Brealey *et al.*, 2007). Muitas vezes, as SCR apoiam as suas participadas em diferentes áreas, nomeadamente na definição da estratégia empresarial, no aconselhamento financeiro e no recrutamento da equipa de gestão.

Em Portugal, a actividade da capital de risco, encontra-se definida no Decreto-lei (DL) n.º 375/2007, como sendo “*a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de capital alheio, em sociedades de elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respectiva valorização.*”

Por CR, no sentido que é utilizado neste trabalho, entende-se uma forma de financiamento de médio prazo, através da aquisição de partes do capital social das empresas com projectos de risco elevado, onde a SCR, participando no desenvolvimento da empresa financiada, espera obter elevados ganhos de capital, com a venda futura da sua participação.

### **2.1.2 – Evolução histórica**

Os investimentos em CR podem ser encontrados no século XV, na época dos descobrimentos, quando os reis portugueses e espanhóis financiavam expedições marítimas, sem qualquer garantia de retorno do seu investimento. Também o século XVIII, período da Revolução Industrial em Inglaterra, foi propício ao crescimento do CR. Nessa época, promotores de projectos de elevado risco recorriam a indivíduos endinheirados para obter financiamento para os seus projectos.

Até à década de 40 do século XX, o CR surge como uma actividade em que, famílias abastadas fornecem capital a empresas, particularmente de pequena dimensão, com elevado potencial de crescimento. É a partir dessa época que surgem nos EUA, as primeiras operações de CR, tal como as conhecemos hoje.

O capital de risco moderno nasceu em 1946 quando Georges Doriot, professor de Harvard, criou a *American Research & Development* juntamente com Karl Compton, presidente do *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), Merrill Griswold, presidente do *Massachusetts Investors Trust* e Ralph Flanders, presidente do Banco da Reserva Federal de Boston. A sociedade angariou fundos de indivíduos ricos e de universidades investindo-os em empresas recém-criadas de base tecnológica.

Actualmente, o CR tornou-se uma das formas de financiamento mais associadas a empresas empreendedoras recém-criadas, especialmente em indústrias de base tecnológica, como a biotecnologia, a tecnologia da informação e o comércio electrónico. A Amazon, a Apple, a Cisco, a e-Bay, a Intel, a Microsoft e a Netscape, são alguns exemplos de empresas dinâmicas e bem sucedidas da actualidade, que receberam CR no seu início.

Contudo, a evolução do CR não tem sido constante (Félix, 2005).



Em 1958, o governo dos EUA criou a *Small Business Administration* (SBA), que ao gerir um conjunto de fundos oriundos de famílias abastadas e de SBIC's (*Small Business Investment Companies*), permitiu o desenvolvimento da indústria de CR. Contudo, a sua capacidade de acção estava limitada, devido a constrangimentos de ordem burocrática, à falta de perícia profissional e à existência de um plano de incentivos defeituoso (Lerner, 1999).

Só na década de 70 foi possível a adopção de uma forma organizacional mais eficiente. A Lei *Employment Retirement Income Security Act* (1974, 1979, 1980) e o *Revenue Act* (1978) permitiram a adopção de um conjunto de medidas que conduziram a um espantoso aumento dos fundos investidos e a uma mais rápida profissionalização da indústria. Entre outras, destacam-se:

- Autorização aos fundos de pensão para investir no mercado de capital CR; e,
- Redução do imposto sobre ganhos de capital de 49,5% para 28%, e mais tarde para 20%.

De acordo com as estatísticas da National Venture Capital Association (NVCA), o investimento em capital de risco passou de cerca de um bilião de dólares em 1980, para cerca de 100 biliões de dólares no ano 2000.

O elevado crescimento que se verificou nos últimos anos da década de 90, deveu-se à expansão das indústrias das novas tecnologias e à conjuntura favorável para a venda em bolsa das participações das SCR.

Os atentados do 11 de Setembro em Nova Iorque, a queda do índice *Nasdaq* e a maior dificuldade em vender as participações em bolsa, foram factores que contribuíram para a quebra acentuada que se verificou a partir de 2001 na indústria de CR.

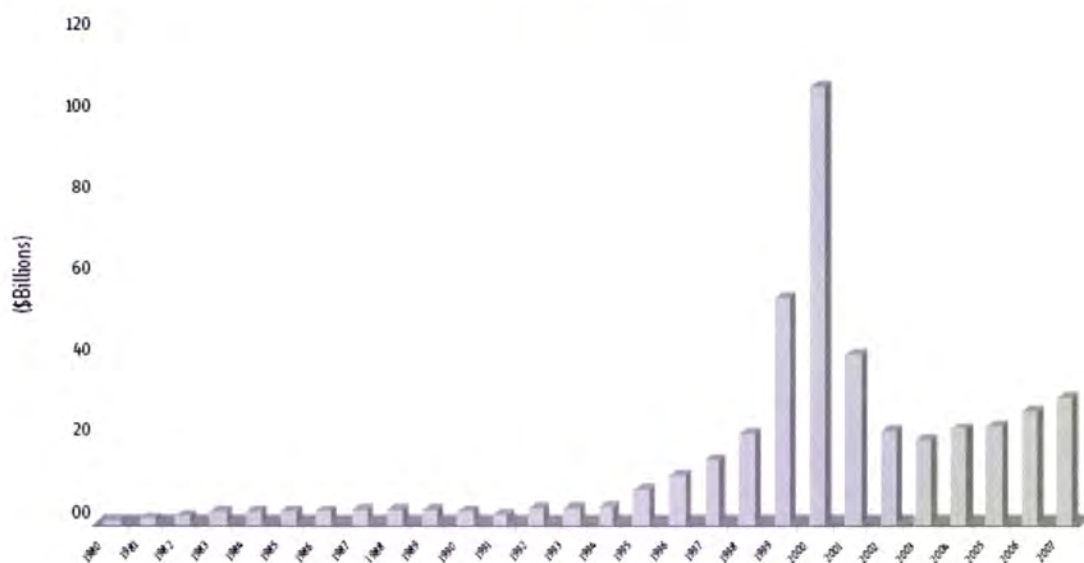
A Figura 1 mostra uma nova fase de crescimento a partir de 2005. Pelo quarto ano consecutivo, o nível de investimento em CR cresceu, atingindo em 2007, cerca de 30 biliões de dólares.

Ainda segundo a NVCA (2008), este novo ciclo deve-se a três ordens de razões:

- Muitas empresas fundadas no início do milénio encontram-se na sua fase de maturidade, exigindo novos e avultados *rounds* de financiamento;

- Alguns sectores que beneficiaram de mais atenção, como os dispositivos médicos e as indústrias de tecnologia limpa, tendem a ter maior dimensão e a necessitar de mais capital; e,
- As SCR tendem a deter, durante um maior período de tempo, os investimentos em carteira, devido à dificuldade da venda das participações, especialmente em bolsa.

**Figura 1 – Montantes investidos em capital de risco em biliões de dólares, entre 1980 e 2007, nos EUA**



Fonte: NVCA, 2008.

Até ao início da década de 90, o capital de risco manteve-se como um fenómeno essencialmente americano. Hoje em dia, é uma indústria de tamanho considerável na Europa e na Ásia.

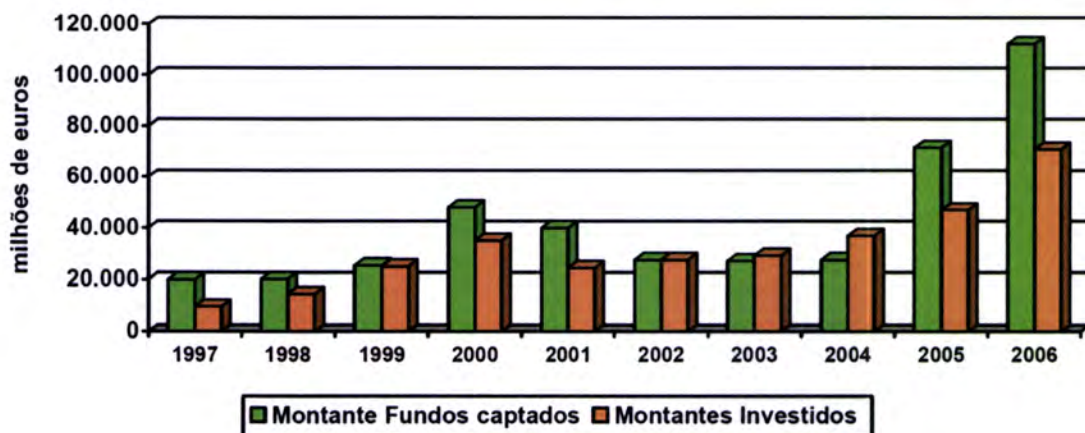
Actualmente, o CR encontra-se numa fase de elevado desenvolvimento na Europa. Para isso, muito contribui a importância que os diferentes Estados Membros da União Europeia (UE) lhe têm dado. Por exemplo:

- No Livro Verde *“Espírito Empresarial na Europa”* (2003), é dado especial relevo ao papel que o CR pode ter no financiamento de projectos inovadores, que de outra forma, dificilmente se realizariam. A Comissão das Comunidades Europeias considera que *“a Europa deve continuar a desenvolver os seus mercados de CR como alternativa ao crédito bancário (...) No âmbito dos fundos estruturais, a Comissão Europeia pediu aos Estados Membros que privilegiassem o financiamento com CR”*; e,

- A existência de CR nos estados iniciais das empresas é um dos indicadores utilizados pelo EIS para medir a inovação dentro das empresas.

A evolução do mercado de CR na Europa acompanhou a tendência verificada nos EUA. Após atingir o valor máximo no ano 2000, os montantes investidos em CR sofreram uma queda acentuada em 2001, que se prolongou até ao final de 2003. A partir de 2004, a actividade de CR na Europa voltou a crescer, atingindo em 2006 valores históricos, quer ao nível dos fundos captados (112.300 milhões de Euros), quer ao nível dos montantes investidos (71.200 milhões de Euros). Segundo a APCRI e Ernst & Young, (2006), o desempenho das aplicações de CR na Europa, com uma elevada taxa de retorno a 1 ano (21,3%), associado a um baixo custo da dívida, tornaram o mercado de CR muito atractivo (Figura 2).

**Figura 2 – Montantes anuais de fundos captados e montantes anuais investidos em capital de risco na Europa, entre 1997 e 2006**



Fonte: EVCA, 2007.

No ano de 2007, e de acordo com estatísticas preliminares, verificou-se um abrandamento da actividade de CR na Europa. Os montantes investidos em CR no ano 2007 diminuíram cerca de 4% face ao ano de 2006 (European Private Equity and Venture Capital Association - EVCA, 2007).

### 2.1.3 - Vantagens do financiamento de capital de risco face ao financiamento tradicional

O investimento em CR tem sido muitas vezes associado a financiamentos em empresas novas, com produtos inovadores. No entanto, o CR é também utilizado muitas vezes na reestruturação das empresas já existentes. O elevado risco associado a estes projectos faz com que dificilmente os empreendedores consigam obter financiamento através das formas tradicionais, como os empréstimos bancários ou os empréstimos obrigacionistas. Os investidores em CR são atraídos por estes projectos, devido a uma perícia particular que eles sabem que possuem (Wright e Robbie, 1998).

Para além das dificuldades que os empreendedores podem encontrar em obter fundos junto das fontes de financiamento tradicional, o financiamento via CR apresenta várias vantagens face ao endividamento (Wright e Robbie, 1998; APCRI e Ernst & Young, 2006).

A Tabela 1 descreve as principais diferenças entre o financiamento através de CR e o financiamento através de endividamento, procurando simultaneamente evidenciar as vantagens do recurso ao CR.

**Tabela 1 – Principais diferenças entre o financiamento através de CR e o financiamento através de endividamento**

	<b>Capital de Risco</b>	<b>Endividamento</b>
<b>Horizonte temporal</b>	Médio e longo prazo.	Qualquer prazo.
<b>Forma de financiamento</b>	Capitais próprios.	Capitais alheios.
<b>Rounds de financiamento</b>	Em várias etapas, possibilitando à empresa ter sempre disponíveis capitais permanentes ajustados às suas necessidades.	É efectuado apenas num <i>round</i> .
<b>Garantias</b>	A SCR não exige garantias especiais. Se o negócio se tornar inviável, fica na mesma posição que os outros sócios.	O financiador exige garantias patrimoniais por parte da empresa e dos seus sócios.
<b>Envolvimento no negócio</b>	A SCR empenha-se totalmente no negócio até à venda da sua participação. Participa muitas vezes nas definições estratégicas da empresa, dependendo o seu envolvimento da experiência da equipa de gestão da empresa. Este envolvimento permite acrescentar valor à empresa, já que os gestores das SCR têm muita experiência em áreas como o aconselhamento financeiro, a estratégia empresarial e o recrutamento.	A eventual assistência à equipa de gestão por parte do financiador é considerada um serviço adicional.

	<b>Capital de Risco</b>	<b>Endividamento</b>
<b>Atitude face ao risco</b>	A SCR é um parceiro da empresa que partilha os riscos do negócio e que contribui para a sua gestão e valorização. Se o negócio correr abaixo das expectativas iniciais a SCR irá juntamente com a empresa, tentar encontrar as melhores soluções.	A entidade financiadora salvaguarda o risco. No caso de problemas, tentará renegociar a dívida, impondo mais garantias ou antecipando o reembolso, para salvaguardar a sua posição.
<b>Credibilidade da empresa face a outros agentes no mercado</b>	O financiamento através de CR permite melhorar a credibilidade da empresa porque: - O seu potencial de negócio foi exaustivamente avaliado pela SCR; e, - O financiamento é feito sem aumentar o passivo, permitindo à empresa melhorar os seus rácios financeiros.	O financiamento através de dívida: - Aumenta o passivo da empresa; e, - Dificulta a obtenção de novos <i>rounds</i> de financiamento, caso a empresa e os sócios não consigam prestar novas garantias.
<b>Reembolso e rendibilidade do investimento</b>	O pagamento de dividendos e o reembolso de capital à SCR depende do sucesso de negócio.	O pagamento de juros e o reembolso de capital são feitos mediante planos pré definidos. O retorno depende apenas do cumprimento do plano de pagamentos e da manutenção dos activos apresentados como garantia.

Fonte: Autor com base em Wright e Robbie, 1998; APCRI e Ernst & Young, 2006.

Em síntese o recurso ao CR é, comparativamente ao endividamento, uma forma de financiamento mais ajustada às necessidades da empresa, permitindo em cada momento a obtenção não apenas de recursos financeiros, mas também de apoio à equipa de gestão. Por outro lado, o recurso ao CR permite ao empreendedor partilhar o risco com a SCR.

#### 2.1.4 – Tipos de Investidores

A actividade de CR é regulamentada actualmente em Portugal pelo Decreto-lei nº 375/2007 de 8 de Novembro (Anexo 1).

De acordo com a legislação em vigor, a gestão de fundos, para efectuar financiamentos através de CR, é feita por dois tipos de investidores: as Sociedades de Capital de Risco (SCR); e, os Investidores em Capital de Risco (ICR), normalmente designados por *business angels*. Ambos têm como principal objecto realizar investimentos em CR. No decorrer da sua actividade, podem ainda (de acordo com o nº 3 do artº 6 do DL nº 375/2007) desenvolver actividades que se revelem necessárias à prossecução do seu

objecto principal, nomeadamente, prestar assistência aos diferentes sectores das empresas participadas.

As SCR têm ainda como objecto principal, a gestão de Fundos de Capital de Risco (FCR).

Os FCR são legalmente considerados “*patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas dotados de personalidade judiciária, pertencentes ao conjunto dos titulares das respectivas unidades de participação*”. Os FCR são fechados e têm um capital subscrito mínimo de € 1.000.000. Cada investidor investe no FCR um determinado montante de dinheiro, por um período limitado de tempo (10 anos na Europa e 12 anos nos EUA), esperando obter o reembolso do montante investido e uma elevada taxa de retorno.

Os *business angels* são investidores particulares que afectam parte do seu património pessoal à actividade de CR. Apostam os seus conhecimentos e a sua experiência em projectos inovadores, normalmente liderados por empreendedores que se encontram no início de actividade.

Em ambos os casos, SCR e *business angels*, o objectivo é a valorização do investimento realizado, na expectativa de alienar a sua participação por um valor que lhe permita realizar elevados ganhos de capital.

A Tabela 2 apresenta as principais diferenças entre as SCR e os *business angels*.

**Tabela 2 – Principais diferenças entre as SCR e *business angels***

	<i>Business Angels</i>	SCR
<b>Perfil</b>	Empreendedores.	Investidores.
<b>Fundos investidos</b>	Próprio dinheiro.	Dinheiros dos investidores dos fundos.
<b>Empresas apoiadas</b>	Pequenas, que ainda não se encontram em actividade.	Empresas de média e grande dimensão que se encontram em crescimento.
<b>Avaliação do potencial do negócio</b>	Baseada na experiência, com custos mais baixos.	Profunda, com custos superiores.
<b>Proximidade geográfica</b>	Importante.	Menos importante.
<b>Contratos</b>	Simple.	Pormenorizados.

	<i>Business Angels</i>	SCR
<b>Acompanhamento pós-investimento</b>	Activo.	Estratégico.
<b>Envolvimento na gestão</b>	Importante.	Pouco importante.
<b>Previsão e via de saída</b>	Menos importante.	Muito importante.
<b>Retorno do investimento</b>	Importante, mas menos exigente devido aos baixos custos associados ao processo de investimento.	Muito importante.

Fonte: Osnabrugge (2000), EBAN (2006).

### 2.1.5 – Tipos de Investimentos

Os investimentos efectuados pelas SCR podem ser classificados em função da etapa de desenvolvimento da vida da empresa que recorre ao CR (Lam 1991, Sahlman 1990 e Ruhnka e Young 1987). Não existe unanimidade no meio académico, quanto aos diferentes tipos de investimento existentes em CR, bem como, quanto ao seu significado.

Lam (1991) considera que o risco associado ao investimento depende da fase de desenvolvimento do negócio em que o financiamento é efectuado. Dividiu os tipos de investimentos efectuados pelas SCR em duas fases: *Early stage* e Expansão.

Na fase *Early stage*, estão incluídos os investimentos do tipo *seed capital* (investimento de pequeno montante, destinado a financiar uma ideia inovadora), *development financing* (destinado a financiar a construção do protótipo e a produção e comercialização do produto) e o financiamento *start-up* (esta fase é crucial para a aceitação do produto ou serviço no mercado, dado que o mesmo ainda não foi testado no mercado).

Na fase Expansão, estão incluídos todos os investimentos subsequentes, que têm como objectivo financiar o crescimento da empresa. Incluem-se apoio à contratação de recursos humanos, ao marketing e ao desenvolvimento de novos produtos. Por vezes, considera que é necessário efectuar um novo *round* de financiamento (*Brigde Finance*), antes da empresa ser admitida em bolsa.

De acordo com a APCRI e Ernst & Young (2006), os investimentos em CR, em Portugal, podem ser efectuados nas seguintes etapas de desenvolvimento empresarial das empresas:



- Capital Semente (*Seed Capital*) – Capital dirigido a projectos empresariais em fase de projecto e desenvolvimento, antes mesmo da instalação do negócio. O investimento destina-se muitas vezes à investigação, ao registo de patentes e à realização de estudos de mercado. Sahlman (1990) considera este investimento de pequeno montante, e permite analisar se uma ideia de negócio merece receber investimento adicional. Consideramos que, em projectos que envolvem o desenvolvimento de tecnologia, este tipo de investimento, mesmo nesta etapa, pode atingir montantes avultados.

- Capital Inicial (*Start-up*) – Capital destinado a financiar empresas que, apesar de já estarem a funcionar ou de estarem em fase final de instalação, ainda não iniciaram a comercialização dos produtos ou serviços. O investimento pode ter por objectivos, financiar o lançamento do produto com vista à sua penetração no mercado, recrutar a equipa de gestão e redefinir o plano de negócios a médio e longo prazo. O investimento, pode destinar-se não apenas a pequenos projectos empresariais oriundos de ideias originais, mas também a projectos suportados por grandes empresas que pretendem desenvolver a sua actividade de *Corporate Venturing*.

Sahlman (1990) considera que este financiamento se destina a empresas com menos de um ano de vida.

- *Other Early - stage* – Este tipo de investimento é dirigido a empresas que já concluíram a fase de desenvolvimento do produto ou que até já tenham iniciado a sua comercialização, mas que ainda não começaram a gerar lucros. O investimento destina-se a financiar a melhoria dos processos de fabrico e comercialização, e ao marketing. Sahlman (1990), denomina esta fase de *first stage – early development*, considera que o risco técnico é reduzido, uma vez que foi concluída com êxito a fase de desenvolvimento do produto e que já se realizaram estudos de mercado que justificaram investimentos adicionais.

- Expansão – Investimento destinado a empresas que atingiram a sua maturidade e que pretendem expandir o seu negócio para novos produtos ou novos mercados, aumentar a sua capacidade de produção, ou desenvolver técnicas de promoção e de comercialização. Por norma, estas empresas já se encontram a libertar resultados positivos (Sahlman, 1990).



- *Management Buy-out* (MBO) – Investimento destinado a apoiar a aquisição do controlo da empresa, pela administração ou por sócios minoritários. Caso o financiamento destas operações seja acompanhado pelo recurso ao endividamento, denomina-se *Leverage Buy-out* (LBO).

- *Management Buy-in* (MBI) – Investimento destinado a apoiar a aquisição do controlo da empresa por parte de uma equipa de gestão externa à empresa. Caso o financiamento se destine a permitir o controlo da empresa pela administração, apoiada por uma equipa de gestores externa à empresa, denomina-se *Buy-in Management Buy-out* (BIMBO).

- *Bridge Finance* – Investimento destinado a apoiar uma empresa, com vista a reforçar a sua estrutura financeira, tornando-a mais atractiva a potenciais investidores. Este tipo de financiamento denominado por Sahlman (1990), como *mezzanine investment*, verifica-se por exemplo, no período de transição de uma empresa, até à sua admissão à bolsa de valores.

- *Resgate* (*Turnaround*) – Investimento destinado a empresas em situação de pré falência, com vista à sua reestruturação económico-financeira. Implica normalmente alterações ao nível da equipa da gestão e da organização interna.

- *Capital de Substituição* – Investimento que permite a aquisição de uma participação de capital da empresa, com vista a substituir a sua estrutura societária.

Outros autores procuraram estabelecer uma relação entre os diferentes tipos de investimento e os diferentes tipos de investidores.

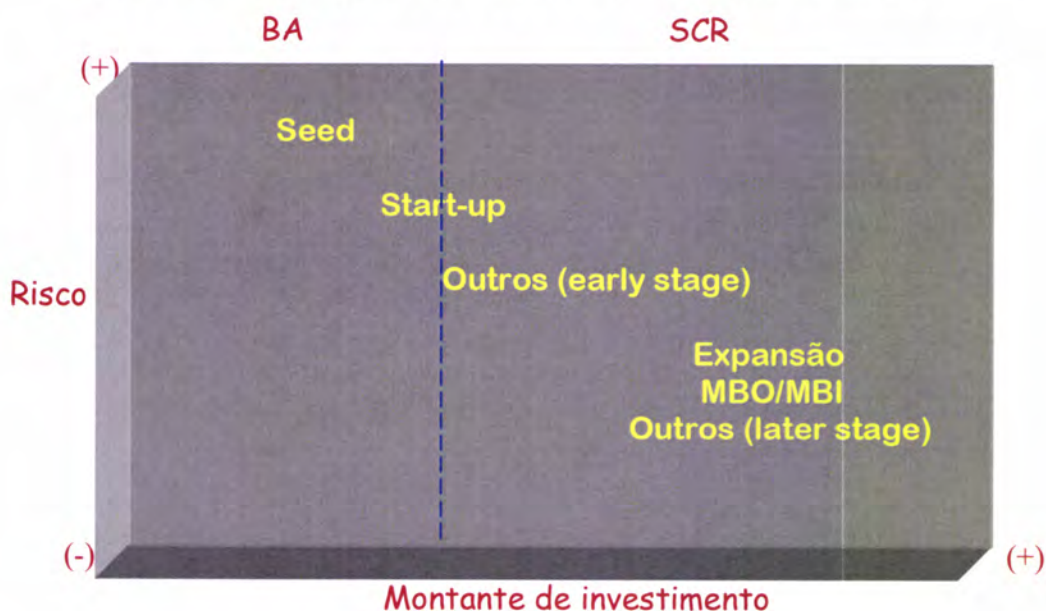
Para Sudek (2007), os *business angels* financiam projectos na fase *early-stage*, essencialmente *seed capital*, enquanto as SCR preferem investir nas fases posteriores do desenvolvimento do negócio.

A figura 3 permite concluir que os investimentos do tipo *early-stage*, caracterizam-se por envolver montantes de financiamento mais reduzidos que os investimentos do tipo *Later-stage*, embora o risco associado seja mais elevado. Os *business angels* preferem

projectos na fase *seed* e *start-up*, ao contrário das SCR, que apostam em todos os tipos de investimentos.

**Figura 3 – Tipos de investimento em CR, por montante de investimento, nível de risco e por tipo de investidor**

(BA = *Business Angels*; SCR = *Sociedades de capital de risco*)



**Fonte:** Autor, com base em Osnabrugge (2000), Sahlman (1990), Lam (1991), Sudek (2007) e APCRI e Ernst & Young (2006).

## 2.2 – O Capital de Risco em Portugal

### 2.2.1 – Evolução histórica

Na Europa, o CR desenvolve-se a partir dos anos 80, em particular no Reino Unido, seguido da França, Alemanha e da Holanda (Félix, 2005).

Em Portugal, o processo iniciou-se mais tarde e de forma mais lenta. As primeiras SCR aparecem apenas em 1986, fruto da introdução na economia portuguesa de legislação específica sobre o sector.

Nessa época, essencialmente devido a uma conjuntura económica favorável, esta actividade entrou num período de crescimento. O aproveitamento de fundos comunitários, a concessão de benefícios fiscais por parte do Estado e as expectativas

sobre elevadas e rápidas taxas de retorno, contribuíram para o aumento quer do número de agentes no mercado, quer dos montantes de investimento envolvidos.

Contudo, factores como o processo de privatização das empresas portuguesas e as falsas expectativas sobre as elevadas taxas de retorno a curto prazo, levaram algumas empresas a abandonar o mercado.

Banha (2000) aponta várias razões que estão na origem das dificuldades do sector nessa fase:

- Participações financeiras efectuadas junto de empresas que se encontravam num estado financeiro à partida débil;
- Falta de tradição e experiência;
- Regulamentação fiscal e legal desadequada;
- Peso do Estado; e,
- Mentalidade portuguesa.

A partir dos finais da década de 90, a evolução do mercado de CR em Portugal tem sido idêntica ao verificado nos restantes países da Europa. O mercado entrou num novo ciclo de crescimento. Portugal tem sido um dos países que melhor desempenho tem registado ao nível da dinamização dos investimentos em CR nos últimos anos (IAPMEI, 2007).

### **2.2.2 – Caracterização do capital de risco em Portugal**

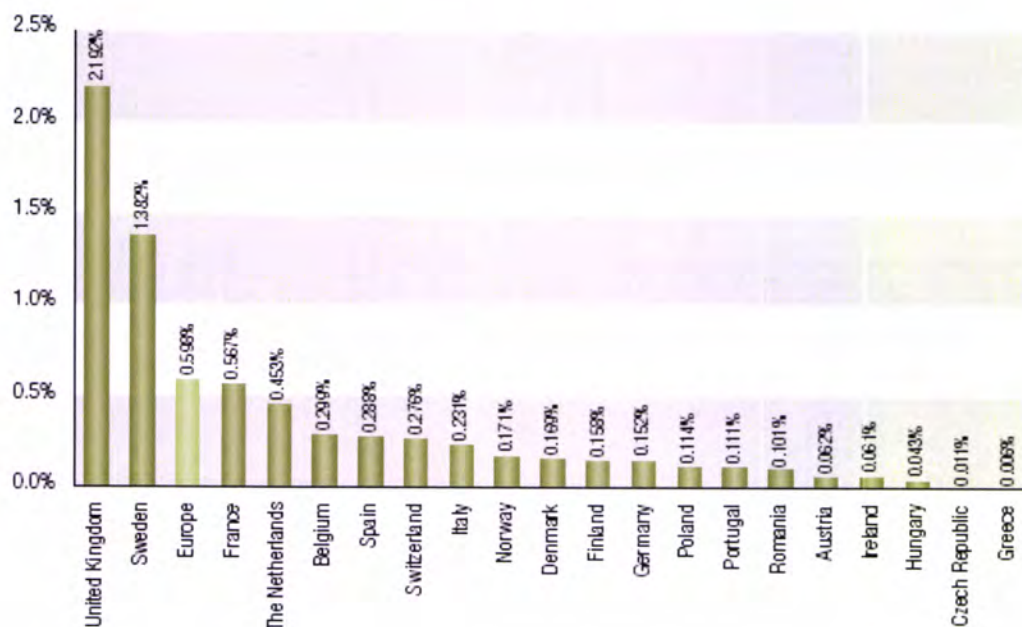
O mercado de CR dos países da Europa apresenta características bastante diferentes, quer em termos de dimensão, quer em termos de ambiente fiscal e legal.

Através da figura 4 verifica-se que o mercado de CR em Portugal apresenta uma dimensão bastante reduzida comparativamente a países como o Reino Unido, a França e a Alemanha. Por exemplo, os novos investimentos realizados em Portugal, em 2005, correspondem a apenas a 1,54%, do valor total apresentado para a Europa.

Também, em termos relativos, o valor dos investimentos realizados em Portugal em percentagem do PIB (0,111%) é um dos mais baixos, comparativamente aos outros países da Europa.



**Figura 4 – Investimentos em capital de risco em percentagem do PIB, para países da Europa, ano 2006**



Fonte: EVCA, 2007.

Portugal apresenta um ambiente fiscal e legal propício para o desenvolvimento da actividade de CR. O valor deste indicador (Figura 5) é melhor que o valor da média europeia.

De acordo com o estudo realizado pela EVCA (2006), apesar do ambiente geral ser favorável, ainda existe espaço para melhorar em Portugal. Por um lado, os fundos de pensões ainda estão sujeitos a restrições quantitativas. Por outro, as empresas objecto de financiamento recebem poucos incentivos fiscais ao investimento em Investigação e Desenvolvimento (*I&D*).

**Figura 5 – Ambiente legal e fiscal para o desenvolvimento do capital de risco.**

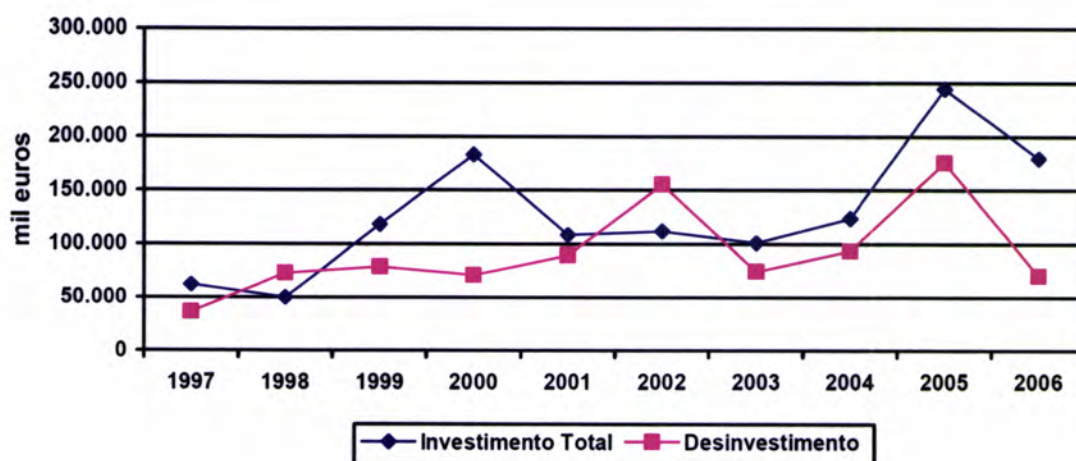
**(1 = mais favorável, 3 = menos favorável)**

<b>Ranking countries</b>			
<b>Results for 2006</b>		<b>Results for 2004</b>	
<b>Country</b>	<b>Total Score</b>	<b>Country</b>	<b>Total Score</b>
Ireland	1.27	United Kingdom	1.26
France	1.36	Luxembourg	1.49
United Kingdom	1.46	Ireland	1.53
Belgium	1.51	Greece	1.75
Spain	1.52	Netherlands	1.76
Greece	1.55	Portugal	1.81
Netherlands	1.60	Belgium	1.82
Luxembourg	1.62	<b>Hungary</b>	<b>1.86</b>
Portugal	1.71	Italy	1.86
Italy	1.72	France	1.89
Austria	1.74	Switzerland	1.95
Denmark	1.75	Spain	1.96
<b>Hungary</b>	<b>1.83</b>	<b>Total Average</b>	<b>1.97</b>
Switzerland	1.83	Norway	2.04
<b>Total Average</b>	<b>1.84</b>	Sweden	2.05
Finland	1.91	<b>Czech Republic</b>	<b>2.12</b>
<b>Estonia</b>	<b>2.08</b>	<b>Poland</b>	<b>2.13</b>
Norway	2.08	Finland	2.30
Sweden	2.12	Germany	2.37
<b>Latvia</b>	<b>2.12</b>	Austria	2.42
Germany	2.15	Denmark	2.46
<b>Poland</b>	<b>2.16</b>	<b>Slovak Republic</b>	<b>2.49</b>
<b>Slovak Republic</b>	<b>2.17</b>		
<b>Czech Republic</b>	<b>2.21</b>		
<b>Slovenia</b>	<b>2.26</b>		
<b>Romania</b>	<b>2.35</b>		

**Fonte:** Peninon-Bernard, 2007.

Exceptuando os anos de 1998 e de 2002, o montante de investimento total em CR foi sempre superior ao montante de desinvestimento (Figura 6). O investimento total, após o decréscimo no ano 2001, voltou a crescer até 2005, sofrendo nova descida em 2006, para valores próximos dos verificados no ano 2000.

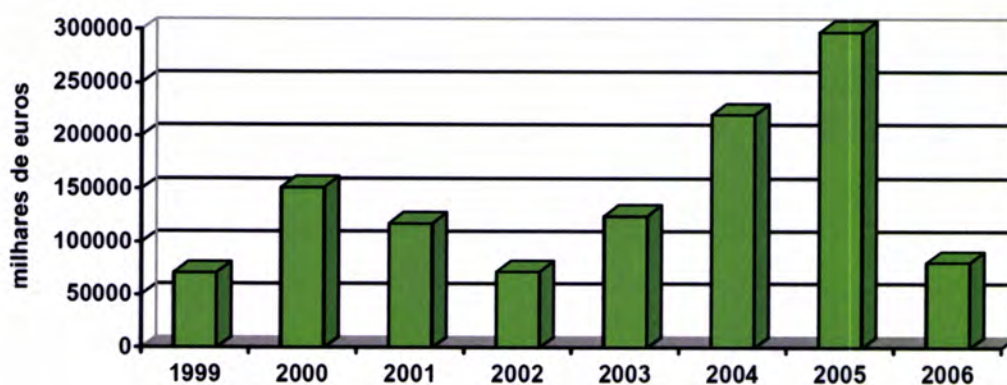
**Figura 6 – Montantes de investimento total e desinvestimento em capital de risco**



Fonte: APCRI e Ernst Young, 2003, 2004, 2005, 2006 e 2007.

Através da figura 7 verifica-se que a evolução do montante de fundos captados, acompanhou a evolução dos montantes do investimento e do desinvestimento em CR.

**Figura 7 – Montantes de fundos captados**

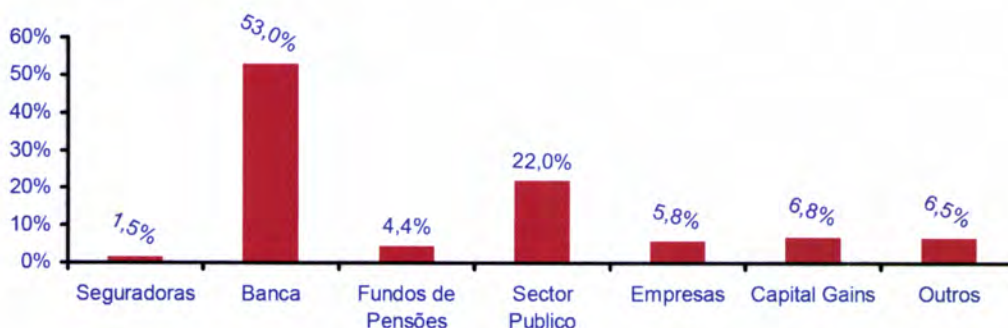


Fonte: APCRI e Ernst Young, 2007.



Entre 2004 e 2006, a banca e o sector público são os principais investidores em fundos de CR (Figura 8), representando conjuntamente 75% do montante dos fundos captados.

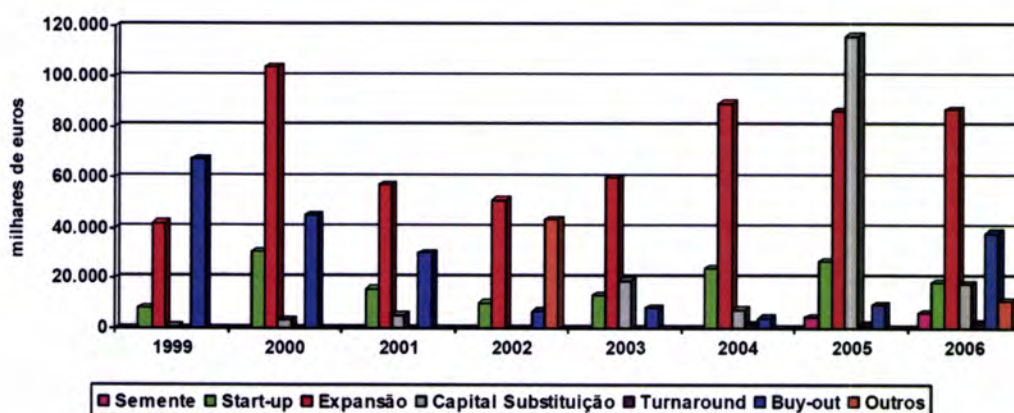
**Figura 8 – Montantes de fundos captados por tipo de investidor, entre 2004 – 2006**



Fonte: Do autor com dados da APCRI e Ernst Young, 2007.

Como se observa na figura 9, o mercado português de CR é caracterizado por investimentos do tipo expansão, seguido de investimento do tipo *buy-out*.

**Figura 9 – Evolução dos montantes investidos, por formas de investimento em capital de risco**

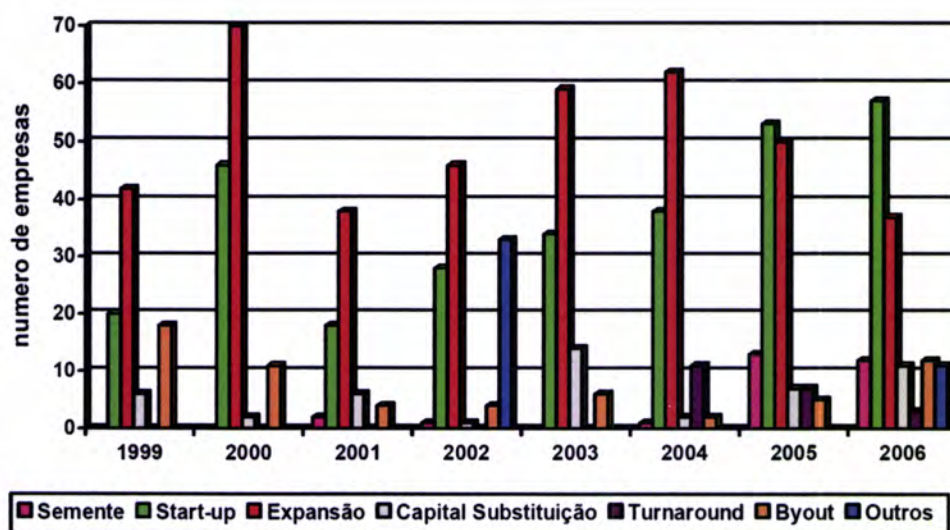


Fonte: APCRI e Ernst Young, 2007.

A figura 10 permite concluir que até 2004, o tipo de investimento expansão, foi aquele onde se realizaram o maior número de investimentos. A partir de 2005 passou a ser o tipo de investimento *start-up*.

Destaca-se a aumento da importância relativa dos investimentos do tipo *early-stage* (*seed e start-up*) ao longo do período. Em 1999, 23,3% do total de empresas, efectuou investimentos deste tipo, enquanto em 2006, esse número subiu para 48,3%.

**Figura 10 – Número de empresas que receberam investimento, por formas de investimento em capital de risco**

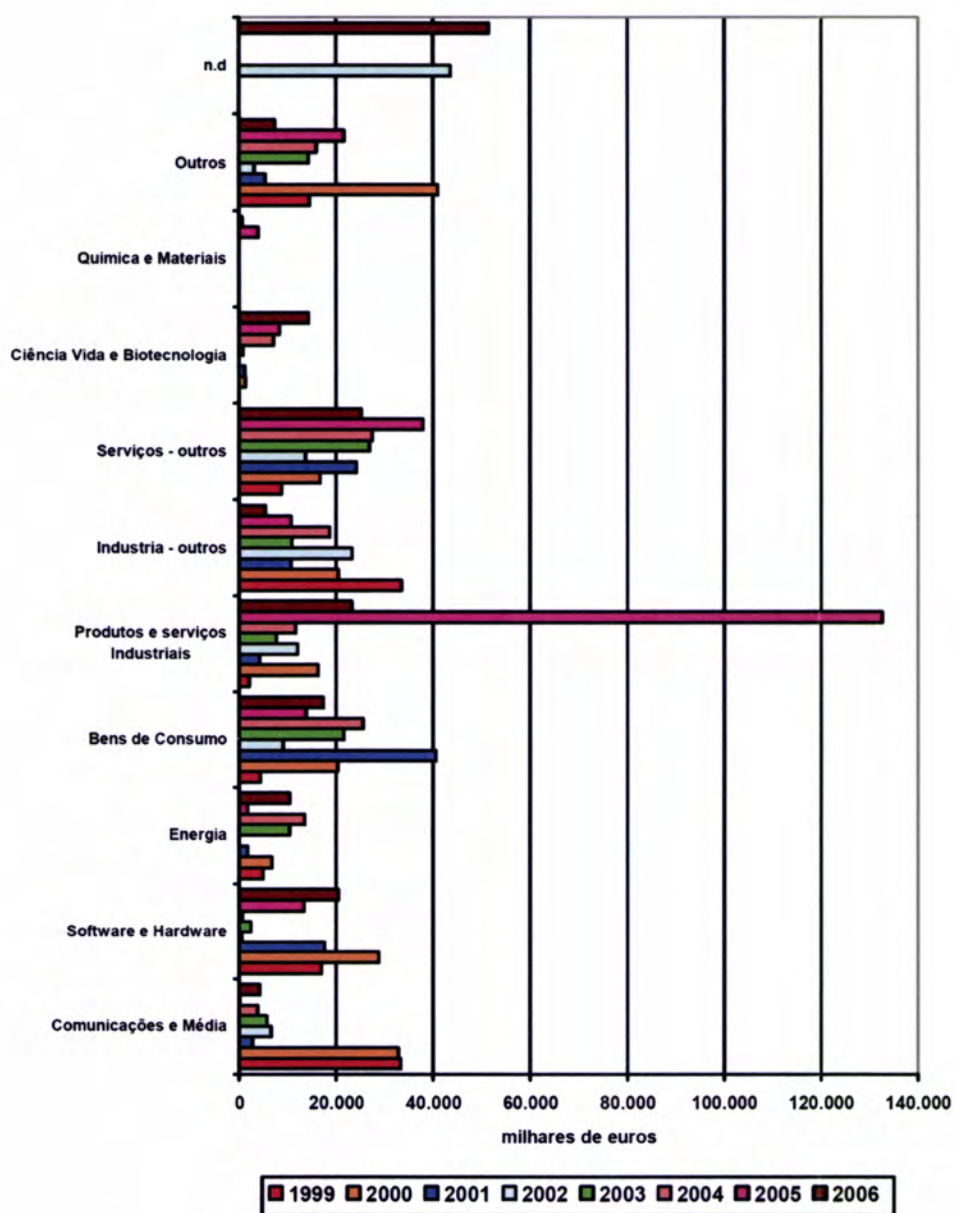


Fonte: APCRI e Ernst Young, 2007.

Através da figura 11, conclui-se que ao longo do período de referência, não existe uma predominância do investimento em CR, em determinados sectores específicos. Salienta-se o facto de, no ano 2006, os sectores dos Serviços, Produtos e Serviços Industriais, Software e Hardware e Bens de consumo, terem sido aqueles que obtiveram mais investimento em CR.



**Figura 11 – Investimentos em capital de risco por sector**



Fonte: APCRI e Ernst Young, 2007.

### **3 – O PROCESSO DE INVESTIMENTO EM CR**

O processo de investimento em CR é composto por diferentes fases ou etapas. Para um melhor enquadramento do problema em estudo, será efectuada neste capítulo uma breve caracterização das diferentes fases do processo de investimento em CR.

#### **3.1 – O processo de tomada de decisão**

O exercício desta actividade, obriga as SCR a procurar projectos com um grande potencial de crescimento, para que a participação adquirida seja remunerada em função do risco assumido. A aposta em projectos liderados por empreendedores jovens e inexperientes, onde o negócio está sujeito muitas vezes a rápidas alterações, quer em termos tecnológicos, quer em termos macroeconómicos, pode afectar o desempenho esperado do investimento realizado.

Descreve-se de seguida, algumas das formas encontradas pelas SCR para reduzir o risco da sua actividade:

- A experiência e os conhecimentos dos gestores das SCR podem ter um papel determinante no sucesso dos investimentos, originando a preferência por projectos relativos a mercados com os quais a SCR esteja familiarizada;
- A diversificação da carteira de investimentos, para que os insucessos relativos a alguns investimentos sejam mais do que compensados pelo sucesso dos restantes;
- Associar-se a outros investidores num mesmo investimento. Este processo permite às SCR diversificar a sua carteira e dividir o risco; e,
- Desenvolver um processo de tomada de decisão rigoroso, que permita reduzir as incertezas relativamente aos investimentos a realizar.

Relativamente a este último tema, a sua compreensão permite não só às SCR melhorar a sua eficácia na tomada de decisão (Shepherd, 1999), como também auxiliar os empreendedores na obtenção dos fundos que necessitam (Timmons e Gumpert, 1982).

Desde a década de 70 do século XX, que vários investigadores académicos procuram descrever e compreender o processo de tomada de decisão das SCR (p. ex. Wells, 1974;

Tyebjee e Bruno, 1984; Hall, 1989; Fried e Hisrich, 1994; Boocock e Woods, 1997; Bliss, 1999; e, Silva, 2004).

De acordo com Silva (2004), os modelos existentes sobre este tema permitem concluir que: (1) o processo de tomada de decisão em CR se desenvolve em várias fases ou etapas; e, (2) a avaliação de propostas propriamente dita envolve pelo menos duas fases – selecção e avaliação.

Dos trabalhos referidos, destaca-se o que foi desenvolvido por Tyebjee e Bruno (1984) por ser uma referência na análise do processo de decisão das SCR.

O seu modelo, desenvolvido nos EUA, descreve as actividades de CR como um processo ordenado, envolvendo cinco fases sequenciais:

- Fase 1 (*Deal Origination*). Nesta primeira fase, descreve-se a forma como os potenciais negócios chegam às SCR. Normalmente chegam por três vias diferentes: os empreendedores contactam as SCR; através da comunidade de CR (através de outros agentes, nomeadamente antigos investidores ou bancos); e através da procura activa da própria SCR. Nesta primeira fase, é normal a SCR solicitar ao empreendedor o plano de negócios.

- Fase 2 (*Deal Screening*). Nesta fase, a SCR selecciona, das inúmeras propostas recebidas, aquelas que devem continuar a ser analisadas. A selecção baseia-se em quatro critérios: a dimensão do investimento e a política de investimento da SCR; a tecnologia e o sector de mercado; a localização geográfica; e, a fase de financiamento.

- Fase 3 (*Deal Evaluation*). Nesta fase as SCR avaliam, através da utilização de diferentes critérios, as propostas que passaram a fase de *Deal Screening*.

- Fase 4 (*Deal Structuring*). Nesta fase, a SCR e o empreendedor definem os termos do negócio, nomeadamente, o preço de entrada, as cláusulas de protecção de gastos, os salários da equipa de directores, bem como a forma como é efectuado o financiamento.

- Fase 5 (*Post Investment activities*). A SCR assessoria a empresa financiada em áreas como o recrutamento da equipa de gestão, o planeamento estratégico e a realização de investimentos de expansão.

Importa também referir as principais conclusões do trabalho desenvolvido em Portugal por Silva (2004), sobre o processo de tomada de decisão das SCR.

Silva (2004) sugere que os estudos anteriores sobre o processo de decisão das SCR, nomeadamente Tyebjee e Bruno (1984), apresentam dois tipos de limitações. Por um lado, os métodos de recolha de dados utilizados, não permitem a recolha de informação em tempo real (no momento em que ocorre), nem permitem perceber a dinâmica do processo. Por outro lado, apresentam a limitação de se referirem a mercados de CR de grande dimensão, que se encontram na sua fase de maturidade, não reflectindo por isso, a realidade da maioria dos mercados dos países europeus.

Silva (2004) procurou, com o seu trabalho, compreender o processo de decisão das SCR, num mercado de pequena dimensão, numa *perspectiva processual*. Realizando um estudo de caso numa SCR portuguesa, procedeu à recolha de informação através do método da *observação participante*.

Existem várias diferenças entre as conclusões do seu estudo e as conclusões de estudos anteriores. Destacam-se aquelas que, na perspectiva de Silva (2004), podem resultar da dimensão e da maturidade do mercado:

- O processo de tomada de decisão é mais interactivo do que aquilo que estudos anteriores demonstram. Por exemplo, enquanto nos modelos anteriores, a interacção entre a SCR e o empreendedor, apenas ocorre após uma primeira fase de selecção, Silva (2004) sugere, no seu estudo, que esta interacção acontece logo no início do processo. As SCR são abordadas pelos empreendedores por e-mail ou por telefone no sentido de se agendar uma reunião. Este processo de interacção é aproveitado pelas SCR para rapidamente perceberem se a ideia de negócio é interessante. Serve também para explicar aos empreendedores como funciona o processo de investimento em CR, já que, ao contrário dos mercados de grande dimensão, o conhecimento que os empreendedores têm sobre o CR é reduzido.

- Nas diferentes fases do processo de decisão, existem actividades que acontecem simultaneamente e não sequencialmente, como indicam os estudos anteriores. Por exemplo, na fase de *Deal Evaluation*, uma proposta pode passar por vários ciclos de avaliação. Num mercado de grande dimensão, a proposta, nesta fase, é aceite ou rejeitada. Num mercado de dimensão reduzida, Silva (2004) sugere que a SCR pode reavaliar a proposta, com base na necessidade de recolher informação adicional que permita modificar ou desenvolver o plano de negócios.



A Tabela 3 descreve as fases dos principais modelos desenvolvidos, relativamente ao processo de tomada de decisão em CR.

**Tabela 3 – Fases do processo de tomada de decisão em CR**

Wells (1974)	Tyebjee e Bruno (1984)	Hall (1989)	Fried e Hisrich (1994)	Boocock e Woods (1997)	Bliss (1999)	Silva (2004)
Search for investment	Deal Origination	Generation deal flow	Deal origination	Generation a deal flow	Origination	Deal Origination
Screening of proposals	Screening	Proposal screening	Firm specific screen	Initial screening	Generic screen	Informal screening
		Proposal assessment	Generic screen	First meeting		Formal screening
Evaluation of proposals	Evaluation	Project evaluation	First phase evaluation	Second meeting	First phase evaluation	Evaluation
				Board presentation		
	Due diligence	Secon phase evaluation	Due diligence	Second phase evaluation	Closing	
Deal Structuring	Deal Structuring	Closing	Deal structuring	Deal Structuring		

Fonte: Autor com base em Silva (2004).

### 3.2 – A estruturação e o acompanhamento do investimento

Após a decisão de investimento, a fase seguinte passa pela estruturação da operação.

Nesta fase serão assinados os acordos entre a SCR e a empresa financiada, que permitem salvaguardar os direitos e as obrigações de ambas as partes.

Hoffman e Blakey (1987) referenciaram alguns aspectos que figuram nesses acordos (p.ex. vencimentos e prémios da equipa de gestão, informação a prestar à SCR e a sua periodicidade, lugares da SCR no conselho de administração, indemnizações em caso de incumprimento, cláusula de exclusividade para novos *rounds* de financiamento).

A estrutura financeira da operação é outro dos aspectos a considerar nesta fase. A estrutura financeira varia de negócio para negócio (Burns, 2007). As formas de financiamento mais utilizadas pelas SCR são as acções ordinárias, as acções preferenciais e o financiamento através de dívida.

A escolha da forma de financiamento a utilizar depende de vários factores (p.ex. objectivos das partes, etapa de desenvolvimento do projecto, custos da operação).

Nos investimentos *later-stage* (as empresas já libertam fundos), o financiamento por via de dívida permite, através do aumento dos encargos financeiros, obter uma poupança fiscal. Nos investimentos *early-stage*, onde o risco é muito elevado, o financiamento é feito, normalmente, através de acções preferenciais.

Após a definição da estrutura financeira e da assinatura dos acordos, é feita a gestão e o acompanhamento do investimento por parte da SCR. Aliás, esta é uma das características que diferencia o CR das formas do financiamento tradicional.

Uma vez que o risco dos projectos financiados por CR é extremamente elevado, o seu sucesso depende largamente da capacidade de gerir um *oceano de turbulência e de incertezas*. Desta forma, as SCR fazem sugestões e recomendações às empresas financiadas, numa forma mais intensiva (Carvalho, 1996).

O grau de envolvimento na gestão do investimento depende da fase de desenvolvimento em que a empresa financiada se encontra:

- Nas empresas que se encontram na fase *early-stage*, existe um maior envolvimento por parte das SCR, já que são investimentos em empresas jovens, muitas vezes lideradas por empreendedores sem experiência. Este tipo de envolvimento denomina-se *Hands-On-Approach*;

- Nas empresas que se encontram na fase *later-stage*, o envolvimento por parte das SCR é menor, já que nestes casos as equipas de gestão dos projectos têm mais experiência. Este tipo de envolvimento denomina-se *Hands-Off-Approach*;

Segundo Fried e Hisrich (1995), para além do financiamento, as SCR fornecem às empresas:

- 1- Rede de contactos. Consiste no envolvimento da SCR com a equipa de gestão, em que aquela participa no recrutamento de gestores de topo, na angariação de potenciais investidores para novos *rounds* de financiamento e no apoio à definição de estratégias de marketing;

- 2- Imagem. As SCR bem sucedidas em anteriores financiamentos de CR transportam essa imagem para as novas empresas financiadas, aumentando a sua credibilidade no mercado;
- 3- Apoio moral. A SCR é vista pela empresa financiada como um amigo e parceiro com o qual é possível discutir os aspectos mais sensíveis da organização. Este apoio é particularmente importante em épocas de crise;
- 4- Conhecimentos gerais de gestão. A experiência e os conhecimentos de gestão das SCR são um contributo para o sucesso do negócio; e,
- 5- Disciplina. As SCR pressionam a equipa de gestão para atingir os objectivos delineados no plano de negócios e avaliam o trabalho do gestor de topo.

### **3.3 – A Saída ou Desinvestimento**

A última fase do processo de investimento em CR é a Saída ou Desinvestimento. As SCR irão alienar as suas participações, no sentido de obter mais valias com o investimento efectuado (Gompers, 2005). O espaço de tempo entre o investimento inicial e desinvestimento depende:

- Da legislação: na Europa pode ser até 10 anos e nos EUA, 12 anos; e,
- Das condições de mercado: normalmente 3 anos no caso dos investimentos *later-stage*, e sete anos no caso dos investimentos *early-stage*.

Apesar do momento e da forma de saída, estarem definidos por ambas as partes desde o início do processo, as constantes alterações do meio ambiente, poderão alterar os prazos estabelecidos inicialmente.

As formas mais comuns de saída, de acordo com a APCRI e Ernst & Young (2006), são:

- 1- Recompra da participação por parte dos anteriores proprietários (*Buyback*). Podem surgir de forma espontânea ou resultarem de acordos pré-estabelecidos no início do processo de investimento. As variantes mais comuns desta forma de saída são contratos promessa, opções de compra e de venda, e MBO;

- 2- Venda directa a terceiros (*Trade Sale*). A SCR vende a sua participação a investidores estratégicos ou a outra SCR. Os outros sócios da empresa mantêm a sua participação; e,
- 3- Venda em bolsa (*IPO*). Tipicamente, esta é a forma de saída mais rentável (Gompers, 2005). Contudo, a pouca expressão do mercado bolsista português e a inexistência ou o mau funcionamento de um mercado bolsista para pequenas e médias empresas ou para determinados sectores de actividade, faz com que esta forma de saída seja pouco expressiva em Portugal.

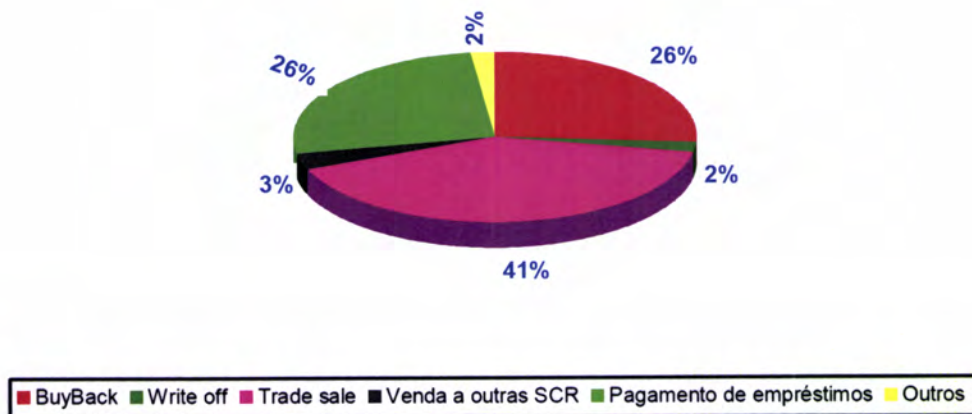
Para além das formas de saída referenciadas pela APCRI e Ernst & Young (2006), devem ser ainda levadas em conta mais três formas de saída:

- Liquidação (*Write-off*). Acontece quando os investimentos não têm sucesso;
- Aquisição (*Acquisition*). Verifica-se quando a totalidade da empresa participada é vendida a uma terceira parte. Esta forma de saída acontece, normalmente, quando o comprador está interessado na tecnologia desenvolvida pela empresa participada.
- Pagamento de empréstimos. Se o financiamento foi feito através de dívida, esta forma de saída, corresponde ao reembolso do capital investido e dos respectivos juros.

A Figura 12 permite concluir que a forma de saída que, em média, foi mais utilizada, em Portugal, no período 2005 – 2007, foi a *Trade Sale*, seguido do *Buyback* e do pagamento de empréstimos. Estes resultados confirmam a inexistência, em Portugal, de um mercado bolsista para pequenas e médias empresas, que permita realizar operações IPO, ao contrário do que acontece noutros países mais desenvolvidos. Na Europa, segundo dados da EVCA, a saída por IPO representou em média, no período 2002 – 2006, 12,3% do total de desinvestimentos, constituindo assim, uma forte alternativa para as SCR que pretendam vender as suas participações.



**Figura 12 – Forma de saída utilizada em Portugal, em percentagem do total, entre 2005 – 2007**



**Fonte:** Do autor com dados da APCRI e Ernst Young, 2007.

## **4 – OS CRITÉRIOS UTILIZADOS NA SELECÇÃO E AVALIAÇÃO DE PROJECTOS DE INVESTIMENTO**

Para conhecer como as SCR aplicam os seus recursos, é necessário compreender os critérios utilizados pelas SCR na selecção e avaliação dos projectos de investimento (Fried e Hisrich, 1994). Este tema tem sido objecto de investigação ao longo dos últimos anos. A maioria dos estudos foi desenvolvida em mercados de capital de risco de grande dimensão, especialmente os EUA (p.ex. Wells 1974, Poindexter, 1976, Tyebjee e Bruno 1984, MacMillan *et al.* 1985, Hall e Hofer 1993, Fried e Hisrich 1994, Zacharakis e Meyer 1998).

Esses estudos apresentam características diferentes, nomeadamente quanto ao local da sua realização, à dimensão da amostra (normalmente de pequena dimensão), ao método de recolha de dados utilizado (p.ex. entrevistas, questionários, observação participante) e ao método de análise dos dados (p.ex. análise factorial, análise de clusters, análise de regressão).

### **4.1 – Os critérios utilizados na avaliação de projectos de investimento e a sua importância relativa**

Os estudos desenvolvidos anteriormente procuraram não apenas identificar os critérios utilizados na avaliação de projectos de investimento, como também, perceber a importância relativa de cada um desses critérios no processo de tomada de decisão de investimento.

Os estudos empíricos realizados por Tyebjee e Bruno (1984) e MacMillan *et al.* (1985), relativamente ao mercado de CR nos EUA, continuam a ser referências na análise do comportamento das SCR, no processo de tomada de decisão sobre projectos de investimento.

O modelo de Tyebjee e Bruno (1984), onde participaram quarenta e uma SCR da Califórnia, Massachusetts e Texas, descreve as actividades de CR como um processo ordenado, envolvendo cinco fases sequenciais: *Deal Origination, Deal Screening, Deal Evaluation, Deal Structuring, Post Investment activities.*

Os inquéritos realizados incluíam vinte e três critérios de avaliação de projectos. Através de análise factorial, esses critérios foram reduzidos a 5 factores:

1- Atractividade do mercado. Neste factor estão incluídos critérios como a dimensão, o crescimento e a acessibilidade ao mercado;

2- Diferenciação do produto. Inclui-se neste factor critérios como a capacidade técnica do empreendedor em desenvolver um produto único no mercado, a existência de patentes e a possibilidade em manter uma elevada taxa de lucro;

3- Capacidades de gestão. Estão incluídos critérios como, as capacidades na área do marketing, finanças, gestão e as referências do empreendedor;

4- Resistência ao meio ambiente. Avaliam-se neste factor critérios como o ciclo de vida da tecnologia, barreiras à entrada de novas empresas, a sensibilidade aos ciclos económicos e a protecção contra alterações tecnológicas; e,

5- *Cash – Out* Potencial. Este factor avalia o sentimento da SCR sobre a forma como a sua participação pode ser alienada, quando chegar o momento apropriado.

Utilizando um modelo de regressão linear, concluíram que a atractividade do mercado e a diferenciação do produto são os factores que mais influenciam a taxa de retorno esperada do investimento. Por outro lado, as capacidades de gestão e a resistência ao meio ambiente são os factores que mais influenciam a percepção do risco que as SCR têm relativamente ao projecto.

Através de análise discriminante, concluíram que a decisão de investimento é tomada em função do nível de risco do projecto e da taxa de retorno esperada.

Numa fase posterior, Tyebjee e Bruno (1984) recorreram a sete SCR para comprovar o seu modelo. Concluem, no entanto, que as práticas utilizadas pelas SCR são significativamente heterogéneas, dificultando o desenvolvimento de um modelo rígido. Sobre os critérios utilizados na hora de avaliar o risco e a taxa de retorno de um investimento, concluem que as SCR dão particular importância aos seguintes aspectos:

- 1- A dimensão e atractividade do mercado, e a capacidade da empresa em lidar com esses factores;
- 2- As vantagens competitivas do produto e a sua singularidade;
- 3- A qualidade da equipa de gestão, essencialmente ao nível do seu equilíbrio; e,
- 4- A exposição a factores de risco não controlados pela empresa, nomeadamente, alterações que tornem a tecnologia obsoleta, entrada de novas empresas e flutuações cíclicas nas vendas.

O estudo empírico realizado por MacMillan *et al.* (1985), apesar de ser uma continuação do trabalho desenvolvido por Tyebjee e Bruno (1984) (como é reconhecido pelos autores), continua a ser uma das referências na análise do comportamento das SCR no processo de tomada de decisão sobre projectos de investimento. Esse estudo desenvolveu-se em duas fases. Numa primeira fase, foram seleccionados vinte e sete critérios utilizados na avaliação de projectos de investimento, que resultaram de entrevistas efectuadas a catorze SCR de Nova Iorque. Na fase seguinte, os critérios foram organizados em seis grupos (personalidade do empreendedor, experiência do empreendedor, características do produto, características do mercado, aspectos financeiros e critérios utilizados para a composição da equipa directiva da empresa empreendedora). Com base nessa agregação foi elaborado um questionário posteriormente distribuído por cento e cinquenta SCR, tendo sido obtidas cento e duas respostas.

Os métodos de análise de dados utilizados foram a estatística descritiva, a análise factorial e a análise de cluster.

MacMillan *et al.* (1985) concluem que, a personalidade e experiência do empresário, e a sua equipa, são os critérios que, na maioria dos casos, determinam a decisão do investimento.

Assim, as conclusões dos estudos de Tyebjee e Bruno (1984) e MacMillan *et al.* (1985) coincidem quanto à importância que os aspectos relacionados com a experiência e a personalidade do empreendedor têm na decisão de investimento. Por exemplo, em ambos os estudos conclui-se que cinco dos dez critérios mais importantes no processo de avaliação estão relacionados com a experiência e a personalidade do empreendedor (Silva, 2004).

Outros investigadores desenvolveram estudos, procurando comparar a realidade do mercado de CR dos EUA com a realidade desse mercado noutros países.

Muzyka *et al.* (1996) no seu trabalho sobre as decisões de investimento das SCR europeias procurou responder a 3 questões:

- 1- Quais os factores utilizados pelas SCR europeias, para avaliar o potencial de um investimento?
- 2- Esses factores são aplicados, de forma consistente, pelas SCR de diferentes países da Europa?
- 3- Existem clusters ou grupos de SCR, baseados nos critérios de avaliação utilizados?

Os métodos de recolha de dados utilizados foram a entrevista e o questionário. A inovação na metodologia de recolha de dados utilizada em trabalhos deste género permitiu a obtenção de uma taxa de resposta de 100%. Os autores optaram pela realização de entrevistas pessoais como forma de garantir uma taxa de resposta mais elevada. Numa fase inicial, foram contactadas telefonicamente as SCR solicitando a marcação de uma entrevista. Durante a mesma foram explicados os objectivos do estudo, a forma de preenchimento do questionário e foi ainda entregue aos respondentes uma folha com instruções. No questionário foram utilizados trinta e cinco critérios de avaliação. Foram inquiridas setenta e três SCR europeias (apenas cinco estavam localizadas na Península Ibérica). Como método de análise de dados, utilizaram a análise conjunta. Os resultados obtidos permitem sugerir que:

- Dos sete critérios que as SCR mais valorizam na avaliação dos projectos, cinco têm a ver com a equipa de gestão (p.ex. o potencial de liderança do empreendedor e da equipa de gestão);
- A valorização dada aos critérios financeiros (p.ex. tempo até atingir o *break – even* e facilidade de saída) indica a urgência que as SCR têm em recuperar os seus investimentos;
- Os critérios relacionados com o produto – mercado, têm uma importância moderada no processo de avaliação.

Em mercados de menor dimensão foram objecto de investigação, entre outros, a França (Benoit, 1975 e Zouponidis, 1994), a Austrália (Shepherd, 2000), a Índia (Mishra 2004), a Polónia (Bliss 1999) a Grécia (Bakatsaki-Manoudaki *et al*, 2006), Alemanha e Áustria

(Franke *et al.*, 2008) e a Espanha (Pintado 2002). Em Portugal, este tema foi investigado por Silva (2004).

No presente trabalho é dada particular atenção aos estudos desenvolvidos por Pintado (2002) (dada a proximidade geográfica a Portugal) e Silva (2004) (por se referir concretamente a Portugal).

O trabalho desenvolvido por Pintado (2002) tem como objectivos, entre outros, identificar os factores que afectam a avaliação dos riscos do investimento e determinar em que medida a personalidade e a experiência do empresário, o produto e o mercado, afectam a tomada de decisão das SCR em Espanha.

O método de recolha de dados utilizado foi o questionário, distribuído por sessenta e três SCR espanholas, tendo sido obtida uma taxa de resposta de 80,95%.

O questionário utilizado na recolha dos dados teve por base os que foram desenvolvidos por MacMillan *et al.* (1985) e Carter e Van Auken (1994).

Os métodos de análise dos dados utilizados para atingir os objectivos anteriormente indicados, foram a estatística descritiva e a análise de cluster.

Nas suas conclusões, sugerem que, a experiência e a personalidade do empreendedor são as características mais apreciadas pelas SCR no momento de avaliar um projecto de investimento.

O estudo empírico desenvolvido por Silva (2004), teve como principal objectivo, compreender como é que, num mercado de CR de pequena dimensão como o português, as SCR seleccionam os projectos *early-stage* (recorde-se que este tipo de investimento em capital de risco está associado a empresas que ainda não iniciaram a comercialização do seu produto) que lhes são apresentados.

A metodologia utilizada foi o estudo de caso. A principal técnica utilizada foi a observação participante, que decorreu durante 4 meses, sobre 16 propostas de investimento do tipo *early-stage*. Os critérios de avaliação seleccionados foram divididos em 5 grupos respeitantes:

- 1- Ao empreendedor (educação, personalidade, conhecimentos de gestão, conhecimento do negócio, experiência profissional, entre outros);
- 2- À ideia empresarial (tempo que o produto demora a entrar no mercado, grau de inovação, potencial de crescimento, entre outros);

- 3- Ao mercado (dimensão do mercado, produtos substitutos, barreiras à entrada, acesso a canais de distribuição, entre outros);
- 4- Ao negócio (avaliação financeira, dimensão do investimento, sinergias com outros investimentos da SCR entre outros); e,
- 5- Outros critérios (restrições legais).

No que diz respeito aos critérios utilizados na tomada de decisão, aplicados pela SCR, os métodos de análise de dados utilizados foram a estatística descritiva e a análise de conteúdos. Sugere que, a maior parte das observações durante o estudo estão em conformidade com as conclusões dos estudos anteriores. A atenção é realmente muito centrada no empreendedor, nomeadamente nas suas características pessoais e profissionais, e no seu compromisso com a ideia por ele apresentada. Além disso, as SCR tendem a avaliar cuidadosamente a ideia empresarial, o seu potencial, bem como a sustentabilidade das suas vantagens competitivas.

Uma limitação no trabalho desenvolvido por Silva (2004) prende-se com a utilização de uma amostra de dimensão reduzida (apenas uma SCR foi objecto de estudo). Esta investigação, por ser um estudo de caso, fornece poucas bases para fazer generalizações sobre populações.

Em resumo, importa referir que:

- Os trabalhos de investigação científica existentes, diferem entre si quer em relação ao local da sua realização, à dimensão da amostra, ao método de recolha de dados utilizado e ao método de análise dos dados;
- Os critérios de avaliação utilizados pelas SCR dividem-se essencialmente em quatro grupos e estão relacionados com: o empreendedor e a equipa de gestão, o produto, o mercado e os aspectos financeiros;
- Os critérios mais valorizados pelas SCR na selecção e avaliação dos projectos, são os que dizem respeito ao empreendedor e à equipa de gestão;
- A maioria dos trabalhos realizados, referem-se ao mercado de CR dos EUA. A realização de trabalhos sobre outros mercados justifica-se, dado que as características específicas de cada país fazem com que existam diferenças significativas entre eles, no processo de tomada de decisão das SCR; e,

- Em Portugal, o estudo de caso desenvolvido por Silva (2004) não permite – dada a dimensão da amostra (uma SCR) – efectuar generalizações para a população das SCR portuguesas.

A Tabela 4 apresenta, para os diferentes autores, o resumo dos critérios mais valorizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos de investimento. Pode-se assim concluir que as SCR dão especial atenção aos aspectos relacionados com o empreendedor e a equipa de gestão.

**Tabela 4 – Critérios mais valorizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos de investimento**

	Tyejee e Bruno (1984)	MacMillan <i>et al.</i> (1985)	Muzyka <i>et al.</i> (1996)	Pintado (2002)	Silva (2004)
<b>Empreendedor e equipa de gestão</b>					
Qualidade da equipa de gestão	X				
Capacidade de realizar um esforço intenso e contínuo		X			
Familiarizado com os objectivos da empresa		X			
Conhecimentos do sector			X	X	X
Potencial de liderança			X		
Experiência profissional			X	X	X
Honestidade e integridade				X	
<b>Mercado</b>					
Dimensão e crescimento	X				X
<b>Produto</b>					
Vantagens competitivas	X				
<b>Aspectos Financeiros</b>					
Rentabilidade esperada		X			

Fonte: Autor.

## 4.2 – Grupos (Clusters) de SCR

Alguns autores (MacMillan *et al.*, 1985; Muzyka *et al.*, 1996; e Pintado, 2002) procuraram, ainda, identificar grupos de SCR com características idênticas na utilização dos critérios de avaliação de projectos de investimento.



MacMillan *et al.* (1985), na análise de cluster efectuada, relativa ao mercado de CR nos EUA, sugerem que as SCR podiam ser agrupadas da seguinte forma:

Cluster 1: “*Purposeful Risk Managers*”. Este grupo procura projectos com empresários experientes em liderança, produtos na fase de protótipo e reduzida ameaça da concorrência. A definição dos objectivos e a forma de os conseguir, é efectuada antes da decisão de investir;

Cluster 2: “*Determined Eclectics*”. Este grupo impõe poucas restrições aos projectos que lhe são apresentados, tendendo a aceitar todo o tipo de propostas; e,

Cluster 3: “*Parachutists*”. Este grupo investe em todos os projectos com as seguintes características: liquidez elevada; mercado que lhe seja familiar; e, um empresário perseverante.

Também, Muzyka *et al.* (1996) identificaram na Europa, três grupos de SCR, utilizando a análise de clusters:

Cluster 1: “*The National Investors*”. Este grupo de dezoito SCR prefere, aparentemente, investimentos localizados no país da SCR;

Cluster 2: “*The Dealers*”. Este grupo de quatro SCR preocupa-se essencialmente com os aspectos do negócio entre a SCR e o empreendedor (p.ex. fase do investimento, necessidade de novos *rounds* de financiamento e tempo até atingir o *break – even*);

Cluster 3: “*The Mainstream Investors*”. Este grupo é formado por cinquenta e uma SCR que valorizam mais os critérios relacionados com a equipa de gestão, do que os critérios relacionados com o outros factores (p.ex. financeiros, produto – mercado e estratégia – competitividade).

Pintado (2002), na análise cluster efectuada, agrupa as SCR espanholas da seguinte forma:

Cluster 1: “*Gerentes de riesgo con objetivos definidos*”. Este grupo procura: empreendedores honestos e hábeis, com facilidade de expressão e atentos ao detalhe; produtos de qualidade que sejam facilmente aceites; mercados com taxas de crescimento significativas e com pouca concorrência na fase inicial.

Cluster 2: “*Paracaidistas*”. Este grupo procura empreendedores honestos, com desejo de ganhar dinheiro e com uma personalidade compatível com a SCR. O produto tem de

ter boa aceitação no mercado, dando especial atenção ao ciclo de vida do produto. Ao nível do mercado, deve apresentar barreiras à entrada de novos produtos. Inclui também uma taxa de rentabilidade mínima de acordo com o investimento a efectuar e antes de financiar o projecto, revêem com profundidade o prazo esperado para efectuar o desinvestimento.

Cluster 3: “*Ecléticos decididos*”. Este grupo é constituído por SCR que impõem um reduzido número de condições, estando abertas, em princípio, a qualquer tipo de operação.

Sugerem que os resultados do seu estudo “coincidem plenamente” com os de MacMillan *et al.* (1985).

As conclusões destes trabalhos, dificilmente poderão ser generalizadas para o mercado português, sem serem objecto de investigação. Wright *et al.* (2005) consideram que a significativa heterogeneidade entre países, pode tornar problemático o agrupamento entre países de uma mesma região.

A Tabela 5 apresenta o resumo dos grupos de SCR identificados pelos diferentes autores, com base nos critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento.

**Tabela 5 – Grupos de SCR formados com base nos critérios utilizados, na avaliação de projectos de investimento**

Estudos	Clusters
MacMillan <i>et al.</i> (1985)	Cluster 1: “ <i>Purposeful Risk Managers</i> ”. Procura projectos com empresários experientes em liderança, produtos na fase de protótipo e reduzida ameaça da concorrência.
	Cluster 2: “ <i>Determined Eclectics</i> ”. Impõe poucas restrições aos projectos que lhe são apresentados, tendendo a aceitar todo o tipo de propostas.
	Cluster 3: “ <i>Parachutists</i> ”. Investe em todos os projectos com as seguintes características: liquidez elevada, mercado que lhe seja familiar e um empresário perseverante.
Muzyka <i>et al.</i> (1996)	Cluster 1. <i>The National Investors</i> . Prefere aparentemente, investimentos localizados no país da SCR;
	Cluster 2. <i>The Dealers</i> . Preocupa-se essencialmente com os aspectos do negócio entre a SCR e o empreendedor (p.ex. fase do investimento, necessidade de novos <i>rounds</i> de financiamento e tempo até atingir o <i>break – even</i> );
	Cluster 3. <i>The Mainstream Investors</i> . Valorizam mais os critérios relacionados com a equipa de gestão, do que os critérios relacionados com o outros factores (p.ex. financeiros, produto – mercado e estratégia – competitividade).
Pintado (2002)	Cluster 1: “ <i>Gerentes de riesgo con objetivos definidos</i> ”. Procura empreendedores honestos e hábeis, com facilidade de expressão e atentos ao detalhe; produtos de qualidade que sejam facilmente aceites; e, mercados com taxas de crescimento significativas e com pouca concorrência na fase inicial.
	Cluster 2: “ <i>Paracaidistas</i> ”. Procura empreendedores honestos, com desejo de ganhar dinheiro e com uma personalidade compatível com a SCR. O produto tem de ter boa aceitação no mercado, dando especial atenção ao ciclo de vida do produto. Ao nível do mercado, deve apresentar barreiras à entrada de novos produtos. Inclui também uma taxa de rentabilidade mínima de acordo com o investimento a efectuar e antes de financiar o projecto, revêem com profundidade o prazo esperado para efectuar o desinvestimento.
	Cluster 3: “ <i>Eclécticos decididos</i> ”. É constituído por SCR que impõem um reduzido número de condições, estando abertas em princípio, a qualquer tipo de operação.

Fonte: Autor.

A tabela seguinte apresenta as características de estudos realizados sobre os critérios de selecção e avaliação de projectos de investimento, nomeadamente quanto à dimensão da amostra, ao contexto em que foram realizados e, aos métodos de recolha e de análise de dados.

**Tabela 6 – Resumo de estudos anteriores**

	Wells (1974)	Tyebjee e Bruno (1984)	MacMillan <i>et al.</i> (1985)	Hall e Hofer (1993)	Fried e Hisrich (1994)	Muzyka <i>et al.</i> (1996)	Zacharakis e Meyer (1998)	Bliss (1999)	Shepherd <i>et al.</i> (2000)	Pintado (2002)	Silva (2004)	Mishra (2005)
<b>Dimensão da amostra</b>	8	41	14+102	4	18	73	51	6	66	51	1	40
<b>Contexto do estudo</b>												
Mercado de CR desenvolvido	X	X	X	X	X		X		X			
Comparação entre países						X						
Economia em transição								X				
Mercado de CR de reduzida dimensão									X	X	X	
<b>País onde foi realizado o estudo</b>												
EUA	X	X	X	X	X		X					
Europa						X <sup>(1)</sup>		X				
Polónia								X				
Austrália									X			
Espanha										X		
Portugal											X	
Índia												X
<b>Método de recolha de dados</b>												
Entrevistas	X				X	X			X			X
Questionários		X	X		X	X			X	X		X
Pesquisa de arquivos												
Protocolos verbais				X								
Condução de experiências							X					
Observação participante											X	
<b>Método de análise de dados</b>												
Estatística Descritiva	X	X	X		X			X	X	X	X	X
Análise Conteúdos	X			X	X			X			X	
Análise Factorial		X	X									
Análise Discriminante		X										
Análise Clusters			X			X				X		
Análise Regressão							X					
Análise Conjunta						X			X			

Fonte: Autor.

<sup>(1)</sup> Reino Unido, Irlanda, Alemanha, Áustria, Suíça, Itália, França, Bélgica, Holanda, Espanha, Portugal, Países nórdicos.

### 4.3 – Os critérios utilizados na avaliação de projectos de investimento e a internacionalização das SCR

A internacionalização das empresas tem sido objecto de estudo desde há muitos anos, por diferentes autores. Existem vários trabalhos (p.ex. Buckley e Casson, 1998) sobre as diferentes formas de entrar em mercados estrangeiros (p.ex. subcontratação; exportação; contratos de *franchising*; contratos de *licensing*; estabelecimento de alianças e parcerias; aquisição de empresas; constituição de filiais comerciais e/ou centros de produção).

Relativamente à internacionalização das SCR, também existe investigação neste domínio. Esses trabalhos justificam-se porque, enquanto algumas SCR centram os seus investimentos numa determinada região, outras investem internacionalmente (Gupta e Sapienza, 1992), o que lhes permite obter mais oportunidades de investimento (Hall e Tu, 2003).

Wright *et al.* (2005, p.147) definem internacionalização das SCR como, por um lado, “o processo de angariação de fundos em mercados estrangeiros” e por outro, “o investimento em empresas sediadas em países diferentes do país de origem da SCR”. O investimento pode ser feito de diversas formas, incluindo o investimento a partir da sede da SCR no país de origem, ou através da presença física da SCR, no país onde a empresa financiada está sediada.

A importância que a internacionalização tem vindo a assumir nas SCR, está evidenciada no trabalho desenvolvido por Bottazzi *et al.* (2004). Considerado na época, o maior estudo sobre a indústria de CR na Europa, foram inquiridas SCR de dezassete países (Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Holanda, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suécia, Suíça). Estes autores afirmam que, 27% das SCR europeias inquiridas no seu estudo já têm escritório num país estrangeiro, 25% têm *partners* oriundos de países estrangeiros e 24% dos investimentos são efectuados em empresas estrangeiras.

Nalguns trabalhos, que procuraram compreender os critérios utilizados na avaliação dos projectos de investimento, tem sido avaliada a importância da localização geográfica, como critério utilizado pelas SCR (p.ex. Tyebjee e Bruno, 1984; Pintado, 2002). Noutros (p.ex. Patzelt *et al.*, 2008), conclui-se que a uma maior experiência

internacional dos gestores das SCR, está associado um maior investimento em projectos de âmbito internacional.

Contudo, o primeiro trabalho que analisa a diferença entre as SCR através da internacionalização, foi desenvolvido por Wright *et al.* (2002). Em concreto, procuraram examinar as diferenças entre as SCR estrangeiras (principalmente norte americanas) e domésticas na Índia, e as SCR domésticas nos EUA. Através da realização de questionários – entrevistas a trinta e uma SCR (84% da amostra), analisaram a forma como as SCR avaliam o risco e utilizam as fontes de informação para preparar a avaliação dos projectos.

Relativamente à avaliação do risco dos projectos, procuraram verificar a ênfase que as SCR davam a seis tipos de factores – competências dos empreendedores; contribuição financeira dos empreendedores para o investimento; mercado do produto; mercado de capitais; horizonte temporal até ao desinvestimento; e, horizonte temporal para resgatar acções preferenciais – que de acordo com os autores, permitem avaliar o risco dos projectos.

A análise dos dados, efectuada através da estatística descritiva, sugere que as diferenças entre as SCR estrangeiras (norte americanas) na Índia e as SCR domésticas nos EUA, na avaliação do risco dos projectos, ocorrem em particular na ênfase atribuída a dois factores:

- As SCR domésticas dos EUA dão maior ênfase à contribuição financeira dos empreendedores para o investimento do que as SCR norte americanas a operar na Índia;
- e,
- As SCR domésticas dos EUA dão menor ênfase aos aspectos relacionados com o mercado do produto do que as SCR norte americanas a operar na Índia.

Contudo, este estudo não responde à seguinte questão: Será que as SCR (originárias de mercados de pequena dimensão), que iniciaram o seu processo de internacionalização, valorizam os critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de forma diferente das SCR que ainda não iniciaram esse processo?

Aliás, os autores reconhecem que é necessário a realização de mais estudos que examinem a internacionalização das SCR (norte americanas ou não) em mercados diferentes do mercado indiano, de forma a testar se os resultados por eles obtidos podem ser generalizados a outros mercados.

## 5 – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Após ter sido efectuada a caracterização do mercado de CR, analisada a sua evolução histórica, realizada a revisão da literatura sobre o processo de investimento em CR (com particular ênfase nos critérios adoptados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos de investimento) importa agora definir os objectivos e as hipóteses de investigação, bem como descrever a metodologia do trabalho empírico realizado.

### 5.1 – Objectivos e hipóteses de investigação

O problema de estudo resulta do facto de que muitas empresas empreendedoras não conseguem obter financiamento para os seus projectos junto das SCR. O desconhecimento do processo de investimento em CR e dos critérios utilizados na sua análise faz com que muitas vezes os projectos sejam apresentados de forma pouco atractiva junto das SCR. Maier e Walker (1987) concluem que 53% das SCR nos EUA investem em menos de 1% dos pedidos de financiamento que recebem. Em 64,7% das SCR espanholas inquiridas por Pintado (2002), mais de 80% das propostas analisadas são rejeitadas.

Na delimitação do problema de estudo foram tomadas as seguintes opções, tendo em conta a revisão da literatura efectuada e as características do mercado de CR português:

- Etapas na selecção e avaliação de projectos de investimento. Alguns investigadores sugerem que o processo de tomada de decisão das SCR é composto por um conjunto de fases sequenciais e selectivas (p.ex. Tyebjee e Bruno, 1984; Fried e Hisrich, 1994). Este trabalho segue as conclusões do trabalho desenvolvido para Portugal por Silva (2004), que considera, que as diferentes fases do processo de tomada de decisão acontecem de uma forma mais interactiva, permitindo até que as várias actividades de diferentes fases possam ocorrer simultaneamente e não sequencialmente;

- Critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos. Com base nos trabalhos desenvolvidos por MacMillan *et al.* (1985), Muzyka *et al.* (1996) e Pintado (2002)

foram identificados os critérios utilizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*. Esses critérios foram distribuídos por **6 grupos**:

- Grupo de critérios relativos à personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão;
  - Grupo de critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão;
  - Grupo de critérios relativos ao mercado;
  - Grupo de critérios relativos ao produto;
  - Grupo de critérios relativos aos aspectos financeiros; e,
  - Grupo de critérios relativos a outros aspectos relacionados com o investimento.
- Tipo de Investimento. Este trabalho diz respeito a projectos de investimento do tipo *early – stage* (recorde-se que é o tipo de investimento em capital de risco associado a empresas que ainda não iniciaram a comercialização do seu produto). As razões desta opção resultam por um lado, da crescente importância que este tipo de projectos tem vindo a assumir no mercado de CR em Portugal, e por outro lado, devido a uma maior importância que este estudo pode ter para os promotores de projectos, que em muitos casos apresentam um total desconhecimento do funcionamento do mercado de CR. Assim, este estudo tem como principal objectivo, responder à necessidade de mais informação sobre os critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos do tipo *early – stage* pelas SCR em Portugal. Contudo, procurou-se também neste trabalho identificar se os critérios utilizados pelas SCR portuguesas quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early – stage* são os mesmos que são utilizados caso os projectos sejam do tipo *later – stage*; e,

- Tipos de SCR. Neste trabalho procurou-se também estudar os critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos do tipo *early – stage* tendo em conta o capital das SCR (maioritariamente público ou maioritariamente privado) e o seu processo de internacionalização.

Após a delimitação do problema foram definidos os objectivos do trabalho de investigação. Em concreto foram definidos cinco objectivos específicos:



Objectivo 1: Identificar a importância dada pelas SCR portuguesas, aos critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage*.

A revisão da literatura permite concluir que a maioria dos estudos existente sobre este tema foi efectuada em mercados de grande dimensão, em particular nos EUA. Na maioria dos casos, conclui-se que as SCR dão mais importância aos critérios de selecção e avaliação de projectos relativos ao empreendedor e à sua equipa de gestão, do que aos critérios relativos ao produto, ao mercado e aos aspectos financeiros. Contudo, a heterogeneidade existente entre os diferentes mercados de CR, nomeadamente quanto à sua dimensão, dificulta a generalização destas conclusões para mercados de CR de pequena dimensão, como o mercado português. Por outro lado, o trabalho realizado em Portugal por Silva (2004), por ser um estudo de caso, também não permite retirar conclusões para o universo das SCR portuguesas.

Assim, com a definição deste objectivo pretende-se dar resposta a uma lacuna na investigação. Em concreto pretende-se identificar a importância dada pelas SCR portuguesas, aos critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage*.

Tendo em conta que:

- O mercado de CR português tem acompanhado a evolução nos EUA e na Europa; e
- Em estudos realizados na Europa sobre este tema, nomeadamente em Espanha (Pintado, 2002), se concluiu que os critérios utilizados pelas SCR são idênticos aos utilizados nos EUA,

é provável que os critérios utilizados pelas SCR portuguesas sejam também idênticos aos utilizados pelas SCR nos EUA.

Relativamente a este objectivo foram efectuados dois tipos de abordagens:

1- Análise intra-grupo: Procura-se identificar dentro de cada grupo, os critérios que são mais valorizados pelas SCR portuguesas na selecção e avaliação de projectos do tipo *early – stage*.

2- Análise entre-grupos: Procura-se identificar os grupos mais valorizados pelas SCR quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early-stage*.

Associado a esta abordagem foi colocada uma hipótese de investigação, que permite testar se as conclusões obtidas nos trabalhos desenvolvidos sobre este tema se aplicam no mercado de CR português.

*Hipótese 0:* Na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, as SCR portuguesas, consideram tão importantes os grupos de critérios relativos ao empreendedor e à equipa de gestão, como os grupos de critérios de avaliação relativos ao mercado, ao produto, aos aspectos financeiros e aos outros aspectos relacionados com o investimento.

*Hipótese 1:* Na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, as SCR portuguesas consideram mais importantes os grupos de critérios relativos ao empreendedor e à equipa de gestão, do que os grupos de critérios de avaliação relativos ao mercado, ao produto, aos aspectos financeiros e aos outros aspectos relacionados com o investimento.

Objectivo 2: Identificar o tipo de capital das SCR portuguesas, como factor que as diferencia na importância atribuída aos diferentes grupos de critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage*.

O capital das SCR pode ser maioritariamente público ou privado. Pintado (2002) procurou identificar dentro de cada grupo os critérios mais valorizados pelas SCR espanholas em função do seu capital. Para além dessa abordagem, esse trabalho procura também efectuar uma análise comparativa da importância atribuída a cada grupo de critérios.

Assim, associado a este objectivo foi definida a seguinte hipótese de investigação:

*Hipótese 0:* As SCR com capital maioritariamente público, valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de mesma forma das SCR com capital maioritariamente privado.

*Hipótese 1:* As SCR com capital maioritariamente público, valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de forma diferente das SCR com capital maioritariamente privado.

O terceiro objectivo procura relacionar a internacionalização das SCR, com o processo de selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage*. A partir deste objectivo foi deduzida uma hipótese, que nos parece ser a mais inovadora, já que: por um lado a literatura existente sobre a internacionalização das SCR é bastante escassa; e por outro, a literatura existente sobre a influência da internacionalização das SCR no seu processo de selecção e avaliação de projectos de investimento é praticamente inexistente.

Em concreto foi definido o seguinte objectivo:

Objectivo 3: Identificar o processo de internacionalização das SCR portuguesas, como factor que as diferencia na importância atribuída aos diferentes grupos de critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage*.

A definição deste objectivo deve-se ainda a dois outros factores:

- *Em Portugal o processo de internacionalização tem vindo a ganhar peso. (...) No ano 2007, as aplicações das SCR em entidades não residentes, representou 12,79% do total dos investimentos. (CMVM, 2007); e,*
- A revisão da literatura permite concluir que não existem estudos sobre este tema relativamente a SCR oriundas de países onde o mercado de CR seja de pequena dimensão.

Aliás, o único estudo existente sobre este tema foi realizado por Wright *et al.* (2002). Esse estudo realizado na Índia, procurou comparar o comportamento das SCR oriundas de um mercado de grande dimensão (EUA) que se internacionalizaram, com o comportamento das SCR norte americanas que ainda não iniciaram esse processo, na avaliação do risco dos projectos. Os autores sugerem que existem diferenças nos critérios utilizados na avaliação do risco dos projectos, entre as SCR que se internacionalizaram e aquelas que ainda não iniciaram esse processo.

Os autores deste trabalho reconhecem ainda que é necessário a realização de mais estudos, que examinem a internacionalização das SCR (norte americanas ou não) em mercados diferentes do mercado indiano, de forma a testar, se os resultados por eles obtidos, podem ser generalizados a outros mercados.

Assim, associada a este objectivo foi colocada uma hipótese de investigação, que permite testar se num mercado de CR de pequena dimensão, faz sentido diferenciar as SCR quanto à forma como valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage*, tendo por base o processo de internacionalização:

*Hipótese 0:* As SCR que iniciaram o seu processo de internacionalização valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, da mesma forma das SCR que ainda não iniciaram esse processo.

*Hipótese 1:* As SCR que iniciaram o seu processo de internacionalização valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de forma diferente das SCR que ainda não iniciaram esse processo.

O quarto objectivo procura relacionar o tipo de investimento com os critérios de selecção e avaliação de projectos de investimento.

Objectivo 4: Identificar se a importância dada pelas SCR portuguesas, a cada grupo de critérios utilizado na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage* é igual quando os projectos em análise são do tipo *later-stage*.

Segundo Carter e Van Aucken (1994) a decisão de investimento é afectada pelo tipo de projecto a investir já que os projectos *early-stage* e do tipo *later-stage* têm níveis de risco e taxas de rentabilidade esperadas diferentes.

Elango *et al.* (1995) consideram no seu estudo desenvolvido nos EUA que a importância atribuída pelas SCR aos critérios relacionados com o produto e com o mercado é diferente em função do tipo de projecto de investimento em análise. Nos projectos do tipo *early-stage* as SCR dão mais importância à propriedade da patente, ao produto ser único e à taxa de crescimento do mercado. Nos projectos do tipo *later-stage* as SCR valorizam mais os produtos que tenham uma aceitação demonstrada no mercado.

Associado este objectivo foi definida uma hipótese de investigação:

*Hipótese 0:* Na análise de projectos do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*, as SCR valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos da mesma forma.

*Hipótese 1:* As SCR valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos de forma diferente consoante o projecto seja do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*.

E por fim definiu-se um quinto objectivo.

Objectivo 5: Identificar grupos de SCR em Portugal com características homogéneas, tendo em conta os critérios por elas utilizados na selecção e avaliação projectos do tipo *early-stage*.

Para além da heterogeneidade existente entre os diferentes mercados de CR, trabalhos desenvolvidos anteriormente sugerem que, dentro de uma mesma região (p.ex. a Europa no estudo desenvolvido Muzyka, 1996) ou dentro de um mesmo país (p.ex. os EUA e a Espanha, nos trabalhos desenvolvidos por MacMillan *et al.*, 1985 e Pintado, 2002, respectivamente), é possível formar grupos de SCR com base nos critérios de selecção e de avaliação de projectos de investimento.

A definição deste objectivo, pretende testar essa possibilidade para o mercado de CR português.

Esperamos que os resultados deste estudo permitam que:

- Os empreendedores tornem os seus projectos mais atractivos para as SCR, permitindo por um lado, aumentar a probabilidade de sucesso na obtenção de financiamento e por outro, diminuir os custos em que as SCR incorrem na análise dos projectos;
- As SCR comparem os seus critérios de decisão com os critérios adoptados pelo mercado do CR; e,
- As empresas de consultadoria prestem um melhor serviço aos seus clientes, nomeadamente, aos promotores no apoio à elaboração dos projectos e às SCR na análise dos mesmos.

As Universidades e Institutos Politécnicos poderão também utilizar os resultados do estudo:

- Nas unidades curriculares onde se desenvolva o tema CR; e,
- Nas incubadoras de empresas associadas aos estabelecimentos de ensino, como por exemplo, o Tagus Parque (Instituto Superior Técnico) ou o IPN incubadora (Universidade de Coimbra).

## **5.2 – O Universo e a Amostra**

De acordo com o nº1 do artº4 do DL nº 375/2007 de 8 de Novembro, as SCR apenas podem iniciar a sua actividade após efectuarem o registo na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Assim, a população objecto de estudo é constituída por todas as 24 SCR que à data da realização deste trabalho se encontravam registadas na CMVM (Anexo 2).

Face à dimensão do universo, aos meios necessários e à informação disponível, tivemos como objectivo estudar a totalidade da população, garantindo desta forma que todas as características do universo estão incluídas no trabalho a desenvolver.

Propusemos, assim, a realização de um Censo, que é um estudo que inclui todos os elementos da população (Pedrosa e Gama, 2004).

O questionário foi remetido a 22 das 24 SCR, tendo sido excluídas da amostra, duas SCR já que apesar de registadas na CMVM, não se encontram a exercer a actividade de CR.

Dessas 22 SCR, duas não se manifestaram interessadas em participar neste estudo, ou seja o número de entidades que respondeu ao questionário foi de 20, o que representa uma taxa de resposta de 90,91%. Refira-se que os estudos de MacMillan *et al.* (1985) e Pintado (2002) obtiveram uma taxa de resposta de 68% e 80,95% respectivamente.

## **5.3 – O inquérito – questionário e as variáveis de investigação**

A técnica de inquérito escolhida para a realização do trabalho de investigação foi o questionário.

A escolha desta técnica de inquérito justifica-se pelo facto de na investigação empírica, o questionário ser fundamental para a verificação das hipóteses previamente formuladas (Barañano, 2004 p.96) e pela falta de uma base de dados que concentre esta informação.

Na elaboração do questionário foi evitada a introdução de perguntas sensíveis (nomeadamente a solicitação de informação de ordem financeira) e existiu também uma especial preocupação relativamente à sua dimensão. Em suma, procurou-se criar condições para a obtenção de um maior número de respostas possível.

A versão final do questionário que serviu de base para inquirir as SCR resultou ainda de um conjunto de outros procedimentos:

- Realizou-se um pré teste junto de um docente do ensino superior com conhecimentos da temática do CR; e,
- Realizou-se um pré teste junto de um docente do ensino superior com experiência na elaboração e tratamento de informação resultante de questionários.

Em ambos os casos foi possível obter contributos extremamente interessantes que permitiram melhorar a clareza e a compreensibilidade da versão final.

O questionário (Anexo 3) foi estruturado com três blocos homogéneos de questões, como forma de facilitar o preenchimento por parte dos inquiridos.

O primeiro bloco envolve questões de carácter geral que permitem efectuar a caracterização da amostra. Pretende-se saber há quanto tempo a SCR está constituída, se o seu capital é maioritariamente público ou privado e que tipo de projectos financia. Relativamente a este último ponto foi utilizada a classificação utilizada por Félix (2008) (*seed* e *start-up*, desenvolvimento e expansão, substituição, *buyout* e outros).

O segundo bloco de questões procura saber se as SCR já iniciaram o seu processo de internacionalização. A definição de internacionalização das SCR utilizada por Wright *et al.* (2005, p.147) envolve por um lado “o processo de angariação de fundos em mercados estrangeiros” e por outro lado, “o investimento em empresas sediadas em países diferentes do país de origem da SCR”. Considerando que este trabalho é

centrado na problemática do investimento das SCR e não na angariação de fundos, considera-se como internacionalização das SCR “o investimento em empresas sediadas em países diferentes do país de origem da SCR”.

Este bloco de questões pretende conhecer:

- De que forma as SCR portuguesas se internacionalizaram (investindo em países estrangeiros a partir de Portugal e/ou investindo no estrangeiro a partir da sua representação nesses países); e,
- Em que áreas geográficas as SCR se internacionalizaram (países da União Europeia, outros países da Europa ou países fora da Europa).

O terceiro bloco de questões pretende conhecer os critérios utilizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*.

Com base nos trabalhos desenvolvidos por MacMillan *et al.* (1985), Muzyka *et al.* (1996) e Pintado (2002) foram identificados 45 critérios utilizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*. Esses critérios foram distribuídos por 6 grupos:

- Grupo de critérios relativos à personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão;
- Grupo de critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão;
- Grupo de critérios relativos ao mercado;
- Grupo de critérios relativos ao produto;
- Grupo de critérios relativos aos aspectos financeiros; e,
- Grupo de critérios relativos a outros aspectos relacionados com o investimento.

Cada um desses grupos representa uma variável ( $X_i$ ) e é composto por um conjunto de critérios, cada um deles representando uma sub-variável ( $x_{ij}$ ):



**Tabela 7 – Variáveis e sub-variáveis (critérios utilizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*)**

<b>Grupo</b>	<b>Critério</b>	<b>Descrição</b>
<b>X<sub>1</sub></b>		<b>Personalidade do empreendedor e da equipa de gestão</b>
	x <sub>11</sub>	Capacidade de reacção e avaliação dos riscos
	x <sub>12</sub>	Capacidade de realizar um esforço intenso e contínuo
	x <sub>13</sub>	Desejo de ganhar dinheiro
	x <sub>14</sub>	Honestidade e integridade
	x <sub>15</sub>	Atenção ao detalhe
	x <sub>16</sub>	Favorável a sugestões e a críticas
	x <sub>17</sub>	Visão de longo prazo
	x <sub>18</sub>	Capacidade de suscitar empatia com a SCR
<b>X<sub>2</sub></b>		<b>Experiência do empreendedor e da equipa de gestão</b>
	X <sub>21</sub>	Formação académica
	X <sub>22</sub>	Capacidade de organizar a sua equipa de gestão
	X <sub>23</sub>	Experiência profissional
	X <sub>24</sub>	Conhecimento do sector
	X <sub>25</sub>	Focado e familiarizado com os objectivos de mercado da empresa
	X <sub>26</sub>	Capital disponível do empreendedor
	X <sub>27</sub>	Referências de terceiros
	X <sub>28</sub>	Competências técnicas
	x <sub>29</sub>	Competências de gestão
<b>X<sub>3</sub></b>		<b>Mercado</b>
	x <sub>31</sub>	Dimensão do mercado
	x <sub>32</sub>	Taxa de crescimento do mercado alvo
	x <sub>33</sub>	SCR familiarizada com o mercado do produto
	x <sub>34</sub>	Empresa capaz de criar um novo mercado para o seu produto ou serviço
	x <sub>35</sub>	Ameaça de concorrência mínima durante os 3 primeiros anos
	x <sub>36</sub>	Existência de barreiras à entrada de novos produtos
	x <sub>37</sub>	Facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores
<b>X<sub>4</sub></b>		<b>Produto ou serviço</b>
	x <sub>41</sub>	Empresa proprietária da patente
	x <sub>42</sub>	Produto com uma aceitação demonstrada no mercado
	x <sub>43</sub>	Produto desenvolvido até ao ponto de um protótipo em funcionamento
	x <sub>44</sub>	Produto seja de alta tecnologia
	x <sub>45</sub>	Potencial mercado estrangeiro
	x <sub>46</sub>	Produto único
	x <sub>47</sub>	Disponibilidade de matérias-primas
	x <sub>48</sub>	Inovação no processo produtivo
<b>X<sub>5</sub></b>		<b>Aspectos financeiros</b>
	x <sub>51</sub>	Taxa de retorno esperada
	x <sub>52</sub>	Custos de estrutura
	x <sub>53</sub>	Tempo até atingir o break-even
	x <sub>54</sub>	Tempo de <i>pay back</i>
	x <sub>55</sub>	Dimensão do investimento
	x <sub>56</sub>	Sinergias com actuais investimentos da SCR
	x <sub>57</sub>	Capacidade de obter financiamento adicional
	x <sub>58</sub>	Facilidade de saída
	<b>X<sub>6</sub></b>	
x <sub>61</sub>		Localização geográfica
x <sub>62</sub>		Qualidade do plano de negócios
x <sub>63</sub>		Intuição da SCR
x <sub>64</sub>		Sensibilidade aos ciclos económicos
x <sub>65</sub>		Capacidade de produção

Fonte: Autor.

Para valorizar a importância dos critérios foi utilizada, tal como em Pintado (2002), uma escala de avaliação de 1 a 5. Utilizou-se uma escala de avaliação de número ímpar já que “*se o questionário for anónimo e se não contiver perguntas sensíveis é geralmente melhor utilizar um número ímpar de alternativas*” (Hill e Hill, 2008, p.127). Por outro lado, e de acordo com Hill e Hill (2008, p.127), optou-se pela descrição da escala apenas nos extremos (1 = pouco importante; 5 = muito importante), já que a utilização deste procedimento não levanta problemas quando os respondentes têm habitualmente habilitações literárias elevadas.

#### **5.4 – A recolha de dados**

A recolha da informação, através da aplicação do questionário, decorreu durante os meses de Janeiro e Fevereiro de 2009.

Foram contactados telefonicamente os responsáveis pelas SCR convidando-os a participarem neste estudo. Após terem sido explicados os objectivos e garantida a confidencialidade dos dados obtidos, foi solicitada a marcação de uma reunião. Deste processo resultou a recolha de dados junto de 12 das 20 SCR que aderiram ao estudo. Relativamente às restantes 8 SCR foi combinado com os seus responsáveis o seguinte procedimento: após o contacto telefónico inicial, foi enviado o questionário por correio electrónico tendo sido de imediato efectuado novo contacto telefónico durante o qual foi recolhida a informação. O tempo dispendido na realização de reuniões com as SCR revelou-se particularmente importante no processo de recolha de informação já que:

- Permitiu aumentar a taxa de resposta. Normalmente as SCR reagem negativamente ao preenchimento de questionários que lhes chegam por correio (Musyka, 1996);
- O esclarecimento de dúvidas durante o preenchimento do questionário permitiu a obtenção de informação de melhor qualidade; e,
- Permitiu a recolha de informação utilizando uma metodologia diferente daquela que foi utilizada nos trabalhos desenvolvidos por MacMillan *et al.* (1985) e Pintado (2002).

## 5.5 – A análise de dados

Após a recolha da informação, foram confrontados os resultados obtidos com as hipóteses formuladas, através do recurso ao *software* estatístico SPSS (versão 17.0) ®. Nesta secção indicaremos as técnicas estatísticas utilizadas em cada um dos objectivos definidos.

A reduzida dimensão da amostra e o desconhecimento da distribuição das variáveis sob estudo torna não adequada a utilização de testes paramétricos. Assim foram utilizados testes não paramétricos para testar as diferentes hipóteses. Siegel (1975, p.34) define teste não paramétrico como *uma prova cujo modelo não especifica condições sobre os parâmetros da população do qual se extraiu a amostra*. Já de acordo com Maroco (2007, p.213) *estes testes não exigem que a distribuição da variável sob estudo seja conhecida (normal). (...) Por outro lado, para amostras de pequenas e diferentes dimensões e onde as variáveis sob estudo não verificam os pressupostos dos métodos paramétricos, os testes não paramétricos podem ser mais potentes*.

**Objectivo 1:** Identificar a importância dada pelas SCR portuguesas, aos critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage*.

Na análise intra-grupo foi utilizada a estatística descritiva, nomeadamente a média e o desvio padrão, para identificar dentro de cada grupo os critérios ( $x_{ij}$ ) mais valorizados pelas SCR portuguesas na selecção e avaliação de projectos do tipo *early – stage*. Este procedimento foi igualmente adoptado por alguns autores (p. ex. Mishra, 2005 conclui que dos 10 critérios mais valorizados pelas SCR, 5 dizem respeito à personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão e 4 à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão) e permite-nos identificar dos 45 critérios, aqueles que em média são mais valorizados pelas SCR.

Para avaliar se a valorização média atribuída a cada critério ( $x_{ij}$ ) é significativamente diferente, foi utilizado o teste não paramétrico de Wilcoxon para duas amostras emparelhadas. Serão identificadas as diferenças que são significativas para níveis de significância de 1%, 5% e 10%. A escolha deste teste justifica-se dada a correlação existente entre variáveis do mesmo grupo.

Para avaliar se a valorização média atribuída a cada critério ( $x_{ij}$ ) é significativamente diferente, em função do capital da SCR, do tipo de investimento e do seu processo de internacionalização foi utilizado o teste não paramétrico de Mann-Whitney para duas amostras independentes. Serão identificadas as diferenças que são significativas a 1%, 5% e 10%.

Na análise entre – grupos foi colocada uma hipótese de investigação:

*Hipótese 0:* Na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, as SCR portuguesas consideram tão importantes os grupos de critérios relativos ao empreendedor e à equipa de gestão, como os grupos de critérios relativos ao mercado, ao produto, aos aspectos financeiros e aos outros aspectos relacionados com o investimento.

*Hipótese 1:* Na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, as SCR portuguesas, consideram mais importantes os grupos de critérios relativos ao empreendedor e à equipa de gestão, do que os grupos de critérios de relativos ao mercado, ao produto, aos aspectos financeiros e aos outros aspectos relacionados com o investimento.

Com base nas médias das sub-variáveis ( $x_{ij}$ ), foram calculadas as médias das variáveis ( $X_i$ ) ou seja a importância média atribuída a cada um dos 6 grupos de critérios definidos. Para testar a hipótese de investigação foi utilizado o teste não paramétrico de Mann – Whitney para 2 amostras independentes (permite verificar se as diferenças entre as médias das variáveis ( $X_i$ ) são significativas). Serão identificadas as diferenças que são significativas com níveis de significância de 1%, 5% e 10%.

#### **Objectivos 2 a 4:**

A cada um destes 3 objectivos, está associada uma hipótese de investigação.

### Hipótese de investigação associada ao objectivo 2:

*Hipótese 0:* As SCR com capital maioritariamente público, valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de mesma forma das SCR com capital maioritariamente privado.

*Hipótese 1:* As SCR com capital maioritariamente público, valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de forma diferente das SCR com capital maioritariamente privado.

### Hipótese de investigação associada ao objectivo 3:

*Hipótese 0:* As SCR que iniciaram o seu processo de internacionalização valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, da mesma forma das SCR que ainda não iniciaram esse processo.

*Hipótese 1:* As SCR que iniciaram o seu processo de internacionalização valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de forma diferente das SCR que ainda não iniciaram esse processo.

### Hipótese de investigação associada ao objectivo 4:

*Hipótese 0:* Na análise de projectos do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage* as SCR valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos da mesma forma.

*Hipótese 1:* As SCR valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos de forma diferente consoante o projecto seja do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*.

Utilizaram-se as mesmas técnicas estatísticas para testar cada uma destas hipóteses. Com base nas médias das sub-variáveis ( $x_{ij}$ ), foram calculadas as médias das variáveis ( $X_i$ ) ou seja a importância média atribuída a cada um dos 6 grupos de critérios definidos relativamente a cada amostra.

Para testar a hipótese de investigação foi utilizado o teste não paramétrico de Mann-Whitney para duas amostras independentes (permite-nos determinar se as diferenças entre os grupos de critérios são significativas). Serão identificadas as diferenças que são significativas para níveis de significância de 1%, 5% e 10%.

**Objectivo 5:** Identificar grupos de SCR em Portugal com características homogéneas, tendo em conta os critérios por elas utilizados na selecção e avaliação projectos.

As técnicas estatísticas adoptadas para atingir este objectivo foram as seguintes:

- Foi efectuada uma análise de clusters não hierárquica de k-médias dado que a probabilidade de classificação errada de um determinado sujeito num determinado cluster utilizando um método não hierárquico é menor do quando se utiliza um método hierárquico (Maroco, 2007);
- Optou-se pela utilização de 3 clusters para realizar a análise de clusters não hierárquica de k-médias, já que nos trabalhos desenvolvidos nos EUA (MacMillan *et al.*, 1985), na Europa (Muzyka *et al.*, 1996) e em Espanha (Pintado, 2002), foram identificados três clusters;
- Realizou-se o teste não paramétrico de Mann – Whitney para 2 amostras independentes, permitindo analisar se a diferença entre a importância atribuída pelos diferentes clusters aos critérios de selecção e avaliação de projectos é significativa. Foram identificadas as diferenças que são significativas com níveis de significância de 1%, 5% e 10%; e,
- Atribuíram-se nomes aos clusters com base nos resultados obtidos.

Importa desde já referir que os trabalhos desenvolvidos nos EUA (MacMillan *et al.*, 1985), na Europa (Muzyka *et al.*, 1996) e em Espanha (Pintado, 2002), identificaram clusters tendo por base os critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos não apenas do tipo *early – stage*, mas também do tipo *later-stage*. No presente trabalho a análise foi feita tendo por base, exclusivamente, projectos do tipo *early – stage*.

Assim, a comparação entre os resultados obtidos neste trabalho e os resultados da literatura deve ser feita com especial cuidado já que, sendo a base de trabalho diferente, as eventuais comparações podem dar origem a conclusões menos correctas.

## 6- RESULTADOS

Neste capítulo será inicialmente caracterizada a amostra e em seguida apresentados os resultados para cada um dos objectivos previamente definidos. Sempre que possível será efectuada uma comparação dos mesmos com os resultados de estudos anteriores.

### 6.1– Caracterização da Amostra

O número de SCR que respondeu ao questionário foi de 20 dos 22 questionários enviados, o que representa uma taxa de resposta de 90,91%. Como já referimos, os estudos de MacMillan *et al.* (1985) e Pintado (2002) obtiveram uma taxa de resposta de 68% e 80,95% respectivamente.

A introdução no questionário do primeiro bloco de questões teve como principal objectivo a caracterização da amostra tendo em conta:

- O número de anos que exerce a actividade de CR;
- O capital da SCR (maioritariamente público ou maioritariamente privado);
- O tipo de investimento que realiza; e,
- O processo de internacionalização da SCR.

Tendo por base a data da fundação da SCR, procurou-se conhecer o número de anos que os inquiridos exercem a actividade de CR. Através da Tabela 8 conclui-se que aproximadamente um terço das SCR existem há menos de 6 anos, enquanto que 35% das SCR existem há mais de 10 anos. Os restantes 35% das SCR exercem a sua actividade há mais de 5 anos e há menos de 10 anos. Assim, mais de 50% das SCR exercem a sua actividade há mais de 5 anos.

**Tabela 8 – Número e percentagem de SCR por número de anos que exerce a actividade**

Período	Número	%
Até 5 anos	6	30%
Entre 6 e 10 anos	7	35%
Mais de 10 anos	7	35%
<b>Total</b>	<b>20</b>	<b>100%</b>



Relativamente ao capital da SCR, importa referir que:

- 5 (25%) SCR têm capital maioritariamente público; e,
- 15 (75%) SCR têm capital maioritariamente privado.

Assim, conclui-se que as SCR que participaram neste estudo apresentam na sua maioria, um capital maioritariamente privado. A mesma conclusão foi retirada por Pintado (2002) onde 67% das SCR espanholas tinham capital maioritariamente privado.

Questionou-se também as SCR sobre o número de projectos que estavam incluídos no seu portfólio em função do tipo de investimento. Conclui-se que as empresas que investem maioritariamente em:

- *Early – stage*, representam 30% (6 SCR) do total de inquiridos;
- Desenvolvimento, representam 45% (9 SCR) do total de inquiridos; e,
- *Buyout*, representam 25% (5 SCR) do total de inquiridos.

Dos resultados obtidos conclui-se ainda que 14 (70%) das SCR têm incluído no seu portfólio investimentos em projectos do tipo *early – stage* enquanto que as restantes 6 (30%) SCR apenas investem em projectos do tipo *later – stage*.

Importa referir que embora o questionário fosse dirigido a empresas que investem em projectos do tipo *early – stage*, foi solicitado às empresas que apenas investem em projectos *later – stage* que respondessem ao questionário tendo por base os critérios por elas utilizados na selecção e avaliação desse tipo de projectos.

Estes resultados tornam-se importantes na definição da dimensão da amostra utilizada para estudar cada um dos objectivos propostos. No estudo dos critérios utilizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos do tipo *early – stage* foram utilizadas as respostas das 14 SCR que investem nesse tipo de projectos. As respostas dos restantes 6 inquiridos foram utilizadas em particular nos primeiro e quarto objectivos nos quais se pretendeu comparar os critérios utilizados pelas SCR em função do tipo de investimento.

Dado que o fenómeno da internacionalização das SCR em Portugal tem vindo a acentuar-se procurou-se identificar como e onde as SCR portuguesas se têm internacionalizado.

Os resultados indicam que 50% (10) das SCR inquiridas já iniciaram o seu processo de internacionalização. Este processo de internacionalização realiza-se essencialmente através do investimento a partir de Portugal em países da União Europeia e em países fora da Europa.

Em termos globais conclui-se que 50% das SCR que participaram no estudo investem noutros países (a partir de Portugal) e que 10% das SCR têm representação fora de Portugal. Bottazzi *et al.* (2004) no seu trabalho realizado sobre o mercado de CR europeu, concluiu que 24% dos investimentos foram efectuados em empresas estrangeiras e que 27% das SCR europeias tinham escritório fora do país de origem.

Em relação ao destino dos investimentos realizados fora do país, bem como à localização da representação das SCR no estrangeiro, conclui-se pela Tabela 9 que as SCR portuguesas apostam fundamentalmente em países da Europa comunitária ou em países fora da Europa. Os países europeus não comunitários têm sido considerados menos atractivos para a realização de investimentos.

**Tabela 9 – Número de SCR que iniciaram o processo de internacionalização**

	SCR que investem a partir de Portugal	SCR com representação fora de Portugal
Em países da União europeia	7	1
Na Europa fora da União Europeia	1	---
Fora da Europa	8	2

## 6.2– Resultados – Objectivo 1

### 6.2.1 - Análise intra – grupo

Em relação aos critérios utilizados na avaliação da personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão ( $X_1$ ) importa referir a honestidade e integridade ( $x_{14}$ ) como o critério mais valorizado pelas SCR quando analisam projectos do tipo *early – stage* (Tabelas 10 e 11). É natural que assim seja, já que a relação entre a SCR e os empreendedores é feita com base na confiança mútua. Seguem-se a visão de longo prazo ( $x_{17}$ ) e a capacidade de reacção e avaliação dos riscos ( $x_{11}$ ) como critérios mais valorizados. O critério menos valorizado pelas SCR é a atenção ao detalhe ( $x_{15}$ ).

Relativamente ao desejo de ganhar dinheiro ( $x_{13}$ ), as SCR com capital maioritariamente privado atribuem uma maior importância a este critério do que as SCR com capital maioritariamente público.

Salienta-se, também, que as SCR que ainda não iniciaram o seu processo de internacionalização, atribuem maior importância à capacidade de realizar um esforço intenso e contínuo ( $x_{12}$ ) e à atenção ao detalhe ( $x_{15}$ ) do que as SCR que já iniciaram o seu processo de internacionalização. Também em relação ao desejo de ganhar dinheiro ( $x_{13}$ ), apesar de não existirem diferenças estatisticamente significativas, as SCR que ainda não iniciaram o seu processo de internacionalização, atribuem maior importância a este critério do que as SCR que já iniciaram o seu processo de internacionalização.

Importa ainda referir que relativamente à visão de longo prazo ( $x_{17}$ ), as SCR quando investem em projectos do tipo *early – stage* valorizam mais este critério do que quando investem em projectos do tipo *later – stage*.

**Tabela 10 – Importância atribuída aos critérios relativos à personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão**

Variável		Early-stage						Early-stage	Later-stage
		Total		Capital		Internacionalização			
		N = 14		N = 9	N = 5	N = 8	N = 6	N = 14	N = 6
		Média	D.Padrão	Priv.	Pub.	Sim	Não	Média	Média
X <sub>11</sub>	Capacidade de reacção e avaliação dos riscos	4,57	,514	4,67	4,40	4,50	4,67	4,57	4,67
X <sub>12</sub>	Capacidade de realizar um esforço intenso e contínuo	4,36	,497	4,33	4,40	4,13* *	4,67* *	4,36	4,67
X <sub>13</sub>	Desejo de ganhar dinheiro	4,00	,784	4,44* * *	3,2* * *	3,75	4,33	4,00	4,17
X <sub>14</sub>	Honestidade e integridade	5,00	,000	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
X <sub>15</sub>	Atenção ao detalhe	3,71	,825	3,89	3,40	3,25* *	4,33* *	3,71	4,33
X <sub>16</sub>	Favorável a sugestões e a críticas	4,14	,535	4,22	4,00	4,00	4,33	4,14	4,17
X <sub>17</sub>	Visão de longo prazo	4,86	,363	4,89	4,80	4,75	5,00	4,86* *	4,00* *
X <sub>18</sub>	Capacidade de suscitar empatia com a SCR	4,14	,864	4,22	4,00	4,00	4,33	4,14	4,17

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

**Tabela 11 – Comparação entre os critérios relativos à personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão**

Variáveis	Variáveis							
	X <sub>11</sub>	X <sub>12</sub>	X <sub>13</sub>	X <sub>14</sub>	X <sub>15</sub>	X <sub>16</sub>	X <sub>17</sub>	X <sub>18</sub>
X <sub>11</sub>	---							
X <sub>12</sub>	n.s.	---						
X <sub>13</sub>	**	n.s.	---					
X <sub>14</sub>	**	***	***	---				
X <sub>15</sub>	**	**	n.s.	***	---			
X <sub>16</sub>	**	n.s.	n.s.	***	*	---		
X <sub>17</sub>	n.s.	**	***	n.s.	***	***	---	
X <sub>18</sub>	n.s.	n.s.	n.s.	***	*	n.s.	***	---

Teste de Wilcoxon. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

n.s. : não significativo.

Das conclusões de outros trabalhos sobre este tema (embora os resultados dos trabalhos de MacMillan *et al.* (1985) e Muzyka *et al.* (1996) tenham sido obtidos tendo por base todo o tipo de investimento e não apenas a selecção e avaliação de projectos *early – stage*), importa referir que:

- Nos EUA, a capacidade do empreendedor em realizar um esforço intenso é o critério mais valorizado deste grupo (MacMillan *et al.*, 1985);
- Na Europa, o trabalho desenvolvido por Muzyka *et al.* (1996) indica o potencial de liderança como o critério mais importante deste grupo; e,
- Em Espanha os resultados são idênticos ao do presente estudo já que as SCR dão maior importância à honestidade e integridade e à capacidade de reacção e avaliação

dos riscos do empreendedor e da sua equipa de gestão. Também neste país o critério menos valorizado deste grupo é a atenção ao detalhe (Pintado, 2002).

Com respeito aos critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão ( $X_2$ ) – Tabelas 12 e 13 – os critérios mais valorizados são o empreendedor e a sua equipa estarem focados e familiarizados com os objectivos de mercado da empresa ( $x_{25}$ ) e o seu conhecimento do sector ( $x_{24}$ ). Contudo, neste último caso as diferenças não são significativas relativamente a outros critérios, como a capacidade de organizar a sua equipa de gestão ( $x_{22}$ ) e as competências técnicas ( $x_{28}$ ) e as competências de gestão ( $x_{29}$ ). Os critérios menos valorizados são o capital disponível do empreendedor e da sua equipa ( $x_{26}$ ), e a sua formação académica ( $x_{21}$ ).

Importa referir que as SCR que ainda não iniciaram o seu processo de internacionalização valorizam mais a formação académica ( $x_{21}$ ) do que as SCR que já iniciaram esse processo.

As SCR quando investem em projectos do tipo *later – stage* valorizam mais o capital disponível do empreendedor ( $x_{26}$ ) do que quando investem em projectos do tipo *early – stage*. Este resultado é perfeitamente natural já que os empreendedores de projectos *early – stage* são muitas vezes jovens sem capital suficiente para investir no projecto.

**Tabela 12 – Importância atribuída aos critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão**

Variável		Early-stage						Early-stage	Later-stage	
		Total		Capital		Internacionalização				
		N = 14		N = 9	N = 5	N = 8	N = 6		N = 14	N = 6
		Média	D.Padrão	Priv.	Pub.	Sim	Não	Média	Média	
$x_{21}$	Formação académica	3,50	,519	3,56	3,40	3,25* *	3,83* *	3,50	3,00	
$x_{22}$	Capacidade de organizar a sua equipa de gestão	4,64	,633	4,67	4,60	4,63	4,67	4,64	4,33	
$x_{23}$	Experiência profissional	4,07	,917	4,11	4,00	3,75	4,50	4,07	4,17	
$x_{24}$	Conhecimento do sector	4,71	,611	4,67	4,80	4,75	4,67	4,71	4,17	
$x_{25}$	Focado e familiarizado com os objectivos de mercado da empresa	4,71	,469	4,67	4,80	4,63	4,83	4,71	4,67	
$x_{26}$	Capital disponível do empreendedor	3,21	,975	3,22	3,20	3,13	3,33	3,21* *	4,17* *	
$x_{27}$	Referências de terceiros	4,00	,679	4,11	3,80	3,88	4,17	4,00	3,50	
$x_{28}$	Competências técnicas	4,36	,633	4,33	4,40	4,25	4,50	4,36	4,17	
$x_{29}$	Competências de gestão	4,36	,842	4,22	4,60	4,38	4,33	4,36	4,33	

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

**Tabela 13 – Comparação entre os critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão**

Variáveis	Variáveis								
	X <sub>21</sub>	X <sub>22</sub>	X <sub>23</sub>	X <sub>24</sub>	X <sub>25</sub>	X <sub>26</sub>	X <sub>27</sub>	X <sub>28</sub>	X <sub>29</sub>
X <sub>21</sub>	---								
X <sub>22</sub>	***	---							
X <sub>23</sub>	**	*	---						
X <sub>24</sub>	***	n.s.	**	---					
X <sub>25</sub>	***	n.s.	**	n.s.	---				
X <sub>26</sub>	n.s.	***	***	***	***	---			
X <sub>27</sub>	*	**	n.s.	***	**	**	---		
X <sub>28</sub>	***	n.s.	n.s.	n.s.	*	***	n.s.	---	
X <sub>29</sub>	***	**	n.s.	n.s.	*	***	n.s.	n.s.	---

Teste de Wilcoxon. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

n.s. : não significativo.

Relativamente às conclusões de outros trabalhos sobre este grupo de critérios:

- Nos EUA tal como no presente trabalho, o empreendedor e a sua equipa de gestão estarem familiarizados com os objectivos da empresa é o critério mais valorizado (MacMillan *et al.*, 1985);
- Na Europa, o trabalho desenvolvido por Muzyka *et al.* (1996) indica o conhecimento do mercado por parte do empreendedor e da sua equipa como o critério mais importante, coincidindo assim com as conclusões do presente trabalho; e,
- Em Espanha as SCR dão maior importância à experiência profissional e ao conhecimento do sector por parte do empreendedor e da sua equipa de gestão (coincide neste aspecto com as conclusões do presente trabalho). O critério menos valorizado deste grupo é o historial do empreendedor na empresa (Pintado, 2002). A menor importância deste critério resulta do facto de nos projectos do tipo *early – stage* as empresas muitas vezes nem sequer estarem constituídas.

Os critérios relativos ao mercado (X<sub>3</sub>) apresentam diferenças pouco significativas entre si (Tabelas 14 e 15). Os critérios que são mais valorizados são a taxa de crescimento do mercado alvo (x<sub>32</sub>) e a facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores (x<sub>37</sub>), sendo a dimensão do mercado (x<sub>31</sub>) o critério menos valorizado.

Destaca-se ainda o facto das SCR quando investem em projectos do tipo *early – stage*, valorizarem mais a facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores (x<sub>37</sub>) e a capacidade da empresa em criar um novo mercado para o seu produto ou serviço (x<sub>34</sub>), do que quando investem em projectos do tipo *later – stage*. A natureza do

investimento em projectos do tipo *later – stage* pode justificar este último resultado. Em muitos casos investe-se na substituição da equipa de gestão ou no reforço da estrutura financeira onde o objectivo não é necessariamente a criação de um novo mercado.

**Tabela 14 – Importância atribuída aos critérios relativos ao mercado**

Variável	Early-stage						Early-stage	Later-stage	
	Total		Capital		Internacionalização				
	N = 14		N = 9	N = 5	N = 8	N = 6	N = 14	N = 6	
	Média	D.Padrão	Priv.	Pub.	Sim	Não	Média	Média	
X <sub>31</sub>	Dimensão do mercado	2,86	1,099	3,11	2,40	2,75	3,00	2,86	3,00
X <sub>32</sub>	Taxa de crescimento do mercado alvo	4,07	,829	4,11	4,00	4,25	3,83	4,07	3,17
X <sub>33</sub>	SCR familiarizada com o mercado do produto	2,93	1,207	2,89	3,00	2,63	3,33	2,93	3,17
X <sub>34</sub>	Empresa capaz de criar um novo mercado para o seu produto ou serviço	3,57	,938	3,33	4,00	3,38	3,83	3,57***	2,3***
X <sub>35</sub>	Ameaça de concorrência mínima durante os 3 primeiros anos	3,36	1,216	3,56	3,00	3,25	3,50	3,36	2,67
X <sub>36</sub>	Existência de barreiras à entrada de novos produtos	3,79	1,051	4,11	3,20	3,50	4,17	3,79	3,50
X <sub>37</sub>	Facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores	4,07	,730	3,89	4,40	4,38*	3,67*	4,07**	3,00**

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

**Tabela 15 – Comparação entre os critérios relativos ao mercado**

Variáveis	Variáveis						
	X <sub>31</sub>	X <sub>32</sub>	X <sub>33</sub>	X <sub>34</sub>	X <sub>35</sub>	X <sub>36</sub>	X <sub>37</sub>
X <sub>31</sub>	---						
X <sub>32</sub>	***	---					
X <sub>33</sub>	n.s.	**	---				
X <sub>34</sub>	n.s.	n.s.	n.s.	---			
X <sub>35</sub>	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	---		
X <sub>36</sub>	*	n.s.	n.s.	n.s.	*	---	
X <sub>37</sub>	**	n.s.	**	*	n.s.	n.s.	---

Teste de Wilcoxon. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

n.s. : não significativo.

Relativamente às conclusões de outros trabalhos sobre este grupo de critérios, quer nos EUA (MacMillan *et al.*, 1985), quer na Europa (Muzyka *et al.*, 1996), quer em Espanha (Pintado, 2002), o critério mais importante é, tal como no presente trabalho, a taxa de crescimento do mercado.

Através das Tabelas 16 e 17 verifica-se que o grupo relativo ao produto ou serviço ( $X_4$ ) apresenta como critérios mais valorizados (embora com poucas diferenças significativas para os outros critérios) o produto com uma aceitação demonstrada no mercado ( $x_{42}$ ), um potencial mercado estrangeiro ( $x_{45}$ ) e a empresa ser proprietária da patente ( $x_{41}$ ). Assim, as empresas que investem em projectos do tipo *early – stage* preferem projectos com garantia de aceitação no mercado, com perspectivas de internacionalização e que possam criar obstáculos à entrada de novas empresas no mercado. O critério menos valorizado é que o produto seja de alta tecnologia ( $x_{44}$ ). Embora sem significância estatística, atrevemo-nos a concluir que as SCR portuguesas quando investem em projectos do tipo *early – stage* não atribuem preferência aos produtos de base tecnológica.

Não existem diferenças significativas nos critérios relativos ao produto ou serviço em função do capital da SCR, do seu processo de internacionalização e do tipo de investimento.

**Tabela 16 – Importância atribuída aos critérios relativos ao produto ou serviço**

Variável		Early-stage						Early-stage	Later-stage
		Total		Capital		Internacionalização			
		N = 14		N = 9	N = 5	N = 8	N = 6	N = 14	N = 6
		Média	D.Padrão	Priv.	Pub.	Sim	Não	Média	Média
$x_{41}$	Empresa proprietária da patente	3,93	1,141	4,22	3,40	3,88	4,00	3,93	3,83
$x_{42}$	Produto com uma aceitação demonstrada no mercado	4,00	,784	3,89	4,20	3,75	4,33	4,00	4,17
$x_{43}$	Produto desenvolvido até ao ponto de um protótipo em funcionamento	3,50	1,160	3,56	3,40	3,13	4,00	3,50	3,83
$x_{44}$	Produto seja de alta tecnologia	2,71	1,383	2,56	3,00	2,38	3,17	2,71	3,17
$x_{45}$	Potencial mercado estrangeiro	4,00	,555	4,11	3,80	3,88	4,17	4,00	3,67
$x_{46}$	Produto único	3,43	,756	3,56	3,20	3,25	3,67	3,43	3,17
$x_{47}$	Disponibilidade de matérias-primas	3,71	1,069	4,00	3,20	3,88	3,50	3,71	3,83
$x_{48}$	Inovação no processo produtivo	3,64	1,393	3,67	3,60	3,50	3,83	3,64	3,50

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .



**Tabela 17 – Comparação entre os critérios relativos ao produto ou serviço**

Variáveis	Variáveis							
	X <sub>41</sub>	X <sub>42</sub>	X <sub>43</sub>	X <sub>44</sub>	X <sub>45</sub>	X <sub>46</sub>	X <sub>47</sub>	X <sub>48</sub>
X <sub>41</sub>	---							
X <sub>42</sub>	n.s.	---						
X <sub>43</sub>	n.s.	n.s.	---					
X <sub>44</sub>	**	**	**	---				
X <sub>45</sub>	n.s.	n.s.	n.s.	***	---			
X <sub>46</sub>	*	*	n.s.	*	**	---		
X <sub>47</sub>	n.s.	n.s.	n.s.	*	n.s.	n.s.	---	
X <sub>48</sub>	n.s.	n.s.	n.s.	**	n.s.	n.s.	n.s.	---

Teste de Wilcoxon. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

n.s. : não significativo.

Relativamente às conclusões de outros trabalhos sobre este grupo de critérios:

- Nos EUA (MacMillan *et al.*, 1985) dão maior importância ao facto da empresa ser proprietária da patente;
- Na Europa (Muzyka *et al.*, 1996) dão maior importância ao nível de compreensão que o mercado tem sobre o produto; e,
- Em Espanha (Pintado, 2002), os critérios mais importantes são o ciclo de vida do produto e que o mesmo tenha uma aceitação demonstrada no mercado.

Ao contrário daquilo que se passa na literatura, destaca-se neste grupo de critérios a importância atribuída pelas SCR portuguesas à possibilidade de existência de um potencial mercado estrangeiro (x<sub>45</sub>). A reduzida dimensão do mercado português quando comparada com outros países como a Espanha ou os EUA (nomeadamente quanto ao número de habitantes e ao PIB per capita) pode, eventualmente, justificar a maior importância atribuída pelas SCR portuguesas a projectos que não se destinem exclusivamente ao mercado nacional, comparativamente à importância atribuída a este critério pelas SCR espanholas ou norte americanas.

Outro grupo de critérios analisados neste trabalho refere-se aos aspectos financeiros do investimento (X<sub>5</sub>) – Tabelas 18 e 19. A taxa de retorno esperada (x<sub>51</sub>) e a facilidade de saída (x<sub>58</sub>) são os critérios financeiros mais valorizados pelas SCR que investem em projectos do tipo *early – stage*, apresentando diferenças significativas face aos outros critérios. O critério menos valorizado é a existência de sinergias com actuais

investimentos da SCR ( $x_{56}$ ). Parece assim, poder-se concluir que as SCR têm especial preocupação com a rentabilidade e com a liquidez do investimento.

Não existem diferenças significativas nestes critérios em função do capital da SCR, do seu processo de internacionalização e do tipo de investimento.

**Tabela 18 – Importância atribuída aos critérios relativos aos aspectos financeiros**

Variável		Early-stage						Early-stage	Later-stage
		Total		Capital		Internacionalização			
		N = 14		N = 9	N = 5	N = 8	N = 6	N = 14	N = 6
		Média	D.Padrão	Priv.	Pub.	Sim	Não	Média	Média
$x_{51}$	Taxa de retorno esperada	4,79	,426	4,89	4,60	4,63	5,00	4,79	4,67
$x_{52}$	Custos de estrutura	3,79	,802	3,89	3,60	4,00	3,50	3,79	4,00
$x_{53}$	Tempo até atingir o break-even	3,64	1,008	3,67	3,60	3,50	3,83	3,64	3,33
$x_{54}$	Tempo de pay back	3,50	1,092	3,44	3,60	3,38	3,67	3,50	3,00
$x_{55}$	Dimensão do investimento	3,64	,745	3,89	3,20	3,50	3,83	3,64	4,00
$x_{56}$	Sinergias com actuais investimentos da SCR	2,71	1,069	2,78	2,60	2,50	3,00	2,71	2,83
$x_{57}$	Capacidade de obter financiamento adicional	3,50	1,019	3,56	3,40	3,50	3,50	3,50	3,50
$x_{58}$	Facilidade de saída	4,64	,745	4,56	4,80	4,75	4,50	4,64	5,00

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

**Tabela 19 – Comparação entre os critérios relativos aos aspectos financeiros**

Variáveis	Variáveis							
	$x_{51}$	$x_{52}$	$x_{53}$	$x_{54}$	$x_{55}$	$x_{56}$	$x_{57}$	$x_{58}$
$x_{51}$	---							
$x_{52}$	***	---						
$x_{53}$	***	n.s.	---					
$x_{54}$	***	n.s.	n.s.	---				
$x_{55}$	***	n.s.	n.s.	n.s.	---			
$x_{56}$	***	**	*	*	***	---		
$x_{57}$	***	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	**	---	
$x_{58}$	n.s.	**	**	**	**	***	***	---

Teste de Wilcoxon. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

n.s. : não significativo.

Relativamente às conclusões de outros trabalhos sobre este grupo de critérios:

- Nos EUA (MacMillan *et al.*, 1985) tal como no presente trabalho as SCR dão maior importância à taxa rentabilidade esperada e à facilidade de saída;
- Na Europa (Muzyka *et al.*, 1996) atribui-se maior importância à facilidade de saída; e,
- Em Espanha (Pintado, 2002), o critério mais importante deste grupo é que o rácio de endividamento seja adequado a cada investimento em função do seu risco particular.

Este critério não foi utilizado no presente trabalho. Pois enquanto que o estudo desenvolvido por Pintado (2002) teve como preocupação identificar os aspectos levados em consideração quando as SCR definem a taxa de rentabilidade mínima para cada projecto, no presente trabalho, a preocupação é identificar a importância dos diferentes aspectos financeiros no processo de tomada de decisão de investimento.

No desenvolvimento deste trabalho procurou-se identificar e analisar outros critérios ( $X_6$ ), que embora não possam ser incluídos nos outros grupos, poderiam eventualmente ser importantes para as SCR quando seleccionam e avaliam projectos. Dos resultados obtidos (Tabelas 20 e 21) constata-se que a qualidade do plano de negócios ( $x_{62}$ ) e a intuição das SCR ( $x_{63}$ ) são os critérios deste grupo mais valorizados pelas SCR quando analisam projectos do tipo *early – stage*. O critério menos valorizado é a localização geográfica do investimento ( $x_{61}$ ). Relativamente a este último critério existe uma diferença significativa em função do processo de internacionalização. As SCR que não se internacionalizaram valorizam mais este critério que as SCR que já iniciaram esse processo. A maior importância atribuída a este critério por parte das SCR que ainda não se internacionalizaram justifica-se pelo facto de algumas dessas sociedades estarem exclusivamente vocacionadas para investir em projectos sediados em Portugal.

Importa por último referir que, apesar de estatisticamente insignificante, a importância média atribuída à qualidade do plano de negócios ( $x_{62}$ ) pelas SCR que investem em projectos do tipo *early – stage* é superior à importância atribuída a esse critério pelas SCR que investem em projectos do tipo *later – stage*.

**Tabela 20 – Importância atribuída aos critérios relativos aos outros aspectos do investimento**

Variável		Early-stage						Early-stage	Later-stage
		Total		Capital		Internacionalização			
		N = 14		N = 9	N = 5	N = 8	N = 6	N = 14	N = 6
		Média	D.Padrão	Priv.	Pub.	Sim	Não	Média	Média
$x_{61}$	Localização geográfica	2,71	1,326	2,89	2,40	2,00* *	3,67* *	2,71	2,83
$x_{62}$	Qualidade do plano de negócios	4,50	,519	4,44	4,60	4,50	4,50	4,50	3,67
$x_{63}$	Intuição da SCR	3,93	1,207	4,00	3,80	4,00	3,83	3,93	3,67
$x_{64}$	Sensibilidade aos ciclos económicos	3,43	1,089	3,44	3,40	3,38	3,50	3,43	3,50
$x_{65}$	Capacidade de produção	3,14	1,231	3,22	3,00	3,00	3,33	3,14	2,50

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*  $p \leq 0,01$ .

**Tabela 21 – Comparação entre os critérios relativos aos outros aspectos do investimento**

Variáveis	Variáveis				
	X <sub>61</sub>	X <sub>62</sub>	X <sub>63</sub>	X <sub>64</sub>	X <sub>65</sub>
X <sub>61</sub>	---				
X <sub>62</sub>	***	---			
X <sub>63</sub>	**	*	---		
X <sub>64</sub>	*	***	n.s.	---	
X <sub>65</sub>	n.s.	***	**	n.s.	---

Teste de Wilcoxon. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

n.s. : não significativo.

Procurou-se ainda analisar conjuntamente a globalidade dos critérios. Dos 45 critérios em análise, conclui-se que 7 dos 10 critérios mais importantes pertencem aos grupos relativos à personalidade (X<sub>1</sub>) e à experiência (X<sub>2</sub>), do empreendedor e da equipa de gestão (Anexo 4).

Os estudos de Tyebjee e Bruno (1984) e MacMillan *et al.* (1985) concluem que cinco dos dez critérios mais importantes no processo de avaliação estão relacionados com a experiência e a personalidade do empreendedor (Silva, 2004). Também Mishra (2004) no seu trabalho desenvolvido na Índia, conclui que dos 10 critérios mais valorizados pelas SCR, 9 dizem respeito à personalidade e à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão.

Pode-se, assim, afirmar que as conclusões obtidas no presente trabalho são coincidentes com as da literatura.

A Tabela 22 apresenta as conclusões obtidas em diferentes trabalhos relativamente aos critérios mais valorizados dentro de cada grupo.

**Tabela 22 – Análise intra grupo – critérios mais importantes dentro de cada grupo**

<b>Grupos de critérios</b>	<b>MacMillan <i>et al.</i> (1985) – EUA</b>	<b>Muzyka <i>et al.</i> (1996) – Europa</b>	<b>Pintado (2002) – Espanha</b>	<b>Este Estudo – Portugal</b>
<b>Personalidade</b>	- Capacidade do empreendedor em realizar um esforço intenso.	- Potencial de liderança.	- Honestidade e integridade.	- Honestidade e integridade.
<b>Experiência</b>	- Familiarizados com os objectivos da empresa.	- Conhecimento do mercado.	- Experiência profissional; e, - Conhecimento do sector.	- Focados e familiarizados com os objectivos de mercado da empresa; e, - Conhecimento do sector.
<b>Mercado</b>	- Taxa de crescimento do mercado.	- Taxa de crescimento do mercado.	- Taxa de crescimento do mercado.	- Taxa de crescimento do mercado alvo; e, - Facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores.
<b>Produto ou Serviço</b>	- Empresa proprietária da patente.	- Nível de compreensão que o mercado tem sobre o produto.	- Ciclo de vida do produto; e, - Aceitação demonstrada no mercado.	- Produto com uma aceitação demonstrada no mercado; - Potencial mercado estrangeiro; e, - Empresa proprietária da patente.
<b>Financeiros</b>	- Taxa rentabilidade esperada; e, - Facilidade de saída.	Facilidade de saída.	- Rácio de endividamento adequado a cada investimento em função do seu risco particular.	- Taxa de retorno esperada; e, - Facilidade de saída.
<b>Outros Critérios</b>	----	----	----	- Qualidade do plano de negócios.

Fonte: Autor.

## 6.2.2 - Análise entre – grupos

Com o objectivo de identificar os grupos de critérios que as SCR mais valorizam foi colocada a seguinte hipótese de investigação:

*Hipótese 0:* Na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, as SCR portuguesas consideram tão importantes os grupos de critérios de avaliação relativos ao empreendedor e à equipa de gestão, como os grupos de critérios de avaliação relativos ao mercado, ao produto, aos aspectos financeiros e aos outros aspectos relacionados com o investimento.

*Hipótese 1:* Na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, as SCR portuguesas consideram mais importantes os grupos de critérios de avaliação relativos ao empreendedor e à equipa de gestão, do que os grupos de critérios de avaliação relativos ao mercado, ao produto, aos aspectos financeiros e aos outros aspectos relacionados com o investimento.

Para testar a hipótese calculou-se a importância média atribuída a cada grupo de critérios (Tabela 23) a partir das respostas das 14 SCR que investem em projectos do tipo *early – stage*.

**Tabela 23 – Importância média atribuída pelas SCR que investem em projectos *early – stage*, aos GRUPOS de critérios**

Variável	Grupo de critérios	Importância média
X <sub>1</sub>	Personalidade	4,35
X <sub>2</sub>	Experiência	4,17
X <sub>3</sub>	Mercado	3,52
X <sub>4</sub>	Produto	3,62
X <sub>5</sub>	Financeiros	3,78
X <sub>6</sub>	Outros	3,54

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

N = 14.

Foram também identificadas as diferenças significativas entre cada grupo de critérios (Tabela 24).

**Tabela 24 – Comparação entre GRUPOS de critérios**

	(X <sub>1</sub> ) personalidade	(X <sub>2</sub> ) experiência	(X <sub>3</sub> ) mercado	(X <sub>4</sub> ) produto	(X <sub>5</sub> ) financeiros	(X <sub>6</sub> ) outros
(X <sub>1</sub> ) personalidade	---					
(X <sub>2</sub> ) experiência	n.s.	---				
(X <sub>3</sub> ) mercado	***	***	---			
(X <sub>4</sub> ) produto	***	**	n.s.	---		
(X <sub>5</sub> ) financeiros	***	***	n.s.	n.s.	---	
(X <sub>6</sub> ) outros	***	**	n.s.	n.s.	n.s.	---

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*  $p \leq 0,01$ .

n.s. : não significativo.

Em termos globais, as SCR portuguesas quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early – stage* consideram mais importantes os grupos de critérios relativos ao empreendedor e à equipa de gestão, do que os grupos de critérios de avaliação relativos ao mercado, ao produto, aos aspectos financeiros e aos outros aspectos relacionados com o investimento, ou seja, existe evidência estatística que permite rejeitar  $H_0$ .

Estas conclusões coincidem plenamente com as conclusões obtidas nos EUA (MacMillan *et al.*, 1985), na Europa (Muzyka *et al.*, 1996) e em Espanha (Pintado, 2002). Vejamos alguns excertos desses estudos:

- “Os resultados confirmam que a personalidade e a experiência dos empreendedores determinam, em última instância, a decisão de investimento” (MacMillan *et al.*, 1985 p.119);

- “Concluimos que as SCR preferem seleccionar oportunidades que lhes sejam oferecidas por uma boa equipa de gestão mesmo com razoáveis características do mercado, do produto e projecções financeiras (...) Isto parece-nos, bastante lógico, já que sem uma boa equipa de gestão e uma ideia razoável, as boas projecções

*financeiras não fazem sentido, já que jamais serão alcançadas” (Muzyka et al., 1996 p.274); e,*

*- “Em termos globais, a experiência e a personalidade do empresário são as características mais apreciadas pelas SCR espanholas na hora da decisão de financiar um projecto (...)” (Pintado, 2002 p.282).*

Em suma, pode-se concluir que quer neste estudo quer na literatura existente, os aspectos relacionados com o factor humano são os mais determinantes na decisão de financiamento de projectos através de CR.

### **6.3 – Resultados – Objectivo 2**

Com o objectivo de identificar se o tipo de capital das SCR portuguesas (maioritariamente público ou maioritariamente privado) as diferencia na importância atribuída aos diferentes grupos de critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage*, foi colocada a seguinte hipótese de investigação:

*Hipótese 0:* As SCR com capital maioritariamente público valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de mesma forma das SCR com capital maioritariamente privado.

*Hipótese 1:* As SCR com capital maioritariamente público valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de forma diferente das SCR com capital maioritariamente privado.

Para testar a hipótese foi calculada inicialmente a importância média atribuída a cada grupo de critérios (Tabela 25) em função do capital da SCR. De seguida, através do teste de Mann – Whitney apurou-se se as diferenças eram significativas.



**Tabela 25 – Importância média por GRUPO de critérios em função do tipo de capital das SCR**

Grupo de critérios	Early -stage		Resultado do teste
	Privado	Público	
	N = 9	N = 5	
Importância média do grupo	Importância média do grupo		
(X <sub>1</sub> ) Personalidade	4,46	4,15	**
(X <sub>2</sub> ) Experiência	4,17	4,18	n.s.
(X <sub>3</sub> ) Mercado	3,57	3,43	n.s.
(X <sub>4</sub> ) Produto	3,69	3,48	n.s.
(X <sub>5</sub> ) Financeiros	3,83	3,68	n.s.
(X <sub>6</sub> ) Outros	3,60	3,44	n.s.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*  $p \leq 0,01$ .

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

n.s. : não significativo.

**Tabela 26 – Teste da hipótese – Objectivo 2**

Grupo de critérios	Decisão
(X <sub>1</sub> ) Personalidade	Rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>2</sub> ) Experiência	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>3</sub> ) Mercado	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>4</sub> ) Produto	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>5</sub> ) Financeiros	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>6</sub> ) Outros	Não rejeitar H <sub>0</sub>

Os resultados obtidos permitem concluir que em média, as SCR com capital maioritariamente privado atribuem maior importância a cada um dos diferentes grupos de critérios do que as SCR com capital maioritariamente público (excepto no caso do grupo experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão (X<sub>2</sub>) onde a importância média atribuída é praticamente igual). No entanto, essas diferenças não são significativas. A única excepção diz respeito ao grupo da personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão (X<sub>1</sub>), onde é significativa a maior importância atribuída a este grupo de critérios pelas SCR com capital maioritariamente privado.

Pode-se, assim, concluir que as SCR portuguesas com capital maioritariamente privado, quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early – stage* consideram mais

importante o grupo de critérios relativo à personalidade do empreendedor e da equipa de gestão ( $X_1$ ) do que as SCR com capital maioritariamente público.

As conclusões obtidas neste trabalho diferem das conclusões obtidas em Espanha. No trabalho desenvolvido por Pintado (2002) as diferenças existentes são significativas no grupo de critérios relativo aos aspectos financeiros. Em concreto, o autor conclui que as SCR espanholas com capital maioritariamente privado dão uma importância mais significativa aos aspectos financeiros do que as SCR com capital maioritariamente público.

#### **6.4 – Resultados – Objectivo 3**

Para identificar se o processo de internacionalização das SCR portuguesas as diferencia na importância atribuída aos diferentes grupos de critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage* foi colocada a seguinte hipótese de investigação:

*Hipótese 0:* As SCR que iniciaram o seu processo de internacionalização valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, da mesma forma das SCR que ainda não iniciaram esse processo.

*Hipótese 1:* As SCR que iniciaram o seu processo de internacionalização valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, de forma diferente das SCR que ainda não iniciaram esse processo.

Para testar a hipótese foi calculada inicialmente a importância média atribuída a cada grupo de critérios (Tabela 27) em função do processo de internacionalização das SCR. De seguida, através do teste de Mann – Whitney apurou-se se as diferenças eram significativas (Tabela 28).

**Tabela 27 – Importância média por GRUPO de critérios em função do processo de internacionalização das SCR**

	<i>Early -stage</i>		Resultado do teste
	Internacionalização		
	Sim	Não	
	N = 8	N = 6	
Grupo de critérios	Importância média do grupo	Importância média do grupo	
(X <sub>1</sub> ) Personalidade	4,17	4,58	**
(X <sub>2</sub> ) Experiência	4,07	4,31	n.s.
(X <sub>3</sub> ) Mercado	3,45	3,62	n.s.
(X <sub>4</sub> ) Produto	3,45	3,83	n.s.
(X <sub>5</sub> ) Financeiros	3,72	3,85	**
(X <sub>6</sub> ) Outros	3,38	3,77	n.s.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*  $p \leq 0,01$ .

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

n.s. : não significativo.

**Tabela 28 – Teste da hipótese – Objectivo 3**

Grupo de critérios	Decisão
(X <sub>1</sub> ) Personalidade	Rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>2</sub> ) Experiência	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>3</sub> ) Mercado	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>4</sub> ) Produto	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>5</sub> ) Financeiros	Rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>6</sub> ) Outros	Não rejeitar H <sub>0</sub>

Os resultados obtidos permitem concluir que as SCR portuguesas que ainda não iniciaram o seu processo de internacionalização atribuem em média uma maior importância aos grupos critérios de avaliação e selecção de projectos do que as SCR que já se internacionalizaram. Contudo essas diferenças apenas são estatisticamente significativas para os grupos de critérios (X<sub>1</sub>) e (X<sub>5</sub>). Assim, pode-se concluir que as SCR portuguesas que ainda não iniciaram o seu processo de internacionalização, quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early – stage* consideram mais importantes o grupo de critérios relativos à personalidade do empreendedor e da equipa de gestão (X<sub>1</sub>) e o grupo de critérios relativo aos aspectos financeiros (X<sub>5</sub>), do que as SCR que se internacionalizaram.

Em relação à literatura existente sobre esta questão, lembre-se que Wright *et al.* (2002) procurou examinar as diferenças entre as SCR estrangeiras (principalmente norte americanas) e domésticas na Índia, e as SCR domésticas nos EUA relativamente à forma como avaliavam o risco dos projectos que analisavam. Concluíram que na avaliação do risco dos projectos, as SCR domésticas dos EUA dão maior ênfase à contribuição financeira dos empreendedores para o investimento do que as SCR norte americanas a operarem na Índia; e, dão menor ênfase aos aspectos relacionados com o mercado do produto do que as SCR norte americanas a operarem na Índia. Contudo torna-se difícil a comparação destes resultados com os do presente trabalho já que os objectivos de ambos são diferentes.

## 6.5 – Resultados – Objectivo 4

Com o objectivo de identificar se a importância dada pelas SCR portuguesas, a cada grupo de critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos de investimento do tipo *early-stage* é igual quando os projectos em análise são do tipo *later-stage*, foi colocada a seguinte hipótese de investigação:

*Hipótese 0:* Na análise de projectos do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*, as SCR valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos da mesma forma.

*Hipótese 1:* As SCR valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos de forma diferente consoante o projecto seja do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*.

Para testar a hipótese foi calculada inicialmente a importância média atribuída a cada grupo de critérios (Tabela 29) em função do tipo de investimento em análise. De seguida, através do teste de Mann – Whitney apurou-se se as diferenças eram significativas (Tabela 30).

**Tabela 29 – Importância média por GRUPO de critérios em função do tipo de investimento das SCR**

Grupo de critérios	<i>Early -stage</i>	<i>Later -stage</i>	Resultado do teste
	N = 14	N = 6	
	Importância média do grupo	Importância média do grupo	
(X <sub>1</sub> ) Personalidade	4,35	4,40	n.s.
(X <sub>2</sub> ) Experiência	4,17	4,06	n.s.
(X <sub>3</sub> ) Mercado	3,52	2,98	n.s.
(X <sub>4</sub> ) Produto	3,62	3,65	n.s.
(X <sub>5</sub> ) Financeiros	3,78	3,79	n.s.
(X <sub>6</sub> ) Outros	3,54	3,23	n.s.

Teste U de Mann-Whitney. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*  $p \leq 0,01$ .

Nota: 1 = pouco importante; 5 = muito importante.

n.s. : não significativo.

**Tabela 30 – Teste da hipótese – Objectivo 4**

Grupo de critérios	Decisão
(X <sub>1</sub> ) Personalidade	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>2</sub> ) Experiência	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>3</sub> ) Mercado	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>4</sub> ) Produto	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>5</sub> ) Financeiros	Não rejeitar H <sub>0</sub>
(X <sub>6</sub> ) Outros	Não rejeitar H <sub>0</sub>

Os resultados obtidos indicam que em média:

- As SCR quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early-stage* dão mais importância aos grupos de critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão (X<sub>2</sub>), ao mercado (X<sub>3</sub>) e aos outros aspectos (X<sub>6</sub>) do que quando avaliam projectos do tipo *later-stage*; e,

- As SCR quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *later-stage* dão mais importância aos grupos de critérios relativos à personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão (X<sub>1</sub>), ao produto (X<sub>4</sub>) e aos aspectos financeiros (X<sub>5</sub>) do que quando avaliam projectos do tipo *early-stage*.

Contudo as diferenças obtidas não são significativas. Dos resultados obtidos conclui-se que não existe evidência estatística suficiente para rejeitar H<sub>0</sub>, ou seja, para concluir que

as SCR valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos de forma diferente consoante o projecto seja do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*.

O trabalho realizado por Pintado (2002) chegou a conclusões substancialmente diferentes: para além de concluir que as SCR espanholas que investem preferencialmente em projectos do tipo *early-stage* dão mais importância aos grupos de critérios relacionados com o produto e com os aspectos financeiros do que as SCR que investem preferencialmente em projectos do tipo *later-stage*, conclui ainda que essas diferenças são significativas.

A diferença nas conclusões obtidas pode-se eventualmente justificar pela forma como foi constituída a amostra nos dois trabalhos. Enquanto no presente trabalho foi questionado às SCR para valorizarem os critérios quando seleccionam e avaliam concretamente um projecto do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*, no trabalho de Pintado (2002), a amostra foi constituída em função da cada uma das SCR investir maioritariamente em projectos do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*.

## **6.6 – Resultados – Objectivo 5**

Pretende-se agora conhecer se é possível formar grupos de SCR portuguesas com comportamentos idênticos quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early-stage*.

A partir de uma amostra de 14 SCR que investem neste tipo de projectos utilizou-se, como técnica estatística, a análise de clusters.

A formação dos clusters é feita com base na importância que as SCR atribuem a cada um dos 45 critérios usados para valorizar a personalidade e a experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão, o mercado, o produto ou serviço, os aspectos financeiros e ainda os outros aspectos relativos ao investimento.

Relembre-se que foi efectuada uma análise de clusters não hierárquica de k-médias, tendo-se optado pela utilização de 3 clusters já que nos trabalhos desenvolvidos nos EUA (MacMillan *et al.*, 1985), na Europa (Muzyka *et al.*, 1996) e em Espanha (Pintado, 2002), foram identificados três clusters.

Os resultados da análise efectuada no presente trabalho (Tabela 31) sugerem que o primeiro cluster é formado por 10 SCR (71,43%), o segundo cluster por 3 SCR (21,43%) e o terceiro cluster apenas por 1 SCR (7,14%).

**Tabela 31 – Composição dos clusters em função do tipo de capital e do processo de internacionalização das SCR**

Cluster 1 N = 10				Cluster 2 N = 3				Cluster 3 N = 1			
Capital		Internacionalização		Capital		Internacionalização		Capital		Internacionalização	
Privado	Público	Sim	Não	Privado	Público	Sim	Não	Privado	Público	Sim	Não
6	4	5	5	2	1	3		1			1

A Tabela 32 apresenta vários tipos de informação sobre os clusters, nomeadamente:

- A importância média atribuída por cada um dos clusters aos diferentes critérios de selecção e avaliação de projectos ( $x_{ij}$ );
- A importância média atribuída por cada um dos clusters aos diferentes grupos de critérios ( $X_i$ );
- Para cada cluster, o ranking que cada critério ocupa tendo em conta a importância média que lhe é atribuída; e,
- Os resultados do teste não paramétrico de Mann-Whitney, utilizado para identificar se a importância atribuída por cada cluster a cada critério é significativamente diferente. Foram assinaladas as diferenças significativas a 1%, 5% e 10%.

**Tabela 32 – Importância atribuída por cada cluster aos critérios de selecção e avaliação de projectos *early – stage***

Critério		Cluster 1 N = 10		Cluster 2 N = 3		Cluster 3 N = 1	
		Média	Rank	Média	Rank	Média	Rank
<b>X1</b>	<b>Personalidade do empreendedor e da equipa de gestão</b>	<b>4,40</b>		<b>4,00</b>		<b>4,88</b>	
$x_{11}$	Capacidade de reacção e avaliação dos riscos	4,50	10	4,67	3	5,00	1
$x_{12}$	Capacidade de realizar um esforço intenso e contínuo	4,30	14	4,33	6	5,00	1
$x_{13}$	Desejo de ganhar dinheiro	4,00	22	4,00	14	4,00	18
$x_{14}$	Honestidade e integridade	5,00	1	5,00	1	5,00	1
$x_{15}$	Atenção ao detalhe	3,90* *	23	2,67* *	35	5,00	1
$x_{16}$	Favorável a sugestões e a críticas	4,10	18	4,00	14	5,00	1
$x_{17}$	Visão de longo prazo	5,00	1	4,33	6	5,00	1
$X_{18}$	Capacidade de suscitar empatia com a SCR	4,40* *	11	3,00* *	31	5,00	1

Através dos resultados obtidos nas tabelas 31 e 32 é possível identificar dentro de cada grupo ( $X_i$ ), os critérios ( $x_{ij}$ ) mais valorizados por cada cluster, bem como o tipo de SCR que o compõe:

**Cluster 1:** É formado por 10 SCR (71,43% da amostra). O capital de 60% destas SCR é maioritariamente privado e 50% já iniciou o processo de internacionalização.

As suas principais características são:

- Prefere empreendedores e equipas de gestão honestas e integras ( $x_{14}$ ), com visão de longo prazo ( $x_{17}$ ), focadas e familiarizadas com os objectivos de mercado da empresa ( $x_{25}$ ) e que demonstrem capacidade de organizar a sua própria equipa ( $x_{22}$ );
- Em relação ao mercado preferem projectos com uma taxa de crescimento elevada do mercado alvo ( $x_{32}$ ) e que tenham facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores ( $x_{37}$ );
- Preferem produtos com inovação no processo produtivo ( $x_{48}$ ), com aceitação demonstrada no mercado ( $x_{42}$ ) e com possibilidades de comercialização no estrangeiro ( $x_{45}$ );
- A taxa de retorno esperada ( $x_{51}$ ) e a facilidade de saída ( $x_{58}$ ) são os aspectos financeiros mais valorizados; e,
- Valorizam a qualidade do plano de negócios ( $x_{62}$ ) que lhes é apresentado.

**Cluster 2:** É formado por 3 SCR (21,43% da amostra). O capital de 66,67% destas SCR é maioritariamente privado e todas elas já iniciaram o processo de internacionalização.

As suas principais características são:

- Privilegiam a honestidade, a integridade ( $x_{14}$ ) e os conhecimentos do sector por parte do empreendedor e da sua equipa ( $x_{24}$ ), bem como a sua capacidade de reagir e avaliar riscos ( $x_{11}$ );



- No mercado consideram relevante a taxa de crescimento do mercado alvo ( $x_{32}$ );
- Consideram muito importante que a empresa seja proprietária da patente ( $x_{41}$ );
- A taxa de retorno esperada ( $x_{51}$ ) é o aspecto financeiro mais importante; e,
- Valorizam a qualidade do plano de negócios ( $x_{62}$ ) que lhes é apresentado.

**Cluster 3:** É formado por 1 SCR (7,14% da amostra). O capital da SCR é maioritariamente privado e ainda não iniciou o processo de internacionalização. As suas principais características são:

- Considera muito importantes os aspectos relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão ( $X_1$ ), bem como a sua experiência, nomeadamente experiência profissional ( $x_{23}$ ), conhecimento do sector ( $x_{24}$ ) e competências técnicas ( $x_{28}$ ). As referências obtidas a partir de terceiros ( $x_{27}$ ) também são consideradas muito importantes;
- Prefere projectos onde para além de existirem barreiras à entrada ( $x_{36}$ ), a ameaça de concorrência seja mínima durante os três primeiros anos ( $x_{35}$ );
- Privilegia produtos com uma aceitação demonstrada no mercado ( $x_{42}$ );
- É muito importante a taxa de retorno esperada ( $x_{51}$ ) e o tempo até atingir *break – even* ( $x_{53}$ ); e
- A localização geográfica ( $x_{61}$ ) é um aspecto determinante na decisão de investimento.

Para além da identificação dos critérios ( $x_{ij}$ ) mais importantes para cada cluster é possível através dos resultados do teste de Mann – Whitney (Tabela 32), identificar as principais diferenças entre os clusters. Os resultados obtidos permitiram denominar os clusters da seguinte forma:

**Cluster 1 – Criadores de riqueza de forma sustentada:** Em termos globais, este grupo de SCR atribui uma maior importância aos critérios de selecção e avaliação de projectos, que os outros clusters. Distingue-se ainda dos outros clusters, em particular do cluster 2, por encarar os projectos onde investem numa perspectiva de médio e longo prazo. Procuram formar com os empreendedores uma equipa forte, capaz de manter uma relação duradoura, onde os objectivos das partes estejam perfeitamente alinhados com os objectivos do investimento. Para isso os empreendedores devem contribuir de forma activa para o sucesso do investimento, quer através da sua experiência profissional e do seu conhecimento do sector, quer através da sua participação no capital da nova empresa. A SCR, por seu lado, contribui para sucesso do negócio através dos seus conhecimentos sobre o mercado do produto e das sinergias que se possam obter a partir de outros projectos onde esteja envolvida. A perspectiva de longo prazo com que encaram o investimento origina também por parte da SCR, uma preocupação especial com a sensibilidade do projecto aos ciclos económicos e a capacidade de obter novos *rounds* de financiamento.

**Cluster 2 – Monopolistas Impacientes:** Em termos globais é o cluster que menos importância atribui aos critérios de avaliação de e selecção de projectos. Distingue-se dos outros clusters, em particular do cluster 1, pela sua disponibilidade em investir em qualquer área de negócio desde que a empresa esteja protegida pela propriedade da patente e que consiga atingir o *break-even* no mais curto espaço de tempo possível.

**Cluster 3 – Ciumento:** Esta SCR procura investir em projectos que lhe ofereçam garantias de que os objectivos inicialmente traçados não serão “atraiçoados”. Relativamente aos seus futuros parceiros, só investe quando acredita plenamente nas pessoas. Dos outros agentes no mercado procura “proteger-se” dando preferência a produtos com aceitação demonstrada no mercado e com poucas perspectivas de forte concorrência, pelo menos na fase inicial. Por outro lado, a necessidade de sentir o controle da situação, fá-lo apostar em projectos que se desenvolvam perto do seu raio de acção.

Relativamente à literatura existente sobre esta questão, é importante lembrar que os trabalhos desenvolvidos nos EUA (MacMillan *et al.*, 1985), na Europa (Muzyka *et al.*, 1996) e em Espanha (Pintado, 2002), identificaram clusters tendo por base os critérios

utilizados na selecção e avaliação de projectos não apenas do tipo *early – stage* mas também do tipo *later-stage*. Existiu um especial cuidado na comparação entre as conclusões desses trabalhos com as do presente trabalho, já que neste último, a análise foi feita tendo por base, exclusivamente, projectos do tipo *early – stage*.

Ainda assim, procurou-se encontrar as características dos clusters identificados na literatura que, de alguma forma, se assemelham às características dos clusters identificados neste trabalho:

- O cluster *The Mainstream Investors* (Muzyka *et al.*, 1996) tem semelhanças com o cluster denominado neste trabalho por *Criadores de riqueza de forma sustentada* já que em ambos os casos os critérios relacionados com o empreendedor e a sua equipa de gestão (personalidade e experiência) são mais valorizados que os outros grupos de critérios; e,

- Os clusters *Parachutists* (MacMillan *et al.*, 1985) e *Paracaidistas* (Pintado, 2002) apresentam semelhanças com o cluster denominado neste trabalho por *Ciumento* já que em ambos os casos as SCR procuram empreendedores honestos e compatíveis com a SCR. O produto tem de ter uma aceitação demonstrada no mercado. Devem também existir barreiras à entrada de novos produtos. A rentabilidade esperada é outro critério fundamental em ambos os casos.

## 7 – CONCLUSÕES E DISCUSSÃO FUTURA

Na parte final deste trabalho de investigação serão apresentadas as principais conclusões, bem como algumas questões para discussão futura.

### 7.1 – Conclusões

O CR tem sido uma das formas de financiamento encontradas pelas empresas que apresentam projectos inovadores já que o maior risco associado a estes projectos faz com que muitas vezes os empreendedores tenham dificuldade em obter recursos financeiros através das formas de financiamento tradicionais. As SCR pelo seu lado procuram, através da participação no desenvolvimento dos projectos que financiam, obter ganhos de capital com a venda futura da sua participação.

Os critérios utilizados pelas SCR quando seleccionam e avaliam projectos de investimento têm sido objecto de investigação ao longo dos últimos anos. A maioria dos estudos foi desenvolvida em mercados de CR de grande dimensão, especialmente os EUA (p.ex. Wells 1974, Poindexter, 1976, Tyebjee e Bruno 1984, MacMillan *et al.* 1985, Hall e Hofer 1993, Fried e Hisrich 1994, Zacharakis e Meyer 1998). Outros países foram objecto de investigação, nomeadamente a França (Benoit, 1975 e Zouponidis, 1994), a Austrália (Shepherd, 2000), a Índia (Mishra 2004), a Polónia (Bliss 1999) a Grécia (Bakatsaki-Manoudaki *et al.*, 2006), a Alemanha e a Áustria (Franke *et al.*, 2008), a Espanha (Pintado 2002) e Portugal (Silva, 2004).

Este trabalho estudou, no mercado português, os critérios utilizados pelas SCR na selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage*, já que são este tipo de projectos os que em maior número têm sido financiados pelas SCR portuguesas desde 2005. Procurou-se identificar quer os critérios, quer os grupos de critérios mais valorizados pelas SCR, bem como se existiam, a este nível, diferenças entre as SCR em função do seu capital, do seu processo de internacionalização e do tipo de projectos que financiam. Procurou-se, ainda, identificar grupos de SCR com características homogéneas, na utilização dos critérios de avaliação de projectos de investimento.

O estudo empírico realizado permitiu concluir que dos critérios utilizados na avaliação da personalidade do empreendedor e da sua equipa de gestão, a honestidade e integridade é o critério mais valorizado pelas SCR quando analisam projectos do tipo *early – stage*. Seguem-se a visão de longo prazo e a capacidade de reacção e avaliação dos riscos como critérios mais valorizados.

Relativamente à visão de longo prazo, as SCR quando investem em projectos do tipo *early – stage* valorizam mais este critério do que quando investem em projectos do tipo *later – stage*.

Em relação aos critérios relativos à experiência do empreendedor e da sua equipa de gestão, os critérios mais valorizados são o empreendedor e a sua equipa estarem focados e familiarizados com os objectivos de mercado da empresa e o seu conhecimento do sector.

Os critérios relativos ao mercado mais valorizados são a taxa de crescimento do mercado alvo e a facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores.

O grupo de critérios relativo ao produto ou serviço apresenta como critérios mais valorizados o produto com uma aceitação demonstrada no mercado, um potencial mercado estrangeiro e a empresa ser proprietária da patente.

A taxa de retorno esperada e a facilidade de saída são os aspectos financeiros mais valorizados pelas SCR que investem em projectos do tipo *early – stage*, apresentando diferenças significativas face aos outros critérios.

Relativamente aos critérios referentes a outros aspectos do investimento, dos resultados obtidos constata-se que a qualidade do plano de negócios é o critério deste grupo mais valorizado pelas SCR quando analisam projectos do tipo *early – stage*.

Analisando conjuntamente a globalidade dos critérios, conclui-se que dos 45 critérios, 7 dos 10 critérios mais importantes pertencem aos grupos relativos à personalidade e à experiência do empreendedor e da equipa de gestão.

Em termos globais, as SCR portuguesas quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early – stage* consideram mais importantes os grupos de critérios relativos ao empreendedor e à equipa de gestão, do que os grupos de critérios relativos ao mercado, ao produto, aos aspectos financeiros e aos outros aspectos relacionados com o investimento.

Tendo em conta o seu capital, as SCR portuguesas com capital maioritariamente privado, quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early – stage* consideram mais importante o grupo de critérios relativo à personalidade do empreendedor e da equipa de gestão do que as SCR com capital maioritariamente público.

Face ao processo de internacionalização, as SCR portuguesas que ainda não iniciaram o seu processo de internacionalização, quando seleccionam e avaliam projectos do tipo *early – stage* consideram mais importantes o grupo de critérios relativos à personalidade do empreendedor e da equipa de gestão e o grupo de critérios relativo aos aspectos financeiros, do que as SCR que se internacionalizaram.

Dos resultados obtidos conclui-se ainda que não existe evidência estatística suficiente para afirmar que as SCR valorizam os grupos de critérios de selecção e avaliação de projectos de forma diferente consoante o projecto seja do tipo *early-stage* ou do tipo *later-stage*.

Da análise de clusters realizada sobre os critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage* resultaram três grupos de SCR com características homogéneas:

Cluster 1 – *Criadores de riqueza de forma sustentada*: É formado por 10 SCR (71,43% da amostra). Tem como principais características a preferência por empreendedores e equipas de gestão honestas e íntegras, com visão de longo prazo, focadas e familiarizadas com os objectivos de mercado da empresa e que demonstrem capacidade de organizar a sua própria equipa. Em relação ao mercado preferem projectos com uma taxa de crescimento elevada do mercado alvo e que tenham facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores. Os produtos preferidos são inovadores no processo produtivo, com aceitação demonstrada no mercado e com possibilidades de comercialização no estrangeiro. A taxa de retorno esperada e a facilidade de saída são

os aspectos financeiros mais valorizados. Valorizam, também, a qualidade do plano de negócios que lhes é apresentado.

Em termos globais, este grupo de SCR atribui uma maior importância aos critérios de selecção e avaliação de projectos, que os outros clusters. Distingue-se ainda dos outros clusters, em particular do cluster 2, por encarar os projectos onde investem numa perspectiva de médio e longo prazo. Procuram formar com os empreendedores uma equipa forte, capaz de manter uma relação duradoura, onde os objectivos das partes estejam perfeitamente alinhados com os objectivos do investimento. Para isso os empreendedores devem contribuir de forma activa para o sucesso do investimento, quer através da sua experiência profissional e do seu conhecimento do sector, quer através da sua participação no capital da nova empresa. A SCR, por seu lado, contribui para o sucesso do negócio através dos seus conhecimentos sobre o mercado do produto e das sinergias que se possam obter a partir de outros projectos onde esteja envolvida. A perspectiva de longo prazo com que encara o investimento origina também, por parte da SCR, uma preocupação especial com a sensibilidade do projecto aos ciclos económicos e a capacidade de obter novos *rounds* de financiamento.

Cluster 2 – “*Monopolistas Impacientes*”: É formado por 3 SCR (21,43% da amostra). As suas principais características são a preferência por empreendedores honestos e íntegros, com conhecimentos do sector e capacidade de reagir e avaliar riscos. No mercado consideram relevante a taxa de crescimento do mercado alvo e que a empresa seja proprietária da patente. A taxa de retorno esperada é o aspecto financeiro mais importante.

Em termos globais é o cluster que menos importância atribui aos critérios de avaliação e de selecção de projectos. Distingue-se dos outros clusters, em particular do cluster 1, pela sua disponibilidade em investir em qualquer área de negócio desde que a empresa esteja protegida pela propriedade da patente e que consiga atingir o *break-even* no mais curto espaço de tempo possível.

Cluster 3 – “*Ciumento*”: É formado por 1 SCR (7,14% da amostra). As suas principais características são a importância atribuída aos aspectos relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão, bem como à sua experiência, nomeadamente experiência profissional, conhecimento do sector e competências técnicas. As referências obtidas a partir de terceiros também são consideradas muito

importantes. Prefere ainda, projectos onde para além de existirem barreiras à entrada, a ameaça de concorrência seja mínima durante os três primeiros anos. A taxa de retorno esperada e o tempo até atingir *break – even* são os aspectos financeiros mais valorizados. Finalmente, a localização geográfica é um aspecto determinante na decisão de investimento.

Em suma, esta SCR procura investir em projectos que lhe ofereçam garantias de que os objectivos inicialmente traçados não serão “atraiçoados”. Relativamente aos seus futuros parceiros, só investe quando acredita plenamente nas pessoas. Dos outros agentes no mercado procura “proteger-se” dando preferência a produtos com aceitação demonstrada no mercado e com poucas perspectivas de forte concorrência, pelo menos na fase inicial. Por outro lado, a necessidade de sentir o controlo da situação, fá-lo apostar em projectos que se desenvolvam perto do seu raio de acção.

## **7.2– Discussão futura**

Com a realização deste trabalho procurou-se responder a uma lacuna na investigação, respeitante à falta de informação sobre os critérios utilizados pelas SCR portuguesas, quando seleccionam e avaliam projectos de investimento. Procurou-se ir mais além, diferenciando as SCR em função do seu tipo de capital, dos projectos que financiam, do seu processo de internacionalização, tentando-se ainda encontrar grupos de SCR com características homogéneas quanto aos critérios utilizados na selecção e avaliação de projectos. Consideramos ainda que o presente trabalho abre perspectivas para a realização de investigação futura.

Os *business angels* são, pela sua própria natureza, investidores que apostam em projectos do tipo *early – stage*. A realização de um estudo no qual se englobassem igualmente os *business angels* permitiria comparar os critérios utilizados por aquele tipo de investidores com os que são utilizados pelas SCR.

Este trabalho limita-se a analisar os critérios que as SCR utilizam para decidir sobre a realização de um primeiro investimento num determinado projecto. Muitos dos projectos financiados por CR necessitam de novos *rounds* de financiamento. Será que



os critérios que as SCR utilizam para decidir sobre o reinvestimento num determinado projecto coincidem com as conclusões do presente trabalho?

A internacionalização das SCR portuguesas é uma realidade aqui evidenciada. Este trabalho procurou comparar as SCR em função do seu processo de internacionalização. Relativamente às SCR que já iniciaram o seu processo de internacionalização, ainda existem questões sem resposta. Por exemplo, por razões históricas e pela facilidade da língua, as SCR portuguesas poderão ser levadas a apostar em países de língua oficial portuguesa. No entanto, a realidade cultural e o ambiente institucional existente nesses países é diferente daquele que existe em Portugal. Será que os critérios utilizados pelas SCR portuguesas quando investem em Portugal são os mesmos que elas utilizam quando investem em projectos sediados noutros países?

Em suma, a realização deste trabalho proporcionou novas linhas de investigação, das quais se destacaram as mais relevantes.

## BIBLIOGRAFIA

APCRI e Ernst & Young – A Actividade de Capital de Risco em Portugal ano de 2003. [Consult. 15 Out. 2008]. Disponível em:[http://www.apcri.pt/New/i\\_estatisticas.htm](http://www.apcri.pt/New/i_estatisticas.htm)

APCRI e Ernst & Young – A Actividade de Capital de Risco em Portugal ano de 2004. [Consult. 15 Out. 2008]. Disponível em:[http://www.apcri.pt/New/i\\_estatisticas.htm](http://www.apcri.pt/New/i_estatisticas.htm)

APCRI e Ernst & Young – A Actividade de Capital de Risco em Portugal ano de 2005. [Consult. 15 Out. 2008]. Disponível em:[http://www.apcri.pt/New/i\\_estatisticas.htm](http://www.apcri.pt/New/i_estatisticas.htm)

APCRI e Ernst & Young – A Actividade de Capital de Risco em Portugal ano de 2006. [Consult. 15 Out. 2008]. Disponível em:[http://www.apcri.pt/New/i\\_estatisticas.htm](http://www.apcri.pt/New/i_estatisticas.htm)

APCRI – Guia Prático do capital de Risco. [Consult. 15 Out. 2008]. Disponível em:[http://www.apcri.pt/sites/default/files/Guia\\_Pratico\\_do\\_Capital\\_de\\_Risco.pdf](http://www.apcri.pt/sites/default/files/Guia_Pratico_do_Capital_de_Risco.pdf)

APCRI e Ernst & Young – A Actividade de Capital de Risco em Portugal ano de 2007. [Consult. 15 Out. 2008]. Disponível em:[http://www.apcri.pt/New/i\\_estatisticas.htm](http://www.apcri.pt/New/i_estatisticas.htm)

Bakatsaki-Manoudaki, M., K. Kosmidou, Y. Papadopoulos e C. Zopounidis, 2006, The Venture Capital Process in Greece: Some Evaluations Aspects, *Investments Research and Analysis Journal*, Vol. 1, Iss: 2.

Banha, F., 2000. *Capital de Risco – Os Tempos estão a Mudar* (Bertrand Editora, 1ª edição).

Barañano, A.M., 2004. *Métodos e Técnicas de Investigação em Gestão* (Edições Sílabo, 1ª Edição).

Benoit, J.L, 1975. *Venture Capital Investment Behavior: The risk capital investor in new company formation and expansion in France*. Tese de Doutoramento não publicada, Texas, EUA.

Black, B.S. e R.J. Gilson, 1998, Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, Iss: 3, pp. 243-277.

Bliss, R.T., 1999, A Venture capital Model for transitioning economies: The case of Poland, *Venture Capital: an International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1, Iss: 3, pp.241.

Boocock, G. e M. Woods, 1997, The evaluation criteria used by venture capitalist: evidence for a UK venture fund, *International Small Business Journal*, Vol. 16, Iss: 1, pp.36-57.

Bottazzi, L., M.D. Rin e T. Hellmann, 2004, The changing face of venture capitalist industry: facts and analysis, *Journal of private equity*, Vol. 7, Iss: 2, pp.26-53.

Brealey, A.R., S.C. Myers e F. Allen, 2007. *Princípios de Finanças Empresariais* (McGraw Hill, 8ª edição).

Buckley, P.J. e M.C. Casson, 1998, Analysing foreign market entry strategies: extending the internalisation approach, *Journal of International Business Studies*, Vol. 29, Iss: 3, pp.539-562.

Burns, P., 2007. *Entrepreneurship and Small Business* (Palgrave Macmillan, 2ª edição).

Carter, R., e H. Van Auken, 1994, Venture Capital Firms Preferences for Projects in Particular Stages of Development, *Journal of Small Business Management*, Vol. 32, Iss: 1, pp.60-74.

Carvalho, A.G., 1996, Venture capital more than money, *Illinois Business Review*, Vol. 53, Iss: 3, pp. 11-13.

CMVM, 2007. *Relatório sobre a Actividade de Capital de Risco em Portugal* [Consult. 18 Dez. 2008]. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/NR/rdonlyres/BC07A8B0-D424-4100-B0C1-E09B569CD7C6/10758/RelatorioCapitaldeRisco1.pdf>

Comissão das Comunidades Europeias, 2003. *Livro Verde Espírito Empresarial na Europa* (Publicações da DG empresas).

EBAN, 2006. *European Association of Business Angels Networks* [Consult. 16 Nov. 2008]. Disponível em: <http://www.eban.org/>

Elango, B., V.H. Fried, R.D. Hisrich e A. Polonchek, 1995, How Venture Capital Firms differ, *Journal of Business Venturing*, Vol. 10, Iss: 2, pp. 157-179.

EVCA, 2006. *A Story of a Mature Market* [Consult. 15 Out. 2008]. Disponível em: [http://www.avcanet.com/presentations2006/Spk\\_pres\\_2/EVCA.ppt](http://www.avcanet.com/presentations2006/Spk_pres_2/EVCA.ppt)

EVCA, 2007. *European Private Equity Activity Survey* [Consult. 15 Out. 2008]. Disponível em: [http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/enterprise\\_financing\\_index/pdf/private\\_equity\\_survey\\_2007\\_evca.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/financing/enterprise_financing_index/pdf/private_equity_survey_2007_evca.pdf)

Félix, E., 2005, Caracterização do Mercado de Capital de Risco na Europa, *Revista Economia Global e Gestão*. Vol. 10, Iss:3, pp. 53-75.

Félix, E., 2008. *Decisões de Desinvestimento por Parte das Empresas de Capital de Risco* (Tese de Doutoramento – ISCTE, Lisboa, Portugal, manuscrito não publicado).

Franke, N., M. Gruber, D. Harhoff e J. Henkel, 2008, Venture capitalists Evaluations of Start-up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 32, Iss: 3, pp. 459.

Fried, V. e R. Hisrich, 1994, Toward a model of venture capital investment decision making, *Financial Management*, Vol. 23, Iss: 3, pp. 28-37.

Fried, V. e R. Hisrich, 1995, The venture capitalist: a relationship investor, *California Management Review*, Vol. 37, Iss: 2, pp. 101-114.

Gompers, P. e J. Lerner, 2001, The Venture Capital Revolution, *Journal Economic Perspectives*, Vol. 15, Iss: 2, pp. 145-168.

Gompers, P., 2005, Venture capital. In Eckbo, B.E. (ed.), *Handbook of Corporate Finance*. Amsterdam: Elsevier/North Holland, Ch. 11.

Gupta, A.K. e H.J. Sapienza, 1992, Determinants of venture capital firms preferences regarding the industry diversity and geographic scopes of their investments, *Journal of Business Venturing*, Vol. 7, Iss: 5, pp. 347-362.

Hall, H.J., 1989. *Venture Capital Decision Making and the Entrepreneur: An Exploratory Investigation*. Tese de Doutorado não publicada, Universidade da Georgia, EUA.

Hall J. e C.W. Hofer, 1993, Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation, *Journal of Business Venturing*, Vol. 8, Iss: 1, pp. 25-42.

Hall G. e C. Tu, 2003, Venture capitalist and the decision to invest overseas, *Venture Capital*, Vol. 5, Iss: 2, pp. 181-190.

Hill, M.M. e A. Hill, 2008. *Investigação por Questionário* (Edições Sílabo, 2ª Edição).

Hoffman, H.M. e J., Blakey, 1987, You can negotiate with venture capitalists, *Harvard Business Review*, vol. 87, pp. 16-24.

IAPMEI, 2007. *Newsletter n.º 10* (Publicações do Ministério da Economia e da Inovação).

Lam, S., 1991, Venture Capital financing: a conceptual framework, *Journal Business Finance and Accounting*, Vol. 18, Iss: 2, pp. 137-149.

Lerner, J., 1999, The Government as Venture capitalist: The long run impact of SBIR program, *Journal Business*, Vol. 72, Iss: 3, pp. 285-318.

MacMillan, I., R. Siegel, e S. Narashima, 1985, Trade offs in the investment decisions of European venture capitalists, *Journal of Business Venturing*”, Vol. 1, Iss: 4, pp. 119-128.

Maier, J.B. e D.A. Walker, 1987, The Role of Venture capital in Financing Small Business, *Journal of Business Venturing*”, Vol. 2, Iss: 3, pp. 207-214.

Maroco, J, 2007. *Análise Estatística com Utilização do SPSS* (Edições Sílabo, 3ª Edição).

Mishra, A., 2004, Indian Venture Capitalist (VC's): Investment Evaluation Criteria, *Journal of Applied Finance*, Vol. 10, Iss: 7, pp. 71-93.

Muzyka, D., S. Birley, e B. Leleux, 1996, Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, *Journal of Business Venturing*”, Vol. 11, Iss: 1, pp. 273-287.

NVCA, 2008. *Yearbook 2008* (Publicações Thomson).

Osnabrugge, M.V., 2000, A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory – based analysis, *Venture capital*, Vol. 2, Iss: 2 pp. 91-109.

Parker, E. e P.T. Parker, 1998, Venture Capital Investment: Emerging Force in the southeast, *Economic Review – Federal Reserve bank of Atlanta*, Vol. 83, Iss: 4, pp. 36-47.

Patzelt H., D.Z. Knyphausen-Aufseb, e H.T. Fischer, 2008, Upper echelons and portfolio strategies of venture capital firms, *Journal of Business Venturing*, article in press.

Pedrosa, A.C. e S.M. Gama, 2004. *Introdução Computacional à Probabilidade e Estatística* (Porto Editora, 1ª Edição).

Peninon-Bernard, 2007, Identifying best practices for financing high-potential companies in emerging economies through private equity and venture capital. [Consult. 15Out.2008].Disponível em:[http://www.unece.org/ceci/ppt\\_presentations/2007/fid/Marie-Annick%20Peninon-Bernard.pdf](http://www.unece.org/ceci/ppt_presentations/2007/fid/Marie-Annick%20Peninon-Bernard.pdf)

Pintado, T. R., 2002. *La Tomada de Decisiones del Capital Riesgo en España: Un Estudio Empírico*. Tese de Doutorado, Cartagena. Espanha.

Poindexter, J., 1976. *The Efficiency of Financial Markets: The Venture Capital Case*. Tese de Doutorado não publicada, Nova Iorque, EUA.

Ruhnka, J.C. e J.E. Young, 1987, A Venture Capital model of the development process of new ventures, *Journal Business Venturing*, Vol. 2, pp. 167-184.

Sahlman, W.A., 1990, The Structure and Governance of Venture capital organization, *Journal of financial economics*, Vol. 27, Iss: 2, pp. 473-521.

Sarkar, S., 2007. *Empreendedorismo e Inovação* (Escolar Editora, 1ª Edição).

Shepherd, D.A., 1990, Venture capitalist’ introspection A comparison of “in use” and “espoused” decision policies, *Journal Small Business management*, Vol. 37, Iss: 2pp. 76-87.

Shepherd, D.A., R. Ettesson, A. Crouch, 2000, New venture strategy and profitability: A Venture capitalist’ Assesment, *Journal Small Business management*, Vol. 15, Iss: 5 pp. 393-410.

Siegel, S., 1975. *Estatística Não Paramétrica* (McGraw Hill, 1ª edição).

Silva, J., 2004, Venture Capitalists' Decision – Making in small equity markets: a case study using participant observation, *Venture Capital: an Internacional Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 6, Iss: 2, pp.125-145.

Sudek, R., 2007, Angel Investment Criteria, *Journal of Small Business Strategy*, Vol. 17, Iss: 2 pp. 89-103.

Timmons, J.A. e D.E. Gumpert, 1982. *Topics of particular interest to owners and managers of small businesses*. Harvard Business Review.

Tyebjee, T. e A. Bruno, 1984, A Model of Venture Capitalist Investment Activity, *Management Science*, Vol. 30, Iss: 9, pp. 1051-1066.

Wells, W., 1974. *Venture Capital Decision Making*. Tese de Doutorado, Pensilvânia, EUA.

Wright, M. e K. Robbie, 1998, Venture Capital and private equity: a review and synthesis, *Journal Business Finance and Accounting*, Vol. 25, Iss: 5, pp. 521-570.

Wright, M., A. Lockett e S. Pruthi, 2002, Internacional of Western Venture Capitalists into emerging markets: Risk assessment and information in India, *Small Business Economics*, Vol. 19, Iss: 1, pp. 13-29.

Wright, M., S. Pruthi e A. Lockett, 2005, Internacional Venture Capital Research: From cross-country comparisons to crossing borders, *International Journal of management reviews*, Vol. 7, Iss: 3, pp. 135-165.

Zacharakis, A.L. e G.D. Meyer, 1998, A lack of insight: Do the venture capitalist really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing*”, Vol. 13, Iss: 1, pp. 57-76.

Zouponidis, C., 1994, Venture Capital Modelling: Evaluation Criteria for the Appraisal of Investments, *The Financer ACTM*, Vol. 1, Iss: 2, pp. 54-64.

# ANEXOS



# **ANEXO 1**

**Decreto-Lei n.º375/2007**



## PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

Portaria n.º 1443/2007

de 8 de Novembro

No quadro das orientações definidas pelo Programa de Reestruturação da Administração Central do Estado (PRACE) e dos objectivos do Programa do Governo no tocante à modernização administrativa, à melhoria da qualidade dos serviços públicos com ganhos de eficiência, entrou em vigor a lei orgânica da nova Inspeção-Geral da Administração Local (IGAL), que sucede nas competências à Inspeção-Geral da Administração do Território (IGAT)

A IGAL assume-se assim como o organismo de exercício da tutela inspectiva do Governo sobre as autarquias locais.

A nova orgânica agora em vigor, aprovada pelo Decreto-Lei n.º 326-A/2007, de 28 de Setembro, procura atender à necessária adequação do exercício da tutela de legalidade do Governo sobre as autarquias locais às novas realidades introduzidas pelo Código de Processo nos Tribunais Administrativos e pela nova Lei de Organização e Processo do Tribunal de Contas, ao mesmo tempo em que se estreita a cooperação técnica com os demais órgãos jurisdicionais com relevo na intervenção tutelar no domínio da administração local, e conferir às diferentes equipas inspectivas uma coordenação no terreno com vista à harmonização de práticas inspectivas e de critérios de análise.

Considerando que a IGAL sucede às competências e atribuições da IGAT, e que esta consolidou, através do seu logótipo, aprovado em 1994, a sua imagem junto das várias entidades e dos cidadãos, julga-se conveniente aproveitar o anterior logótipo, introduzindo apenas as variações decorrentes da designação da IGAL.

Assim:

Manda o Governo, pelo Secretário de Estado Adjunto e da Administração Local, ao abrigo do disposto na alínea d) do artigo 199.º da Constituição, o seguinte:

1.º A Inspeção-Geral da Administração Local adopta como símbolo de identificação o logótipo que se reproduz no desenho publicado no anexo I da presente portaria.

2.º Fica interdita a reprodução ou imitação, no todo, em parte ou em acréscimo, para quaisquer fins, do símbolo referido no número anterior por quaisquer outras entidades públicas ou privadas.

3.º A interdição referida no número anterior abrange todos os símbolos que, de algum modo, possam facilmente induzir em erro ou suscitar confusão com o símbolo que a presente portaria pretende defender.

4.º A presente portaria entra imediatamente em vigor.

5.º É revogada a Portaria n.º 499/94, de 6 de Julho.

O Secretário de Estado Adjunto e da Administração Local, *Eduardo Arménio do Nascimento Cabrita*, em 1 de Outubro de 2007.

ANEXO I

**Igal**  
Inspeção-Geral da  
Administração Local

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS  
E DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

Decreto-Lei n.º 375/2007

de 8 de Novembro

O regime jurídico do capital de risco vertido no Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro, com as alterações introduzidas pelos Decretos-Leis n.ºs 151/2004, de 29 de Junho, e 52/2006, de 15 de Março, reconhecendo a importância do capital de risco como instrumento de consolidação e de desenvolvimento do tecido empresarial, procurou criar um enquadramento jurídico favorável a esta actividade.

Importa, todavia, prosseguir o mesmo desiderato através de nova alteração ao regime jurídico do capital de risco com o intuito de flexibilizar, simplificar e, consequentemente, promover o incremento da actividade de capital de risco enquanto instrumento de apoio ao arranque, à reestruturação e à expansão empresarial, nomeadamente em áreas de base científica e tecnológica.

Concorrem para a concretização destes objectivos os seguintes traços do regime revisto:

Por um lado, a delimitação dos fundos de capital de risco (FCR) com base no tipo de investidor que nele podia participar é eliminada no presente decreto-lei, estabelecendo-se, em contraponto, um mínimo de subscrição de € 50 000 para o investimento em FCR. Fica também expressamente consagrado o regime da subscrição faseada dos FCR (*closing*), a extinção da obrigatoriedade de os valores que integram o património do FCR serem confiados a uma única instituição depositária, e a flexibilização de alterações ao regulamento de gestão.

Uma outra novidade consiste no reconhecimento dos investidores normalmente designados por *business angels*, os quais são reconhecidos no ordenamento jurídico nacional através da figura dos investidores em capital de risco (ICR). Estes devem assumir a forma de sociedade unipessoal por quotas, de forma a poder distinguir-se o património afecto ao capital de risco face ao seu restante património pessoal, o que é justificado pela necessidade de garantir requisitos de transparência. Apenas pessoas singulares podem recorrer à figura do ICR.

No âmbito das sociedades de capital de risco (SCR), o processo de racionalização dos capitais sociais mínimos exigíveis para início de actividade conduziu igualmente à previsão da possibilidade de se constituírem SCR com o objecto principal circunscrito à gestão de FCR, às quais, por não exporem o seu balanço aos riscos emergentes da detenção de uma carteira de participações, apenas se exige um capital social mínimo de € 250 000.

No que se refere às actividades permitidas, destaca-se a admissibilidade do investimento em sociedades instrumentais ao desenvolvimento da própria actividade, sujeito ao limite de 10 % do activo, o reconhecimento da possibilidade de realização de operações de cobertura de risco e o alinhamento do limite da diversificação dos investimentos em 33 % do activo, aplicável ao investimento em sociedades ou grupos de sociedades decorridos dois anos em relação à data do investimento e não ao início da actividade da sociedade ou do FCR, como anteriormente.

Por outro lado, as entidades gestoras de FCR passam a poder adquirir unidades de participação dos FCR que administrem até ao limite de 50 % das unidades emitidas por cada um. Todavia, as SCR não podem investir mais

de 33 % do activo em FCR geridos por outras entidades. Os FCR passam igualmente a poder investir em outros FCR até ao limite de 33 % do seu activo, sem prejuízo de poderem vir a ser regulamentados os fundos que investem maioritariamente em FCR.

A limitação do investimento em valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, que não pode exceder 50 % do activo, é um mecanismo que visa permitir a ligação entre o investimento em capital de risco que consubstancie a retirada do mercado regulamentado de sociedades nele negociadas ou para efeitos do desinvestimento em capital de risco realizado através do mercado.

No que concerne a medidas de simplificação e desburocratização de matérias relacionadas com os veículos de investimento em capital de risco, sublinha-se o facto de tanto a constituição dos FCR, como o início de actividades dos ICR e das SCR dependerem apenas de um único acto administrativo de registo prévio simplificado. Ademais, vem sujeitar-se a mera comunicação prévia a constituição de FCR e o início de actividade de ICR e de SCR cujo capital não seja colocado junto do público e cujos detentores do capital sejam apenas investidores qualificados ou subscritores de montante igual ou superior a € 500 000, facto que não prejudica os poderes de supervisão prudencial da Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) relativamente a esses veículos, bem como o exercício das prerrogativas necessárias a assegurar a estabilidade de mercado. Estas entidades, pela circunstância da particular qualificação dos seus investidores, estão dispensadas, nomeadamente, da observância do limite de 33 % ao investimento dos seus activos numa única sociedade ou grupo de sociedades. A eficácia das modificações aos elementos sujeitos a registo passa a depender apenas da sua comunicação à CMVM.

Por último, a transparência e prevenção dos conflitos de interesses são impulsionadas com o estabelecimento do dever de sujeitar as entradas com activos diferentes de dinheiro para efeitos da realização do capital social das SCR e FCR a relatório elaborado por auditor registado na CMVM.

Assim:

Nos termos da alínea *a*) do n.º 1 do artigo 198.º da Constituição, o Governo decreta o seguinte:

## CAPÍTULO I

### Disposições gerais

#### Artigo 1.º

##### Objecto

O presente decreto-lei regula o exercício da actividade de investimento em capital de risco através de:

- a*) «Sociedades de capital de risco», ou abreviadamente SCR;
- b*) «Fundos de capital de risco», ou abreviadamente FCR;
- c*) «Investidores em capital de risco», ou abreviadamente ICR.

#### Artigo 2.º

##### Actividade de investimento em capital de risco

Considera-se investimento em capital de risco a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respectiva valorização.

#### Artigo 3.º

##### Supervisão e regulamentação

1 — Compete à Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) a supervisão do disposto no presente decreto-lei e a sua regulamentação, nomeadamente quanto às seguintes matérias relativas às SCR, aos FCR e aos ICR:

- a*) Avaliação dos activos e passivos de que sejam titulares;
- b*) Organização da contabilidade;
- c*) Deveres de prestação de informação;
- d*) Processo de registo;
- e*) Exigências de idoneidade dos membros de órgãos sociais e de titulares de participações qualificadas;
- f*) Exercício da actividade, designadamente dos FCR que invistam maioritariamente em outros FCR.

2 — Na regulamentação prevista no número anterior, deve ter-se em conta a natureza, a dimensão e a complexidade das actividades exercidas.

#### Artigo 4.º

##### Registo prévio simplificado e comunicação prévia

1 — A constituição de FCR, assim como o início de actividade dos ICR e das SCR, dependem de registo prévio simplificado na CMVM.

2 — O registo referido no número anterior não implica, por parte da CMVM, qualquer garantia quanto ao conteúdo e à informação constante dos respectivos documentos constitutivos.

3 — O pedido de registo dos ICR e das SCR deve ser instruído com os seguintes elementos actualizados:

- a*) A firma ou denominação;
- b*) O objecto;
- c*) A data de constituição e de início da actividade;
- d*) Os estatutos;
- e*) O lugar da sede e identificação de sucursais, agências, delegações ou outras formas locais de representação;
- f*) O capital social e o capital realizado;
- g*) O número de identificação de pessoa colectiva e de matrícula na conservatória do registo comercial em que a sociedade se encontra registada;
- h*) A identificação do sócio único ou dos titulares de participações qualificadas;
- i*) Os membros dos órgãos sociais.

4 — O pedido de registo dos FCR deve ser instruído com os elementos referidas nas alíneas *a*) e *c*) do número anterior e incluir ainda:

- a*) Identificação da entidade gestora;
- b*) Regulamento de gestão do FCR.

5 — A decisão de registo é notificada aos requerentes no prazo de 15 dias a contar da data da recepção do pedido ou, se for caso disso, das informações complementares que tenham sido solicitadas pela CMVM.

6 — A falta de notificação no prazo referido no número anterior constitui indeferimento tácito do pedido.

7 — Sem prejuízo de outras disposições legais ou regulamentares aplicáveis, a CMVM deve recusar os registos referidos no n.º 1 se:

- a*) O pedido não tiver sido instruído com todos os documentos necessários;

- b) Tiverem sido prestadas falsas declarações;  
c) O facto a registar não estiver sujeito a registo.

8 — A CMVM pode recusar a concessão dos registos referidos no n.º 1 quando considere não estarem preenchidos os requisitos relativos à idoneidade dos membros dos órgãos sociais e dos titulares de participações qualificadas dos ICR e das SCR.

9 — Antes de recusar o registo, a CMVM deve notificar o requerente para, num prazo razoável, sanar as insuficiências ou irregularidades do processo.

10 — Constituem fundamento de cancelamento de registo pela CMVM:

- a) A verificação de factos que obstariam ao registo, se esses factos não tiverem sido sanados no prazo fixado;  
b) A cessação de actividade ou a desconformidade entre o objecto e a actividade efectivamente exercida pela entidade.

11 — As alterações aos elementos que integram os pedidos de registo devem ser comunicadas à CMVM no prazo de 15 dias.

12 — Para efeitos da instrução dos requerimentos de registo, assim como das comunicações supervenientes, não é exigível a apresentação de documentos que estejam actualizados em poder da CMVM ou que esta possa obter em publicações oficiais.

13 — O registo de ICR junto da CMVM não é público.

14 — Estão sujeitos a mera comunicação prévia à CMVM a constituição de FCR e o início de actividade de ICR e de SCR cujo capital não seja colocado junto do público e cujos detentores do capital sejam apenas investidores qualificados ou, independentemente da sua natureza, quando o valor mínimo do capital por estes subscrito seja igual ou superior a € 500 000 por cada investidor individualmente considerado.

15 — A comunicação referida no número anterior deve conter os elementos estabelecidos no n.º 3.

#### Artigo 5.º

##### **Idoneidade dos membros dos órgãos sociais e dos titulares de participações qualificadas dos ICR e das SCR**

1 — O sócio único do ICR e os membros dos órgãos sociais e os titulares de participações qualificadas de SCR devem reunir condições que garantam a sua gestão sã e prudente.

2 — Na apreciação da idoneidade deve atender-se ao modo como a pessoa gere habitualmente os negócios ou exerce a profissão, em especial nos aspectos que revelem incapacidade para decidir de forma ponderada e criteriosa, ou tendência para não cumprir pontualmente as suas obrigações ou para ter comportamentos incompatíveis com a preservação da confiança do mercado.

#### Artigo 6.º

##### **Objecto social e operações autorizadas**

1 — As SCR e os ICR têm como objecto principal a realização de investimentos em capital de risco e, no desenvolvimento da respectiva actividade, podem realizar as seguintes operações:

- a) Investir em instrumentos de capital próprio, bem como em valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmem o direito à sua aquisição;

b) Investir em instrumentos de capital alheio das sociedades em que participem ou em que se proponham participar;

c) Prestar garantias em benefício das sociedades em que participem;

d) Aplicar os seus excedentes de tesouraria em instrumentos financeiros;

e) Realizar as operações financeiras, nomeadamente de cobertura de risco, necessárias ao desenvolvimento da respectiva actividade.

2 — As SCR têm ainda como objecto principal a gestão de FCR, sendo-lhes permitido o investimento em unidades de participação de FCR, nos termos do artigo 22.º

3 — As SCR e os ICR apenas podem ter por objecto acessório o desenvolvimento das actividades que se revelem necessárias à prossecução do seu objecto principal, em relação às sociedades por si participadas ou, no caso de SCR, a FCR que se encontrem sob sua gestão, nomeadamente:

a) Prestar serviços de assistência à gestão técnica, financeira, administrativa e comercial das sociedades participadas, incluindo os destinados à obtenção de financiamento por essas sociedades;

b) Realizar estudos de viabilidade, investimento, financiamento, política de dividendos, avaliação, reorganização, concentração ou qualquer outra forma de racionalização da actividade empresarial, incluindo a promoção de mercados, a melhoria dos processos de produção e a introdução de novas tecnologias, desde que tais serviços sejam prestados a essas sociedades ou em relação às quais desenvolvam projectos tendentes à aquisição de participações;

c) Prestar serviços de prospecção de interessados na realização de investimentos nessas participações.

4 — Os FCR podem realizar as operações referidas no n.º 1 e investir em unidades de participação de FCR.

5 — As actividades referidas nos números anteriores não constituem actividades de intermediação financeira.

#### Artigo 7.º

##### **Operações proibidas**

1 — Às SCR, aos ICR e aos FCR é vedado:

a) A realização de operações não relacionadas com a prossecução do seu objecto social ou com a respectiva política de investimentos;

b) O investimento em valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado que excedam 50 % do respectivo activo;

c) A detenção de instrumentos de capital próprio, bem como em valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmem o direito à sua aquisição, e instrumentos de capital alheio, por período de tempo, seguido ou interpolado, superior a 10 e 5 anos, respectivamente, no caso de SCR e de ICR.

2 — Às SCR e aos ICR é ainda vedada a aquisição de direitos sobre bens imóveis para além dos necessários às suas instalações próprias.

3 — Às SCR e aos FCR é igualmente vedado:

a) O investimento de mais de 33 % dos seus activos numa sociedade ou grupo de sociedades, após decorridos mais de dois anos sobre a data desse investimento e até que

faltem dois anos para a liquidação do FCR ou que tenha sido requerida a liquidação da SCR;

b) O investimento, no caso dos FCR, de mais de 33 % do seu activo em outros FCR ou, no caso das SCR, de mais de 33 % do seu activo em FCR geridos por outras entidades;

c) O investimento, sob qualquer forma, em sociedades que dominem a SCR ou a entidade gestora do FCR ou que com estas mantenham uma relação de grupo prévia ao investimento em capital de risco;

d) A concessão de crédito ou a prestação de garantias, sob qualquer forma ou modalidade, com a finalidade de financiar a subscrição ou a aquisição de quaisquer valores mobiliários emitidos pela SCR, pelo FCR, pela respectiva entidade gestora ou pelas sociedades referidas na alínea anterior.

4 — As operações correntes de tesouraria realizadas com sociedades que dominem a SCR ou a entidade gestora do FCR ou que com estas mantenham uma relação de grupo prévia ao investimento em capital de risco não são consideradas como investimento.

5 — Caso a ultrapassagem dos limites previstos nos n.ºs 1 a 3 resulte da cessação de bens, dação em cumprimento, arrematação ou qualquer outro meio legal de cumprimento de obrigações ou destinado a assegurar esse cumprimento, deve proceder-se à respectiva alienação em prazo não superior a dois anos.

6 — Excepcionalmente, a CMVM pode autorizar, mediante requerimento fundamentado, e caso não resultem prejuízos para o mercado e, nos casos previstos no n.º 14 do artigo 4.º, para os sócios e para os participantes, a ultrapassagem do limite referido na alínea b) do n.º 1, assim como a prorrogação do tempo limite do investimento referido na alínea c) do n.º 1.

7 — Não se aplica o disposto na alínea c) do n.º 1 a participações em sociedades que tenham por objecto o desenvolvimento das actividades referidas no n.º 3 do artigo anterior, até ao limite de 10 % do activo das SCR e dos ICR.

8 — Os FCR e SCR que reúnam as características previstas no n.º 14 do artigo 4.º estão dispensados da observância do disposto na alínea a) do n.º 3.

9 — Quando não se encontrem expressamente previstos no regulamento de gestão do FCR, carecem da aprovação, através de deliberação tomada em assembleia de participantes por maioria dos votos, os negócios entre o FCR e as seguintes entidades:

- a) A entidade gestora;
- b) Outros fundos geridos pela entidade gestora;
- c) As sociedades referidas na alínea c) do n.º 3;
- d) Os membros dos órgãos sociais da entidade gestora e das sociedades referidas na alínea c) do n.º 3;
- e) As que sejam integradas por membros dos órgãos sociais das entidades referidas nas alíneas a) e c), quando não constem da carteira do FCR.

10 — Não têm direito de voto, nas assembleias de participantes referidas no número anterior, as entidades aí mencionadas, excepto quando sejam as únicas titulares de unidades de participação do FCR.

11 — Aplica-se, com as devidas adaptações, o disposto nos n.ºs 9 e 10 aos negócios efectuados pelas SCR.

12 — Compete à SCR e à entidade gestora do FCR conhecer as circunstâncias e relações previstas nas alíneas a) e c) do n.º 3 e no n.º 9.

13 — Para efeitos do presente decreto-lei, a existência de uma relação de domínio e de grupo determina-se nos termos do artigo 21.º do Código dos Valores Mobiliários.

## CAPÍTULO II

### Sociedades de capital de risco

#### Artigo 8.º

##### Forma jurídica, representação e capital social

1 — As SCR são sociedades comerciais constituídas segundo o tipo de sociedades anónimas.

2 — A firma das SCR inclui a expressão ou a abreviatura, respectivamente, «Sociedade de Capital de Risco» ou «SCR», as quais, ou outras que com elas se confundam, não podem ser usadas por outras entidades.

3 — O capital social mínimo das SCR, representado obrigatoriamente por acções nominativas, é de € 750 000, excepto se o seu objecto consistir exclusivamente na gestão de FCR, caso em que aquele valor é de € 250 000.

4 — O capital social das SCR só pode ser realizado através de entradas em dinheiro ou de alguma das classes de activos identificadas na alínea a) do n.º 1 do artigo 6.º, sem prejuízo da possibilidade de serem efectuados aumentos de capital na modalidade de incorporação de reservas, nos termos gerais.

5 — Por portaria conjunta dos membros do Governo responsáveis pelas áreas das finanças e da economia, sob proposta da CMVM, podem ser fixados níveis mínimos de fundos próprios para as SCR, proporcionais à composição da respectiva carteira própria e dos FCR que administrem.

6 — Os relatórios de gestão e as contas anuais das SCR devem ser objecto de certificação legal por auditor registado na CMVM.

7 — Além do disposto no presente decreto-lei e noutras disposições especificamente aplicáveis, as SCR regem-se pelos respectivos estatutos.

8 — São objecto de relatório elaborado por auditor registado na CMVM as entradas com alguma das classes de activos identificadas na alínea a) do n.º 1 do artigo 6.º para efeitos da realização do capital social das SCR.

## CAPÍTULO III

### Investidores em capital de risco

#### Artigo 9.º

##### Forma jurídica e firma

1 — Os ICR são sociedades de capital de risco especiais constituídas obrigatoriamente segundo o tipo de sociedade unipessoal por quotas.

2 — Apenas pessoas singulares podem ser o sócio único de ICR.

3 — A firma dos ICR inclui a expressão ou a abreviatura, respectivamente, «Investidor em Capital de Risco» ou «ICR», as quais, ou outras que com elas se confundam, não podem ser usadas por outras entidades.

4 — Além do disposto no presente decreto-lei e noutras disposições especificamente aplicáveis, os ICR regem-se pelos respectivos estatutos.

## CAPÍTULO IV

### Fundos de capital de risco

#### SECÇÃO I

##### Disposições gerais

#### Artigo 10.º

##### Forma e regime jurídico

1 — Os FCR são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas dotados de personalidade judiciária, pertencentes ao conjunto dos titulares das respectivas unidades de participação.

2 — Os FCR não respondem, em caso algum, pelas dívidas dos participantes, das entidades que assegurem as funções de gestão, depósito e comercialização, ou de outros FCR.

3 — Os FCR regem-se pelo previsto no presente decreto-lei e pelas normas constantes do respectivo regulamento de gestão.

#### Artigo 11.º

##### Denominação

1 — As denominações dos FCR contêm as expressões «Fundo de capital de risco», ou a abreviatura «FCR» ou outras que, através de regulamento da CMVM, estejam previstas para modalidades de FCR.

2 — Só os FCR podem integrar na sua denominação as expressões e abreviaturas referidas no número anterior.

#### SECÇÃO II

##### Entidades gestoras e regulamento de gestão

#### Artigo 12.º

##### Gestão

1 — Cada FCR é administrado por uma entidade gestora.

2 — A gestão de FCR pode ser exercida por SCR, por sociedades de desenvolvimento regional e por entidades legalmente habilitadas a gerir fundos de investimento mobiliário fechados.

3 — A regulamentação a que se refere o n.º 1 do artigo 3.º aplica-se a outras entidades que, em virtude de lei especial, estejam habilitadas a gerir FCR, excepto se estiverem submetidas a regime equivalente.

4 — A entidade gestora, no exercício das suas funções, actua por conta dos participantes de modo independente e no interesse exclusivo destes, competindo-lhe praticar todos os actos e operações necessários à boa administração do FCR, de acordo com elevados níveis de diligência e de aptidão profissional, designadamente:

a) Promover a constituição do FCR, a subscrição das respectivas unidades de participação e o cumprimento das obrigações de entrada;

b) Elaborar o regulamento de gestão do FCR e eventuais propostas de alteração a este, bem como, quando seja o

caso, elaborar o respectivo prospecto de oferta e anúncio de lançamento;

c) Seleccionar os activos que devem integrar o património do FCR de acordo com a política de investimentos constante do respectivo regulamento de gestão e praticar os actos necessários à boa execução dessa estratégia;

d) Adquirir e alienar os activos para o FCR, exercer os respectivos direitos e assegurar o pontual cumprimento das suas obrigações;

e) Gerir, alienar ou onerar os bens que integram o património do FCR;

f) Emitir e reembolsar as unidades de participação e fazê-las representar em conformidade com o previsto no regulamento de gestão;

g) Determinar o valor dos activos e passivos do FCR e o valor das respectivas unidades de participação;

h) Manter em ordem a documentação e contabilidade do FCR;

i) Elaborar o relatório de gestão e as contas do FCR e disponibilizar, aos titulares de unidades de participação, para apreciação, estes documentos, em conjunto com os documentos de revisão de contas;

j) Convocar as assembleias de participantes;

l) Prestar aos participantes, nomeadamente, nas respectivas assembleias, informações completas, verdadeiras, actuais, claras, objectivas e lícitas acerca dos assuntos sujeitos à apreciação ou deliberação destes, que lhes permitam formar opinião fundamentada sobre esses assuntos.

5 — As entidades gestoras podem ser eleitas ou designadas e nomear membros para os órgãos sociais das sociedades em que o FCR por si gerido participe ou podem disponibilizar colaboradores para nelas prestarem serviços.

#### Artigo 13.º

##### Deveres das entidades gestoras

1 — As entidades gestoras de FCR devem exercer a sua actividade no sentido da protecção dos legítimos interesses dos titulares de unidades de participação de FCR por si geridos.

2 — As entidades gestoras devem abster-se de intervir em negócios que gerem conflitos de interesse com os titulares das unidades de participação dos FCR sob sua gestão.

#### Artigo 14.º

##### Regulamento de gestão

1 — Cada FCR dispõe de um regulamento de gestão, elaborado pela respectiva entidade gestora, do qual constam as normas contratuais que regem o seu funcionamento.

2 — A subscrição ou a aquisição de unidades de participação do FCR implica a sujeição ao respectivo regulamento de gestão.

3 — O regulamento de gestão contém, pelo menos, os seguintes elementos:

a) Identificação do FCR;

b) Identificação da entidade gestora;

c) Identificação do auditor responsável pela certificação legal das contas do FCR;

d) Identificação das instituições de crédito depositárias dos valores do FCR;

e) Duração do FCR;

f) Período do exercício económico anual quando diferente do correspondente ao ano civil;

g) Montante do capital subscrito do FCR e número de unidades de participação;

h) Condições em que o FCR pode proceder a aumentos e reduções do capital;

i) Identificação das categorias de unidades de participação e descrição dos respectivos direitos e obrigações;

j) Modo de representação das unidades de participação;

l) Período de subscrição inicial das unidades de participação, não podendo o mesmo ser superior a 25 % do período de duração do FCR;

m) Preço de subscrição das unidades de participação e número mínimo de unidades de participação exigido em cada subscrição;

n) Regras sobre a subscrição das unidades de participação, incluindo critérios de alocação das unidades subscritas e sobre a realização do capital do FCR;

o) Regime aplicável em caso de subscrição incompleta;

p) Indicação das entidades encarregues de promover a subscrição das unidades de participação;

q) Política de investimento do FCR;

r) Limites ao endividamento do FCR;

s) Política de distribuição de rendimentos do FCR;

t) Critérios de valorização e forma de determinação do valor unitário de cada categoria de unidades de participação;

u) Forma e periodicidade de comunicação aos participantes da composição discriminada das aplicações do fundo e do valor unitário de cada categoria de unidades de participação;

v) Indicação das remunerações a pagar à entidade gestora e aos depositários, com discriminação dos respectivos modos de cálculo e condições de cobrança, bem como de outros encargos suportados pelo FCR;

x) Período de reembolso das unidades de participação, nomeadamente o respectivo início e condições para que ocorra, não podendo o mesmo sobrepor-se ao período de subscrição;

z) Termos e condições da liquidação, nomeadamente antecipada, da partilha, da dissolução e da extinção do FCR;

aa) Outros direitos e obrigações dos participantes, da entidade gestora e dos depositários.

4 — Sem prejuízo do disposto no n.º 1 do artigo 16.º, os FCR podem fixar no regulamento de gestão os critérios, a frequência ou a calendarização das subscrições a efectuar durante o período referido na alínea l) do número anterior.

#### Artigo 15.º

##### Alteração do regulamento de gestão

1 — É da competência exclusiva da entidade gestora do FCR a apresentação de propostas de alteração ao respectivo regulamento de gestão.

2 — As alterações ao regulamento de gestão que não decorram de disposição legal imperativa, dependem de aprovação mediante deliberação da assembleia de participantes, tomada por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos, excepto quando se refiram à alteração da denominação da entidade gestora, da entidade depositária, do auditor ou ao disposto nas alíneas d), g), o), p), t) e u) do n.º 3 do artigo anterior, as quais não dependem de aprovação em assembleia de participantes, excepto se

essa necessidade de aprovação constar do regulamento de gestão.

3 — Nos casos em que a alteração ao regulamento de gestão implique a modificação de direitos atribuídos a uma categoria de unidades de participação, a produção dos seus efeitos fica dependente de consentimento dos titulares das respectivas unidades de participação, o qual é prestado através de deliberação de assembleia especial desta categoria de participantes, aprovada por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos.

### SECÇÃO III

#### Património dos FCR

##### Artigo 16.º

###### Capital

1 — Os FCR são fechados e têm um capital subscrito mínimo de € 1 000 000.

2 — O capital dos FCR pode ser aumentado por virtude de novas entradas e de acordo com os termos definidos no artigo 31.º

##### Artigo 17.º

###### Unidades de participação

1 — O património dos FCR é representado por partes, sem valor nominal, designadas por unidades de participação.

2 — A subscrição de um FCR está sujeita a um mínimo de subscrição de € 50 000 por cada investidor, com excepção dos membros do órgão de administração da entidade gestora.

3 — Podem ser previstas unidades de participação, emitidas por um mesmo FCR, com direitos ou condições especiais, nomeadamente no que respeita à atribuição de rendimentos, à ordem pela qual são reembolsadas ou à partilha do património resultante do saldo de liquidação.

4 — As unidades de participação que confirmam direitos e obrigações iguais aos respectivos titulares constituem uma categoria.

5 — A constituição de usufruto ou penhor sobre unidades de participação fica sujeita à forma exigida para a transmissão entre vivos das respectivas unidades de participação.

6 — As unidades de participação em FCR devem ser nominativas.

##### Artigo 18.º

###### Cálculo do valor das unidades de participação

1 — Sem prejuízo do regulamento de gestão estabelecer um prazo inferior, a entidade gestora determina o valor unitário das categorias de unidades de participação do FCR reportado ao último dia de cada semestre.

2 — O valor unitário das unidades de participação dadas e a composição da carteira do FCR são comunicados aos respectivos participantes, nos termos estabelecidos no regulamento de gestão, não podendo essa periodicidade exceder os 12 meses.

##### Artigo 19.º

###### Entradas para realização do capital

1 — Cada subscritor de unidades de participação é obrigado a contribuir para o FCR com dinheiro ou com

alguma das classes de activos identificadas na alínea *a*) do n.º 1 do artigo 6.º

2 — São objecto de relatório elaborado por auditor registado na CMVM as entradas com alguma das classes de activos referidas no número anterior, o qual deve ser designado pela entidade gestora do FCR especificamente para o efeito, não devendo ter quaisquer interesses relacionados com os subscritores em causa.

3 — O valor atribuído à participação de cada subscritor não pode ser superior ao da respectiva contribuição para o FCR, considerando-se para o efeito a respectiva contribuição em dinheiro ou o valor atribuído aos activos pelo auditor referido no número anterior.

4 — Verificada a existência de uma sobreavaliação do activo entregue pelo subscritor ao FCR, fica o subscritor responsável pela prestação a este da diferença apurada, dentro do prazo a que se referem os n.ºs 1 e 2 do artigo 21.º, findo o qual, não tendo aquele montante sido prestado, a entidade gestora deve proceder à redução, por anulação, do número de unidades de participação detidas pelo subscritor em causa até perfazer aquela diferença.

5 — Se o FCR for privado, por acto legítimo de terceiro, do activo prestado pelo subscritor ou se tornar impossível a sua prestação, este último deve realizar a sua participação em dinheiro, aplicando-se, no caso de incumprimento tempestivo dessa realização, o disposto na parte final do número anterior.

6 — São nulos os actos da entidade gestora ou as deliberações das assembleias de participantes que isentem, total ou parcialmente, os participantes da obrigação de efectuar as entradas estipuladas, salvo no caso de redução do capital.

7 — A CMVM deve participar ao Ministério Público os actos a que se refere o número anterior para efeitos de interposição, por este, das competentes acções de declaração de nulidade.

#### Artigo 20.º

##### Constituição e realização de entradas diferidas

1 — Os FCR consideram-se constituídos no momento em que os respectivos subscritores procedam à primeira contribuição para efeitos de realização do seu capital.

2 — A realização das entradas relativas a cada categoria de unidade de participação pode ser diferida pelo período de tempo que vier a ser estipulado no regulamento de gestão do FCR.

3 — As obrigações de realização de entradas transmitem-se com as respectivas unidades de participação.

#### Artigo 21.º

##### Mora na realização das entradas

1 — Não obstante os prazos fixados no regulamento de gestão do FCR para a realização de entradas, o titular de unidades de participação só entra em mora após ser notificado pela entidade gestora do FCR para o efeito.

2 — A notificação deve ser efectuada por comunicação individual dirigida ao titular e deve fixar um prazo entre 15 a 60 dias para o cumprimento, após o qual se inicia a mora.

3 — Aos titulares de unidades de participação que se encontrem em mora quanto à obrigação de realizar entradas não podem ser pagos rendimentos ou entregues outros activos do FCR, sendo tais valores utilizados, enquanto a mora se mantiver, para compensação da entrada em falta.

4 — Não podem participar nem votar nas assembleias de participantes, incluindo através de representante, os

titulares de unidades de participação que se encontrem em mora quanto à obrigação de realizar entradas.

5 — A não realização das entradas em dívida nos 90 dias seguintes ao início da mora implica a perda, a favor do FCR, das unidades de participação em relação às quais a mora se verifique, bem como das quantias pagas por sua conta.

#### Artigo 22.º

##### Aquisição de unidades de participação pela entidade gestora

As entidades gestoras podem adquirir unidades de participação dos FCR que administrem até ao limite de 50 % das unidades emitidas por cada um dos referidos FCR.

#### Artigo 23.º

##### Aquisição de unidades de participação pelo FCR

1 — Um FCR não pode adquirir unidades de participação por si emitidas, excepto no caso previsto no n.º 5 do artigo 21.º ou como consequência de aquisição de um património a título universal.

2 — As unidades de participação adquiridas ao abrigo das excepções previstas no número anterior são, no prazo máximo de um ano contado a partir da data da aquisição, alienadas, sob pena de anulação no final desse prazo, com a consequente redução do capital do FCR.

#### Artigo 24.º

##### Depositários

1 — As relações entre a entidade gestora e os depositários dos valores do FCR regem-se por contrato escrito, do qual constam, nomeadamente, as funções destes últimos e a respectiva remuneração.

2 — As instituições de crédito depositárias dos valores do FCR não podem assumir as funções de entidade gestora desse FCR.

3 — Os depositários podem livremente subscrever ou adquirir unidades de participação de FCR relativamente aos quais exerçam as funções de depositários.

#### Artigo 25.º

##### Encargos

Constituem encargos do FCR os custos associados à respectiva gestão, designadamente os seguintes:

- a) Remuneração da entidade gestora;
- b) Remuneração dos depositários;
- c) Remuneração do auditor;
- d) Custos com os investimentos e desinvestimentos nos activos, incluindo despesas associadas;
- e) Custos associados às aplicações de excessos de tesouraria, incluindo comissões e taxas de intermediação;
- f) Custos relacionados com a documentação a ser disponibilizada aos titulares de unidades de participação e com a convocação de assembleias de participantes;
- g) Custos com consultores legais e fiscais do FCR.

#### Artigo 26.º

##### Remuneração da entidade gestora

A remuneração da entidade gestora pelos serviços de gestão do FCR pode incluir:

- a) Uma comissão de gestão fixa;



b) Uma comissão de gestão variável, dependente do desempenho do FCR.

#### Artigo 27.º

##### Contas

1 — As contas dos FCR são encerradas anualmente com referência a 31 de Dezembro ou nos termos do disposto no artigo 65.º-A do Código das Sociedades Comerciais e são objecto de relatório de auditor registado na CMVM.

2 — O relatório de gestão, o balanço e a demonstração dos resultados do FCR, em conjunto com o relatório do auditor, são disponibilizados aos participantes com, pelo menos, 15 dias de antecedência em relação à data da reunião anual da assembleia de participantes.

### SECÇÃO IV

#### Assembleias de participantes

#### Artigo 28.º

##### Assembleia de participantes

1 — A convocação e o funcionamento da assembleia de participantes regem-se pelo disposto na lei para as assembleias de accionistas, salvo o disposto em contrário no presente decreto-lei.

2 — As assembleias de participantes são convocadas pelo presidente da mesa da assembleia com, pelo menos, 20 dias de antecedência.

3 — A convocatória das assembleias de participantes pode ser efectuada por carta registada com aviso de recepção dirigida a cada um dos participantes, ou, em relação aos que comuniquem previamente o seu consentimento, por correio electrónico com recibo de leitura, ou ainda por anúncio publicado, pelo menos, num jornal de grande circulação no País ou por anúncio divulgado através do sistema de difusão de informação da CMVM.

4 — Têm direito a estar presentes nas assembleias de participantes os titulares de unidades de participação que disponham de, pelo menos, um voto.

5 — Os titulares de unidades de participação podem, mediante carta dirigida ao presidente da mesa da assembleia de participantes, fazer-se representar por terceiro.

6 — Pode haver assembleias especiais de participantes titulares de uma única categoria de unidades de participação.

7 — A mesa da assembleia é composta por um presidente e um secretário, designados pela entidade gestora do FCR, os quais não podem ser membros dos órgãos de administração ou quadros da entidade gestora ou de sociedades que, directa ou indirectamente, a dominem ou sejam por ela dominadas.

8 — A cada unidade de participação corresponde um voto, salvo disposição contrária do regulamento de gestão.

9 — Um titular de unidades de participação que tenha mais de um voto não pode fraccionar os seus votos para votar em sentidos diversos sobre a mesma proposta ou para deixar de votar com todos os seus votos.

10 — A assembleia delibera qualquer que seja o número de titulares de unidades de participação presentes ou representados e o capital que representem.

11 — A assembleia delibera por maioria dos votos emitidos, salvo em casos de agravamento desta maioria imposto por disposição legal ou pelo regulamento de gestão do FCR.

12 — As assembleias de participantes apenas podem deliberar sobre matérias que, nos termos do presente decreto-lei, sejam da sua competência, ou sobre aquelas para as quais sejam expressamente solicitadas pela entidade gestora e, unicamente, com base em propostas por ela apresentadas, não podendo, salvo acordo da entidade gestora, modificar ou substituir as propostas por esta submetidas a deliberação da assembleia.

13 — As deliberações das assembleias de participantes vinculam os titulares de unidades de participação que não estiveram presentes, bem como os que se abstiveram ou votaram vencidos.

#### Artigo 29.º

##### Assembleia anual de participantes

A assembleia anual de participantes deve reunir no prazo de quatro meses a contar da data do encerramento do exercício económico anterior para:

a) Deliberar sobre o relatório de actividades e as contas do exercício;

b) A sociedade gestora esclarecer os participantes e proceder à apreciação geral da situação do FCR e da política de investimentos prosseguida durante esse exercício.

#### Artigo 30.º

##### Invalidade das deliberações

1 — As acções de declaração de nulidade ou de anulação de deliberações de assembleias de participantes são propostas contra o FCR.

2 — A invalidade das deliberações das assembleias de participantes aplica-se, em tudo o que não seja contrário com a respectiva natureza, o disposto quanto a invalidades de deliberações de sócios de sociedades comerciais.

### SECÇÃO V

#### Vicissitudes dos FCR

#### Artigo 31.º

##### Aumento de capital

1 — Os aumentos de capital do FCR cujas condições não se encontrem previstas no respectivo regulamento de gestão dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos.

2 — Os titulares de unidades de participação gozam de direito de preferência, proporcional ao montante da respectiva participação, nos aumentos de capital por novas entradas em numerário, salvo estipulação diversa do regulamento de gestão.

3 — Os titulares de unidades de participação são avisados com pelo menos 15 dias de antecedência, sobre o prazo e condições para o exercício do seu direito de preferência, nos termos previstos no n.º 3 do artigo 28.º

4 — O direito de preferência referido no n.º 2 pode ser suprimido ou limitado por deliberação da assembleia de participantes tomada por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos, sob proposta da entidade gestora,



na qual não poderão votar os beneficiários da referida supressão ou limitação.

5 — À realização das entradas por virtude de aumento de capital aplica-se o disposto na segunda parte do n.º 3 do artigo 15.º e no artigo 20.º

### Artigo 32.º

#### Redução de capital

1 — O capital do FCR pode ser reduzido para libertar excesso de capital, para cobertura de perdas ou para anular unidades de participação em conformidade com o previsto no n.º 2 do artigo 23.º

2 — Excepto no caso previsto no n.º 2 do artigo 23.º, que se processa por extinção total das unidades de participação, a redução de capital pode processar-se por reagrupamento de unidades de participação ou com extinção, total ou parcial, de todas ou de algumas delas.

3 — As reduções de capital do FCR cujas condições não decorram directamente da lei e que não se encontrem previstas no respectivo regulamento de gestão dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos.

### Artigo 33.º

#### Fusão e cisão

1 — A fusão ou a cisão dos FCR cujas condições não decorram directamente da lei e que não se encontrem previstas no respectivo regulamento de gestão dependem de deliberação da assembleia de participantes tomada, sob proposta da entidade gestora, por maioria de, pelo menos, dois terços dos votos emitidos.

2 — Os FCR resultantes da cisão ou da fusão de dois ou mais FCR mantêm os deveres legais que resultavam da carteira de investimentos dos FCR incorporados ou cindidos.

### Artigo 34.º

#### Dissolução e liquidação

1 — A dissolução de um FCR realiza-se nos termos previstos no respectivo regulamento de gestão, devendo a decisão da mesma ser comunicada imediatamente à CMVM.

2 — Quando, em virtude da violação do regulamento de gestão ou das disposições legais e regulamentares que regem os FCR, os interesses dos participantes e a defesa do mercado o justifiquem, a CMVM pode determinar a dissolução de um FCR.

3 — O processo de dissolução referido no número anterior inicia-se com a notificação da decisão à entidade gestora e aos depositários.

4 — A liquidação decorrente da dissolução a que se refere o n.º 2 pode ser entregue a liquidatário ou liquidatários designados pela CMVM que fixa a respectiva remuneração a qual constitui encargo da entidade gestora, cabendo neste caso aos liquidatários os poderes que a lei atribui à entidade gestora, mantendo-se, todavia, os deveres impostos aos depositários.

5 — O liquidatário responde pelos prejuízos causados aos participantes em consequências de erros e ir-

regularidades no processo de liquidação que lhe sejam imputáveis.

### Artigo 35.º

#### Negociação em mercado

1 — As unidades de participação de FCR podem ser negociadas em mercados regulamentados ou em outras formas organizadas de negociação.

2 — À negociação em mercado das unidades de participação de FCR não se aplica o n.º 2 do artigo 17.º

### Artigo 36.º

#### Distribuição pública

À oferta pública de distribuição de unidades de participação em FCR é aplicável o disposto no título III do Código dos Valores Mobiliários e respectiva regulamentação, com as necessárias adaptações.

## CAPÍTULO V

### Disposições finais e transitórias

### Artigo 37.º

#### Norma revogatória

1 — É revogado o Decreto-Lei n.º 319/2002, de 28 de Dezembro.

2 — As remissões feitas para preceitos revogados pelo presente decreto-lei entendem-se como substituídas por remissões feitas para as correspondentes disposições do presente decreto-lei.

### Artigo 38.º

#### Entrada em vigor

1 — O presente decreto-lei entra em vigor no dia seguinte ao da sua publicação.

2 — As SCR e os FCR constituídos à data da entrada em vigor do presente decreto-lei devem adaptar-se ao regime nele disposto até ao dia 31 de Dezembro de 2007.

3 — Sem prejuízo do disposto no número anterior, com a entrada em vigor do presente decreto-lei, a denominação dos fundos para investidores qualificados (FIQ) é alterada para fundos de capital de risco (FCR), para todos os devidos efeitos.

4 — Os pedidos de constituição de SCR ou FCR sobre os quais ainda não tenha recaído decisão à data de entrada em vigor do presente decreto-lei devem adaptar-se ao regime nele disposto.

Visto e aprovado em Conselho de Ministros de 9 de Setembro de 2007. — *José Sócrates Carvalho Pinto de Sousa* — *Fernando Teixeira dos Santos* — *José Manuel Vieira Conde Rodrigues* — *Manuel António Gomes de Almeida de Pinho*.

Promulgado em 26 de Outubro de 2007.

Publique-se.

O Presidente da República, ANÍBAL CAVACO SILVA.

Referendado em 30 de Outubro de 2007.

O Primeiro-Ministro, *José Sócrates Carvalho Pinto de Sousa*.

# **ANEXO 2**

## **SCR constituídas na CMVM**

## SCR constituídas na CMVM

<b>Nome da SCR</b>	<b>Morada</b>	<b>Telefone</b>
Agrocapital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Av. da República, 23 1050 185 LISBOA	211111810
AICEP Capital Global - Sociedade de Capital de Risco, SA	Avenida da Liberdade, nº 258-5º 1250-149 LISBOA	217802080
Banif Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Rua Tierno Galvan, Torre 3 - 14º - 1070-274 LISBOA	213816200
BCP Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Av. José Malhoa, nº27 1070-157 LISBOA	217218400
Beta - Sociedade de Capital de Risco, SA	Rua Eng.º Frederico Ulrich, nº2650 - 4470-605 MOREIRA DA MAIA	220913520
BIG Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Praça Duque de Saldanha, 1 - 8º - Salas E e F 1050-094 LISBOA	213305300
Caixa Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Rua Barata Salgueiro, nº 33- 6º - 1269-057 LISBOA	213583250
Centro Venture - Sociedade de Capital de Risco, SA	Rua Coronel Júlio Veiga Simão - 3000 COIMBRA	239497167
Change Partners - SCR, SA	Av. da Boavista, nº 1281-3º 4100-130 PORTO	226075700
Drive - Sociedade de Capital de Risco, SA	Av. 5 de Outubro, 68 - 11º B - 1050- 059 LISBOA	217994550
ECS - Sociedade de Capital de Risco, SA	Rua Baramcamp, 40-11º 1250-050 LISBOA	213802490
Enotum Capital - SCR, SA	Rua Calouste Gulbenkian, nº53-8H3 4050-145 PORTO	226064422
Espírito Santo Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Edifício Quartzó, Rua Alexandre Herculano, nº 38 - 1269-161 LISBOA	213515840

## SCR constituídas na CMVM

<b>Nome da SCR</b>	<b>Morada</b>	<b>Telefone</b>
Espirito Santo Ventures - Sociedade de Capital de Risco, SA	Avenida da Liberdade, nº 195 – 1250-142 LISBOA	213106490
Explorer Investments - Sociedade de Capital de Risco, SA	Av. Eng.º Duarte Pacheco, 26- 8.º 1070-110 LISBOA	213241820
InovCapital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Av. Dr. Antunes Guimarães, nº 103 - 4100-079 PORTO	226165390
Inter Risco - Sociedade Capital de Risco, SA	Rua Tenente Valadim, nº 284 - 4100-113 PORTO	226099953
ISQ - Sociedade de Capital de Risco, SA	Av. Álvares Cabral, nº 61 - 7º - 1250-017 LISBOA	213932420
Naves - Sociedade de Capital de Risco, SA	Calçada da Palma de Baixo, nº 12 - 1600-177 LISBOA	217221530
Novabase Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Edifício Caribe - Av. D. João II, Lote 1.03.2.3. - 1998-031 LISBOA	213836300
Quadrantis Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	Avª Infante Santo, nº 23 - 7º - 1350-177 LISBOA	962737639
SGPME - Sociedade de Capital de Risco, SA	Av. João XXI, 755 - 1º Esq. - 4715-035 BRAGA	253275005
TC Turismo Capital - SCR, SA	Rua Ivone Silva, nº 6 - 8º Dtº - 1050-124 LISBOA	217815800
2BPARTNER - Sociedade de Capital de Risco, SA	Edifício da Estação, Largo da Estação, 6 - 6º - 4700-223 BRAGA	253689280

# **ANEXO 3**

## **Questionário**



**Questionário sobre a selecção e avaliação de projectos pelas Sociedades de Capital de Risco (SCR)**

O presente questionário tem por objectivo conhecer a importância atribuída pelas SCR aos critérios de avaliação e selecção de projectos de investimento. Este questionário faz parte integrante da dissertação de Mestrado em Gestão que estou a realizar na Universidade de Évora.

Todos os dados obtidos por este instrumento serão considerados estritamente confidenciais, e qualquer análise ou relatório resultante desta informação, será apresentada em termos agregados, sem identificar qualquer empresa ou indivíduo. Cada respondente receberá um relatório com o sumário dos resultados.

**Nota da Orientadora**

Como orientadora desta dissertação de Mestrado, certifico que este estudo tem por objectivo a realização de uma dissertação de Mestrado e que o autor garante a estrita confidencialidade dos dados obtidos. Desejo expressar o meu agradecimento pela sua colaboração.

Se desejar contactar-me pessoalmente, por favor utilize os seguintes contactos:

Telefone: +351 266 740 892 ou E-mail: [efelix@uevora.pt](mailto:efelix@uevora.pt)

*Elisabete Félix*

Nome da Empresa: \_\_\_\_\_

Nome do Respondente: \_\_\_\_\_

## CARACTERIZAÇÃO DA SCR

### 1) Data da fundação da SCR:

/   
 mês                      ano

### 2) Capital da SCR?

Coloque um X sobre a resposta correcta

Maioritariamente Público (capital público superior a 50%)

Maioritariamente Privado (capital privado superior a 50%)

### 3) Percentagem (%) de projectos financiados que actualmente fazem parte do portfolio da SCR?

Seed e Start-up	_____ %
Desenvolvimento e Expansão	_____ %
Substituição	_____ %
Buyout	_____ %
Outros (especifique por favor) _____	_____ %
	100 %

## LOCALIZAÇÃO DOS INVESTIMENTOS REALIZADOS PELA SCR

Atribua uma só resposta a cada frase, assinalando as suas respostas com um X

### 4) A SCR já realizou investimentos, a partir de Portugal?

(0 = não, 1 = sim)

	<table border="1" style="border-collapse: collapse; width: 100%; height: 20px;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">0</td> <td style="width: 50%; text-align: center;">1</td> </tr> </table>	0	1
0	1		
Noutros países da União Europeia	<table border="1" style="border-collapse: collapse; width: 100%; height: 20px;"> <tr> <td style="width: 50%;"></td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> </table>		
Em países da Europa não pertencentes à União Europeia	<table border="1" style="border-collapse: collapse; width: 100%; height: 20px;"> <tr> <td style="width: 50%;"></td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> </table>		
Em países fora da Europa	<table border="1" style="border-collapse: collapse; width: 100%; height: 20px;"> <tr> <td style="width: 50%;"></td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> </table>		

### 5) A SCR tem representação fora de Portugal?

(0 = não, 1 = sim)

	<table border="1" style="border-collapse: collapse; width: 100%; height: 20px;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center;">0</td> <td style="width: 50%; text-align: center;">1</td> </tr> </table>	0	1
0	1		
Noutros países da União Europeia	<table border="1" style="border-collapse: collapse; width: 100%; height: 20px;"> <tr> <td style="width: 50%;"></td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> </table>		
Em países da Europa não pertencentes à União Europeia	<table border="1" style="border-collapse: collapse; width: 100%; height: 20px;"> <tr> <td style="width: 50%;"></td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> </table>		
Em países fora da Europa	<table border="1" style="border-collapse: collapse; width: 100%; height: 20px;"> <tr> <td style="width: 50%;"></td> <td style="width: 50%;"></td> </tr> </table>		



**CRITERIOS DE SELECÇÃO E AVALIAÇÃO DE PROJECTOS DE INVESTIMENTO DO TIPO EARLY-STAGE**

Nota: No âmbito deste trabalho de pesquisa, entende-se por investimentos do tipo early-stage, os que dizem respeito a investimentos do tipo *seed capital* e *start-up*.

Atribua uma só resposta a cada frase, assinalando as suas respostas com um X

**6) Como valoriza os aspectos relativos ao mercado?**

(1= pouco importante, 5 = muito importante)

- Que o mercado seja de grande dimensão
- Que o mercado-alvo tenha uma taxa de crescimento significativa
- Que a SCR esteja familiarizada com o mercado do produto
- Que a empresa seja capaz de criar um novo mercado para o seu produto ou serviço
- Que a ameaça de concorrência seja mínima durante os 3 primeiros anos
- Que existam barreiras à entrada de novos produtos
- Que seja fácil o acesso aos canais de distribuição e a fornecedores

1	2	3	4	5

**7) Como valoriza os aspectos relativos ao produto ou serviço?**

(1= pouco importante, 5 = muito importante)

- Que a empresa seja proprietária da patente
- Que o produto tenha uma aceitação demonstrada no mercado
- Que o produto se tenha desenvolvido até ao ponto de um protótipo em funcionamento
- Que o produto seja de alta tecnologia
- Que exista um potencial mercado estrangeiro
- Que o produto seja único
- Que exista disponibilidade de matérias-primas
- Que exista inovação no processo produtivo

1	2	3	4	5

**8) Como valoriza os aspectos financeiros do investimento?**

(1= pouco importante, 5 = muito importante)

- Taxa de retorno esperada
- Custos de estrutura
- Tempo até atingir o break-even
- Tempo de pay back
- Dimensão do investimento
- Sinergias com actuais investimentos da SCR
- Capacidade de obter financiamento adicional
- Facilidade de saída

1	2	3	4	5



### 9) Como valoriza outros aspectos relacionados com o investimento?

(1= pouco importante, 5 = muito importante)

Localização geográfica  
Qualidade do plano de negócios  
Intuição da SCR  
Sensibilidade aos ciclos económicos  
Capacidade de produção

1	2	3	4	5

### 10) Como valoriza os aspectos relativos à personalidade do empreendedor e da equipa de gestão?

(1= pouco importante, 5 = muito importante)

Capacidade de reacção e avaliação dos riscos  
Capacidade de realizar um esforço intenso e contínuo  
Desejo de ganhar dinheiro  
Honestidade e integridade  
Atenção ao detalhe  
Favorável a sugestões e a críticas  
Visão de longo prazo  
Capacidade de suscitar empatia com a SCR

1	2	3	4	5

### 11) Como valoriza os aspectos relativos à experiência do empreendedor e da equipa de gestão?

(1= pouco importante, 5 = muito importante)

Formação académica  
Capacidade de organizar a sua equipa de gestão  
Experiência profissional  
Conhecimento do sector  
Focado e familiarizado com os objectivos da empresa  
Capital disponível do empreendedor  
Referências de terceiros  
Competências técnicas  
Competências de gestão

1	2	3	4	5

Para qualquer esclarecimento que julgue necessário e/ou pertinente, não hesite em contactar-me. Os meus contactos pessoais são: José Carlos Nunes / Telemóvel: 967 097 866 ou E-mail: jc.nunes@esg.ipsantarem.pt

**OBRIGADO PELA SUA COLABORAÇÃO**

## **ANEXO 4**

***Rank dos critérios de selecção e avaliação de projectos  
do tipo *early-stage****

## **Rank dos critérios de selecção e avaliação de projectos do tipo *early-stage***

<b>Variável</b>		<b>Early - Stage</b>	
		N = 14	
		Média	Rank
<b>X1 Personalidade do empreendedor e da equipa de gestão</b>			
X11	Capacidade de reacção e avaliação dos riscos	4,57	8
X12	Capacidade de realizar um esforço intenso e contínuo	4,36	10
X13	Desejo de ganhar dinheiro	4,00	18
X14	Honestidade e integridade	5,00	1
X15	Atenção ao detalhe	3,71	26
X16	Favorável a sugestões e a críticas	4,14	13
X17	Visão de longo prazo	4,86	2
X18	Capacidade de suscitar empatia com a SCR	4,14	13
<b>X2 Experiência do empreendedor e da equipa de gestão</b>			
X21	Formação académica	3,50	32
X22	Capacidade de organizar a sua equipa de gestão	4,64	6
X23	Experiência profissional	4,07	15
X24	Conhecimento do sector	4,71	4
X25	Focado e familiarizado com os objectivos de mercado da empresa	4,71	4
X26	Capital disponível do empreendedor	3,21	39
X27	Referências de terceiros	4,00	18
X28	Competências técnicas	4,36	10
X29	Competências de gestão	4,36	10
<b>X3 Mercado</b>			
X31	Dimensão do mercado	2,86	42
X32	Taxa de crescimento do mercado alvo	4,07	15
X33	SCR familiarizada com o mercado do produto	2,93	41
X34	Empresa capaz de criar um novo mercado para o seu produto ou serviço	3,57	31
X35	Ameaça de concorrência mínima durante os 3 primeiros anos	3,36	38
X36	Existência de barreiras à entrada de novos produtos	3,79	24
X37	Facilidade de acesso aos canais de distribuição e a fornecedores	4,07	15
<b>X4 Produto ou serviço</b>			
X41	Empresa proprietária da patente	3,93	22
X42	Produto com uma aceitação demonstrada no mercado	4,00	18
X43	Produto desenvolvido até ao ponto de um protótipo em funcionamento	3,50	32
X44	Produto seja de alta tecnologia	2,71	43
X45	Potencial mercado estrangeiro	4,00	18
X46	Produto único	3,43	36
X47	Disponibilidade de matérias-primas	3,71	26
X48	Inovação no processo produtivo	3,64	28

Variável		Early - Stage	
		N = 14	
		Média	Rank
<b>X5</b>	<b>Aspectos financeiros</b>		
X <sub>51</sub>	Taxa de retorno esperada	4,79	3
X <sub>52</sub>	Custos de estrutura	3,79	24
X <sub>53</sub>	Tempo até atingir o break-even	3,64	28
X <sub>54</sub>	Tempo de pay back	3,50	32
X <sub>55</sub>	Dimensão do investimento	3,64	28
X <sub>56</sub>	Sinergias com actuais investimentos da SCR	2,71	43
X <sub>57</sub>	Capacidade de obter financiamento adicional	3,50	32
X <sub>58</sub>	Facilidade de saída	4,64	6
<b>X6</b>	<b>Outros aspectos do investimento</b>		
X <sub>61</sub>	Localização geográfica	2,71	43
X <sub>62</sub>	Qualidade do plano de negócios	4,50	9
X <sub>63</sub>	Intuição da SCR	3,93	22
X <sub>64</sub>	Sensibilidade aos ciclos económicos	3,43	36
X <sub>65</sub>	Capacidade de produção	3,14	40