

Universidade Católica Portuguesa – Escola de Lisboa

Faculdade de Direito

Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

O DESINVESTIMENTO EM CAPITAL DE RISCO: UMA ANÁLISE
COMPARATIVA DE MERCADOS

Raquel Alexandra Félix Nogueira

Mestrado em Direito e Gestão

Orientação:

Mestre Jorge Brito Pereira
Mestre José Carlos Tudela Martins

Lisboa, maio de 2016

Índice de abreviaturas

APCRI	Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento
Cfr.	Conforme
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (Portugal)
Coord.	Coordenação
CR	Capital de Risco
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DL	Decreto-Lei
EBF	Estatuto dos Benefícios Fiscais
<i>EVCA</i>	<i>European Venture Capital Association</i> (União Europeia)
EUA	Estados Unidos da América
FCR	Fundos de Capital de Risco
IAPMEI	Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação - Agência para a Competitividade e Inovação, I.P.
ICR	Investidores de Capital de Risco
<i>IPO</i>	<i>Initial Public Offer</i>
m	Milhares
M	Milhões
<i>MBO</i>	<i>Management Buy-Out</i>
<i>M&A</i>	<i>Mergers and Acquisitions</i>
<i>NCVA</i>	<i>National Venture Capital Association</i> (EUA)
N.º	Número
ob. cit.	Obra citada
OPI	Oferta Pública Inicial
P	Página
<i>PE</i>	<i>Private Equity</i>
PP	Páginas
RJCR	Regime Jurídico do Capital de Risco
SCR	Sociedades de Capital de Risco
SS	Seguintes
<i>VC</i>	<i>Venture Capital</i>
Vol.	Volume
€	Moeda Euro
\$	Moeda Dólar Americano

Índice

Introdução.....	1
1. Definição de Capital de Risco	3
1.1. Breve abordagem histórica	4
1.2. Tipologias de <i>Venture Capital</i>	5
1.2.1. Regime Jurídico do Capital de Risco.....	6
1.2.2. Momento do Desinvestimento	13
1.2.3. Tipos de Desinvestimento.....	14
1.2.4. Processo de Desinvestimento.....	16
1.2.5. Estratégias de Desinvestimento	16
2. <i>Venture Capital</i> – Análise de dados	27
2.1. – I. Análise ao Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2014 – CMVM.....	27
2.1.1. Momento inicial - o investimento	27
2.1.2. Representatividade dos investidores nas empresas investidas.....	31
2.1.3. Duração do investimento	32
2.1.4. Desinvestimento.....	33
2.1.5. Conclusões	35
2.2. Análise Comparativa a Nível Internacional.....	36
2.2.1. – II. Análise Internacional ao <i>Yearbook</i> 2015 – Dados Públicos da <i>EVCA</i>	37
2.2.2. – III. Análise de dados estatísticos referentes aos EUA	43
3. <i>Going public</i> (desinvestimento segundo OPI)	47
Conclusão	51
Bibliografia.....	53
Anexos.....	59

Introdução

A presente dissertação visa proceder a uma análise da indústria do capital de risco em Portugal e, particularmente, do processo de desinvestimento, a fim de melhor interpretar essa realidade.

Este tema reveste-se de elevada relevância no panorama atual, pois o fomento do empreendedorismo tem vindo a ser, nos últimos anos, um dos principais objetivos dos mercados financeiros. Para além disso, encontramos-nos no rescaldo de uma fase de difícil acesso a crédito bancário, sendo que “*quando os bancos não emprestam, o venture capital é a única forma de obter financiamento*”¹ [nossa tradução].

Relativamente à fase de desinvestimento, pretendemos demonstrar a importância desta no processo de financiamento através de CR e quais as condições para o seu sucesso.

Apesar da relevância desta matéria, o seu estudo na doutrina portuguesa é bastante reduzido, principalmente em termos jurídicos, pelo que será necessário recorrer, com alguma frequência, a bibliografia estrangeira, principalmente, dos Estados Unidos da América. Uma das razões para a pouca expressão deste tema no panorama nacional poderá prender-se com o facto de estar em causa uma indústria que envolve transações privadas, o que poderá dificultar a recolha de informação². A quase ausência é também bastante notória em termos de diplomas legais referentes a esta matéria.

Assim, iremos proceder a uma análise do conceito de CR, fazendo também uma breve referência ao regime aplicável.

Proceder-se-á, em seguida, ao estudo da fase de desinvestimento em concreto, analisando algumas vicissitudes que possam surgir e terminaremos com uma análise empírica da atividade de CR, mais uma vez com enfoque na fase de desinvestimento, procedendo à comparação entre vários países.

O objetivo da presente dissertação reconduz-se à comparação entre vários mercados, que apresentam características díspares em termos de comportamento. Procuraremos, assim, discernir em concreto quais as diferenças em causa e, eventualmente, compreender as causas

¹ Cfr. MCCAHEY, JOSEPH; VERMEULEN, ERIK – “*Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Competitive, Venture Capital Oriented Business Form*”. *European Business Organization Law Review*. Vol. 5, (2004), p. 69 (Tradução nossa). Vide ainda VASCONCELOS, PEDRO PAIS - “O acionista de capital de risco: dever de gestão”. **II Congresso Direito das Sociedades em Revista, AA.VV., Coord. (por) Rui Pinto Duarte; Pedro Pais de Vasconcelos; J. Coutinho de Abreu**. Coimbra: Almedina, 2012, p. 157.

² Neste sentido, Vide MENDES, JOSÉ PEDRO; SOUSA, MIGUEL – “*Private equity in Portugal – An Analysis of the Portfolio Companies’ Operating Performance*”. Lisboa: **Caderno Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários** n.º 45, 2013, pp. 33 ss.. Este conclui que o mercado em Portugal ainda não se encontra numa fase de maturidade, bastante dependente de intermediários como a banca e concentrado em alguns participantes.

dessas divergências. Concomitantemente, analisaremos quais as consequências para a presença e expressão do mercado de capital de risco.

1. Definição de Capital de Risco

O CR pode ser definido como o “*meio de financiamento sob a forma de participação no capital próprio de novas empresas ou de unidades já existentes*”³.

Este implica um investimento em capital social de uma empresa que exigirá não só a alocação de capital, mas também de direitos de controlo que são assim transferidos em parte para o investidor⁴. Esta figura apresenta algumas vantagens em termos financeiros, tais como a diversificação do seu financiamento, o que reduz o risco, e o aproveitamento de capitais oferecidos pelo investidor para desenvolver os seus projetos, enquanto tem a oportunidade de ter acesso aos conhecimentos do investidor na área.⁵

Tendo em conta que o objetivo do investimento através de CR é a rentabilidade, estes investimentos devem ser “*rentáveis e líquidos*”⁶.

O CR divide-se em dois ramos: *Private Equity* e *Venture Capital*. Apesar de o objetivo subjacente ser semelhante, ou seja, o financiamento de novos projetos, o *PE* destina-se principalmente a empresas já constituídas, que procuram expandir-se para novos mercados, geográficos ou setoriais. Já o *VC* destina-se a transformar uma ideia num novo negócio ou, por vezes, financiar empresas já existentes mas ainda numa fase primordial (as chamadas *start-up*), que ainda não têm o capital necessário para desenvolver verdadeiramente as suas ideias. Estará assim associado a uma fase de “*arranque ou aceleração da empresa (...)*”⁷.

Esta diferenciação é mais óbvia nos EUA, onde *PE* e *VC* se apresentam completamente distintos. Na Europa e, nomeadamente, em Portugal, o conceito de *PE* corresponderá a CR, englobando, por isso, o que denominamos de *VC*⁸. Tal disparidade pode trazer algumas dificuldades no estudo destas figuras, nomeadamente na comparação entre vários países a que vamos proceder nesta dissertação⁹.

³ DIRECÇÃO DE ESTUDOS, MARKETING E PLANEAMENTO DO BANCO PORTUGUÊS DO ATLÂNTICO – **Sabe o que é? O Capital de Risco**. Edição com colaboração da Sociedade Portuguesa de Capital de Risco, S.A., 1987., p. 5.

⁴ Neste sentido, *Vide* CUMMING, DONALD - “*Contracts and exits in venture capital finance*”. *The Review of Financial Studies*. Washington. 2003, *abstract*.

⁵ Para um maior desenvolvimento sobre as vantagens do capital de risco e as consequências para o desenvolvimento empresarial, *Vide* ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DE DESENVOLVIMENTO – **Estudo para Avaliação do Impacto Económico do Capital de Risco em Portugal**. APCRI, 2009, pp. 4 e ss.

⁶ PEREIRA, MARIA ELISABETE COSTA – “*A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspectiva do Capital de Risco*”, policopiado. **Faculdade de Economia da Universidade do Porto**, 2008, p. 1.

⁷ Cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Ob. Cit.* p. 158.

⁸ CAETANO, PAULO ALEXANDRE – **Capital de Risco**. 1ª ed. Coimbra: Actual Editora, 2013, p.14.

⁹ Motivo pelo qual o conceito de VC seja utilizado em substituição, de forma a salientar que estará em causa um investimento em capital de risco numa fase inicial.

Ao nível do seu objetivo, o financiamento/investimento via CR concorre para o acompanhamento e diminuição do potencial de risco no longo prazo. Desta forma, uma das características fundamentais desta modalidade são as saídas, tema sob o qual o nosso estudo se vai debruçar mais pormenorizadamente.

O mediatismo que tipicamente surge neste tipo de investimentos deve-se ao facto de haver um grande dilema ao nível de *corporate governance* com o tipo de investimentos feitos: se estes não forem suficientemente rentáveis, quando chegar o momento do desinvestimento, não serão bem-sucedidos.

1.1. Breve abordagem histórica

O CR tem-se manifestado de forma variada e em diferentes contextos, sendo possível encontrar um investidor em *VC* desde que haja, por um lado, uma ideia e por outro lado, alguém com a necessidade de rentabilizar os seus rendimentos.

Em Portugal, o desenvolvimento do CR está associado ao financiamento das expedições marítimas¹⁰, aplicando-se a mesma lógica dos dias de hoje: por um lado, um empreendedor, disposto a procurar novas formas de negócio com elevado risco e, por outro lado, um particular com elevados rendimentos, que procura o lucro. A evolução do CR não sucedeu do mesmo modo nos EUA e na Europa. Nos EUA, esta indústria viu um grande desenvolvimento desde os anos 70; na Europa, só durante os anos 90 é que começaram a surgir incentivos ao desenvolvimento do CR, nomeadamente graças ao governo de Margaret Thatcher no Reino Unido^{11 12}.

Principalmente numa fase de abrandamento económico como a que vivemos nos dias de hoje¹³, o financiamento através de CR apresenta-se como uma alternativa às formas tradicionais de investimento para empresas e projetos¹⁴. Esta opção torna-se necessária pois

¹⁰ PAULO CAETANO Ob. Cit. p. 9.

¹¹ POVALVY, STEFAN – *Private Equity Exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*. Berlin: Springer, 2007, p. 14.

¹² O CR esteve também presente na Revolução Industrial, em Inglaterra, em finais do século XVIII e início do século XIX, participando na criação da indústria. Para um desenvolvimento mais aprofundado sobre a evolução da figura, *Vide* ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DE DESENVOLVIMENTO, INSTITUTO DE APOIO ÀS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E À INOVAÇÃO – **Guia Prático do Capital de Risco**. APCRI e IAPMEI, 2006, pp. 5 e ss..

¹³ De acordo com os dados disponibilizados pela plataforma *The Economist*, desde a crise financeira em 2009, encontramos-nos num período com crescimento na ordem dos 2,5% em relação ao ano transato, a nível global. Antes da crise, e logo após, estes valores atingiam os 4%, em parte influenciados pelo abrandamento do crescimento das economias chinesa e europeia <http://www.economist.com/news/economic-and-financial-indicators/21694998-world-gdp>.

¹⁴ *Vide* PAULO CAETANO, Ob. Cit., p. 13.

estes mercados apresentam-se congestionados e que cada vez menos abertura para o surgimento de novas ideias, nomeadamente ideias mais vanguardistas e que apresentem mais retorno a longo prazo.

A importância do CR não se deve à perspectiva de rentabilidade que pode trazer, até porque frequentemente, como iremos analisar *infra*¹⁵, esta forma de investimento não é lucrativa. Deve-se sim à sua importância para o desenvolvimento da Economia, possibilitando o surgimento de novas ideias e da criação de valor acrescentado para a sociedade em geral.

Esta forma de financiamento mostra-se também de grande importância para as empresas financiadas já que, nas fases mais iniciais em que estas se apresentam, não existe ainda uma projeção relevante no mercado do financiamento; por conseguinte, não se encontra ainda formada uma reputação suficientemente sólida para gerar confiança e para demonstrar que o seu projeto poderá ser de grande valor. Daí que, muitas vezes, este tipo de financiamento seja obtido através de um contacto informal, recorrendo às pessoas mais próximas ou então através de programas específicos desenhados para permitir ser dado a conhecer as ideias ao mercado.

O investimento em CR implica, para além do financiamento, a assunção de um compromisso de envolvimento na atividade de gestão por parte do investidor em *VC* por forma a aumentar o valor da empresa. Investindo-se em empresas que se encontram numa fase muito inicial de atividade, tendencialmente, não haverá distribuição de dividendos, ou seja, a rentabilidade deste tipo de investimento provém da mais-valia realizada aquando da sua venda. Desta forma, existirá todo o interesse que o valor da empresa seja superior quando a parceria chegar ao fim.

Neste contexto, surge a questão de saber quais os fatores que influenciam o desinvestimento e de que forma é que afetarão o investimento.

1.2. Tipologias de *Venture Capital*

Sendo o *VC* um financiamento da fase inicial de uma empresa, este pode ainda subdividir-se em três fases¹⁶: *seed capital*, *early stage* e *later stage*.

No *seed capital*, estão em causa projetos em fase inicial, não existindo ainda um negócio formado e um produto criado. O financiamento nesta fase implica para os seus investidores o desenvolvimento de estudos de mercado para determinar a viabilidade dos projetos, representando, por isso, um grande desafio, pois existe uma probabilidade inferior de

¹⁵ *Vide* p. 34.

¹⁶ PAULO CAETANO, Ob. Cit. p. 17.

recuperação do investimento¹⁷. Pode também ser classificado como “*financiamento destinado a pesquisa, avaliação e desenvolvimento de um conceito inicial antes de um negócio atingir uma fase de start up*” [nossa tradução].

Na fase de *early stage* ou *start up*, já existirá uma empresa que ainda não iniciou a comercialização dos seus produtos¹⁸. Assim, este investimento servirá sobretudo para o lançamento no mercado, incluindo campanhas de marketing e distribuição¹⁹. Estará, assim, em causa “*financiamento (...) para desenvolvimento de produto e marketing inicial*”²⁰ [Nossa tradução].

Quanto à fase de *later stage*, estará em causa o investimento em empresas onde já terá sido iniciada a comercialização de um bem ou serviço, implicando uma maior maturidade, estando numa fase de expansão do negócio e de aperfeiçoamento²¹. A empresa poderá já se encontrar a operar mas ainda não apresentar lucros e poderá ainda não ter alcançado um ponto de *break-even*²².

1.2.1. Regime Jurídico do Capital de Risco

Apesar de ter sido criado um regime específico na lei para o CR, verificamos que o seu âmbito de aplicação acaba por ser bastante restrito. Como aponta PAULO CÂMARA²³, “[C]ontrapõe-se, assim, uma atividade de capital de risco material a uma atividade de capital de risco formal: apenas esta última é prevista na lei.”. A realidade relativamente ao regime do CR é de que não há um acompanhamento constante da evolução da figura, sendo que grande parte da sua regulação se dá através de “*entidades habilitadas*”²⁴.

A primeira norma em Portugal referente ao CR surgiu com o DL n.º 17/86, de 5 de fevereiro, dispondo as normas aplicáveis à constituição de SCR.

A este diploma, seguiu-se o DL n.º 433/91 de 7 de novembro, que fundiu os regimes jurídicos das SCR (presente no DL n.º 17/86, de 5 de fevereiro) e das sociedades de fomento empresarial (DL n.º 248/88, de 15 de julho). Distinguindo-se destes, encontramos o DL n.º 58/99, de 2 de março, relativo à constituição e funcionamento dos FCR.

¹⁷ *Ibidem*, p. 18.

¹⁸ Cfr. PAULO CAETANO Ob. Cit. p. 18 e Anexo 2.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ Tradução nossa. Glossário *EVCA*, Anexo 2.

²¹ PAULO CAETANO Ob. Cit., p. 19.

²² Glossário *EVCA* – Anexo 2.

²³ CÂMARA, PAULO – *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011.

²⁴ *Ibidem*, p. 804.

De forma a reunir todos estes regimes, foi elaborado o DL n.º 319/2002, de 28 de dezembro, que alterou o regime jurídico das SCR e de fomento empresarial (DL n.º 433/91, de 7 de novembro) e o regime jurídico dos FCR (DL n.º 58/99, de 2 de março).

Este diploma foi então revogado pelo DL 375/2007, de 8 de novembro, que introduziu alterações aos regimes das SCR e FCR.

Atualmente, encontra-se em vigor a Lei n.º 18/2015, de 4 de março, com entrada em vigor no dia 3 de abril de 2015, que veio revogar o DL n.º 375/2007, de 8 de novembro.

Quanto à Lei n.º 18/2015, de 4 de março, esta resultou da transposição da Diretiva n.º 2011/61/EU.

Assim, é possível resumir as alterações mais significativas introduzidas pela Lei n.º 18/2015 para o funcionamento das SCR nos seguintes aspetos²⁵:

- Capital social mínimo exigido para as SCR passa a ser de 125 m€, sendo que no regime anterior era de 750 m€ (podendo ser de apenas 250 m€ se a SCR tivesse como atividade a gestão de FCR) (art. 11.º, n.º 3);
- Caso seja ultrapassado o valor do ativo sob gestão em 250 M€, e deve ser criado um fundo de 0,02% sob o valor em excesso (art. 12.º);
- Obrigação de prestação de informações à CMVM, nomeadamente quanto aos seus investimentos.

Esta norma consagra dois regimes distintos, consoante o valor dos seus ativos sob gestão²⁶ exceda ou não determinados valores. Assim, o art. 6.º, n.º 2 estabelece quais os limites dos ativos sob gestão que as SCR não podem exceder:

“a) € 100 000 000, quando as carteiras incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem;

b) € 500 000 000, quando as carteiras não incluam ativos adquiridos através do recurso ao efeito de alavancagem e em relação às quais não existam direitos de reembolso que possam ser exercidos durante um período de cinco anos a contar da data do investimento inicial.”

Para entidades abaixo destes valores, estará em causa a aplicação do regime simplificado.

²⁵ Vide OLIVEIRA, ORDONHAS GUSTAVO; LOUREIRO, ALEXANDRA MAIA – “Nota informativa - O Novo Regime Jurídico Do Capital De Risco – O Que Muda Para As SCR?”. SRS, 2015, que procede a uma análise detalhada às principais alterações trazidas pela Lei n.º 18/20015.

²⁶ “Os “Ativos sob Gestão” são calculados através da soma das rubricas de participações sociais, outros financiamentos, liquidez, posições sobre derivados (opções) e outros ativos” – Cfr. GABINETE DE ESTUDOS DA COMISSÃO DE MERCADO DOS VALORES MOBILIÁRIOS – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco. 2014, p. 6.

Para entidades que excedam os valores apresentados, aplicar-se-á o regime harmonizado. Este regime apresenta-se mais exigente, nomeadamente no que concerne às obrigações de informação à CMVM.

É importante salientar que é regulada a atividade de várias entidades, nomeadamente:

- Sociedades de CR;
- Sociedades gestoras de fundos de CR;
- Sociedades de investimento em CR;
- Fundos de CR;
- Investidores em CR;
- Sociedades e fundos de investimento alternativo especializado;
- E, ainda, entidades ligadas ao empreendedorismo social.

O art. 3.º n.º 1 dispõe que estará em causa o investimento em CR, definindo-o como: *“(...) 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 respetiva valorização. (...)”*.

O art. 7.º estatui a obrigação de autorização e registo prévio na CMVM, tanto para a constituição de FCR como para o início de atividade das SCR e dos ICR. No entanto, poderá apenas ser exigida comunicação prévia à CMVM para a constituição de FCR e o início de atividade de ICR nos termos do art. 7.º, n.º 14, quando o capital não seja alocado junto do público, sendo os seus detentores apenas investidores qualificados ou, quer tal se verifique quer não, quando o valor mínimo do capital subscrito seja igual ou superior a 500 m€ por cada investidor. Este regime é facilmente compreensível tendo em conta a preocupação do regulador com os investidores menos informados, o que não se justificará em casos como os abrangidos por esta norma.

No art. 8.º encontramos uma norma comum nos regimes ligados ao investimento, que incide sobre a idoneidade dos membros dos órgãos sociais e dos titulares de participações qualificadas.

Relativamente às normas fiscais aplicáveis, consideramos fundamental analisar o Estatuto dos Benefícios Fiscais.

Desde logo, no art. 22.º-A, n.º 7, é atribuída a taxa de 10% à tributação das mais e menos-valias resultantes da alienação de unidades em FCR, desde que os *“titulares sejam entidades não residentes e não seja aplicável a isenção prevista no art. 26.º EBF ou sujeitos passivos de IRS*

residentes em território português que obtenham os rendimentos fora do âmbito de uma atividade comercial, industrial ou agrícola e não optem pelo respetivo englobamento”.

Relativamente à regulação pela CMVM, encontramos várias referências ao CR no CVM.

Desde logo, está regulada a imputação dos direitos de voto nos arts. 20.º, n.º 3; 20.º-A, n.º 1 al. a) e n.º 8 CVM.

O art. 30.º patenteia uma lista de entidades que são consideradas como investidores qualificados. No seu n.º 1, al. f) encontramos as SCR, os FCR e as entidades gestoras. Estes serão, portanto, considerados investidores qualificados.

Já no Título IV do CVM, relativamente à atividade de intermediação, encontramos o art. 289.º, que apresenta as atividades que se consideram de intermediação financeira. No seu n.º 1, al. c), ponto iv), apresenta-se a gestão das instituições de investimento coletivo, incluindo os organismos de investimento em CR.

Relativamente à regulação e supervisão da CMVM, encontramos referência ao CR no art. 359.º, n.º 1, al. h), indicando que as SCR estarão sujeitas à supervisão da CMVM.

Por fim, o art. 388.º, n.º 3, al. a) indica a aplicação de contraordenações às SCR, FCR e entidades legalmente habilitadas a administrá-los, em resultado da violação de deveres do CVM ou de outras leis, neste caso, do RJCR.

1.2.1.1. Sociedades de Capital de Risco

As SCR poderão enquadrar-se, como indica PINTO FURTADO²⁷, numa categoria de sociedades comerciais que apresentam uma *“tipicidade em função do objeto social”*²⁸.

No investimento em CR através de uma SCR, verificamos que estas se consubstanciam numa sociedade anónima²⁹, tendo como objeto social principal *“a realização de investimentos em CR”*³⁰. Pode realizar determinadas operações para esse fim, nomeadamente:

- 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, incluindo empréstimos e créditos, das sociedades em que participem ou em que se proponham participar;

²⁷ Cfr. FURTADO, JORGE PINTO – **Curso de Direito das Sociedades**. 4ª ed. Coimbra: Almedina, 2001, p. 41. Podemos ainda encontrar a referência de que as SCR se enquadram nesta categoria na p. 42.

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ Sobre o conceito de sociedade anónima, *Vide* CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – **Manual de Direito das Sociedades, II Volume – Das Sociedades em Especial**. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2007, pp. 479 ss.. Estas consistem, resumidamente, em sociedades de responsabilidade limitada, sendo que se distinguem, nomeadamente das sociedades por quotas, pela participação social em causa: as ações. Estas são de fácil transação nos mercados, o que permite uma grande abertura do capital ao investimento.

³⁰ Estará em causa a aplicação do art. 9.º, n.º 1, RJCR.

- c) Investir em instrumentos híbridos das sociedades em que participem ou em que se proponham participar;
- d) Prestar garantias em benefício das sociedades em que participem ou em que se proponham participar;
- e) Aplicar os seus excedentes de tesouraria em instrumentos financeiros;
- f) Realizar as operações financeiras, nomeadamente de cobertura de risco, necessárias ao desenvolvimento da respetiva atividade.

No n.º 2 do mesmo artigo verificamos que as SCR podem também ter como objeto principal a gestão de FCR (al. a)), fundos de empreendedorismo social (al. b)) e fundos de investimento alternativo especializado (al. c)), assim como a possibilidade de investir em unidades de participação de FCR (n.º 3 do mesmo artigo).

Como objeto acessório, o art. 9.º, n.º 4 indica que estará em causa “*o desenvolvimento das atividades que se revelem necessárias à prossecução do seu objeto principal, (...)*” como a prestação de serviços vários, desde que necessários à gestão das sociedades onde participam.

Relativamente às operações proibidas, verificamos que a norma contida no art. 10.º estende o seu âmbito de aplicação tanto às SCR, como aos FCR e ICR.

Desde logo, no n.º 1, al. a), não poderão ser realizadas operações que não se coadunem com o objeto social ou política de investimentos. Existe também uma limitação ao investimento em valores mobiliários negociados em mercado regulamentado na al. b) deste número, sendo que estes não poderão exceder cerca de 50% do ativo. Na al. c), é apresentada uma limitação temporal, já que é definido que o período de investimento não pode ser superior a 10 anos (tanto seguidos como interpolados). Para além disso, é também vedada a aquisição de direitos sobre bens imóveis, excetuando o que disser respeito às instalações necessárias para a atividade das SCR e ICR, segundo o disposto na al. d) do n.º 1 do mesmo artigo.

Especificamente em relação às SCR e FCR, o n.º 2 do art. 10.º proíbe também:

“a) O investimento de mais de 33 % do valor disponível para investimento, aplicado ou não, numa sociedade ou grupo de sociedades, limite este aferido no final do período de dois anos sobre a data do primeiro investimento realizado para carteira, com base no valor de aquisição;

b) O investimento, no caso dos fundos de CR, de mais de 33 % do seu ativo noutra fundo de CR ou, no caso das sociedades de CR, de mais de 33 % do seu ativo em fundos de CR geridos por outras entidades;

c) O investimento, sob qualquer forma, em sociedades que dominem a sociedade de CR ou a entidade gestora do fundo de CR ou que com estas mantenham uma relação de grupo prévia ao investimento em CR;

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 sociedade de CR, pelo fundo de CR, pela respetiva entidade gestora ou pelas sociedades referidas na alínea anterior.”

Existem exceções a estas regras, presentes no art. 10.º, n.º 5, sendo que a CMVM pode autorizar, mediante a apresentação de requerimento fundamentado, o levantamento ou redução das seguintes proibições:

- a) Ultrapassagem do limite do investimento em valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado até 50% do ativo (n.º 1, al. b));
- b) Prorrogação do tempo do investimento para mais de 10 anos (n.º 1, al. c));
- c) Concessão de mais um ano para a manutenção em carteira pela SCR dos ativos em que houve incumprimento do limite previsto no n.º 2, al. a).

Relativamente à sua forma jurídica, o art. 11.º dispõe, no seu n.º 1, que as sociedades de CR são constituídas com o tipo de sociedades anónimas³¹, tendo como capital social mínimo de 125 m€, representado obrigatoriamente por ações nominativas (n.º 2 do mesmo artigo).

Entre outras disposições, salienta-se a obrigatoriedade presente nos n.º 6 e 8 do mesmo, que impõem, respetivamente, a certificação legal dos relatórios de gestão e as contas anuais por auditor registado na CMVM, assim como a exigência de elaboração de um relatório por auditor registado na CMVM nas entradas pelos sócios de classes de ativos presentes no art. 9.º n.º 1 al. a).

O art. 12.º dispõe sobre os fundos próprios e que medidas tomar quando são excedidos determinados valores nas carteiras sob gestão.

Já o art. 13.º obriga a prestação anual à CMVM de informações sobre os principais instrumentos em que negocia, as principais posições de risco e as concentrações mais importantes dos fundos em CR ou de carteira própria que gere.

1.2.1.2. Investidores em Capital de Risco

Os ICR estão especificamente previstos no artigo 14.º do RJCR. Aí, encontramos referência à sua forma jurídica e firma adotada. Do n.º 1 deste artigo, retiramos que os ICR são

³¹ Sobre este conceito, *vide supra* p. 9.

SCR especiais, já que serão do tipo de sociedade unipessoal por quotas. Esta obrigatoriedade surge do facto de os ICR representarem apenas uma pessoa que irá investir na sociedade. Como dispõe o n.º 2 do mesmo artigo, “*apenas pessoas singulares podem ser o sócio único de investidores de CR*”.

Relativamente ao seu objeto social, remetemos para a análise feita às SCR³², já que o art. 9.º do RJCR se aplica também a estes.

Por outro lado, as operações proibidas serão as previstas no art. 10.º, tendo também sido já enumeradas³³.

1.2.1.3. Fundos de Capital de Risco

Os FCR são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica mas com personalidade judiciária, que irão pertencer aos titulares das unidades de participação que os compõem (art. 15.º, n.º 1).

Os n.º 2 e 3 deste artigo referem ainda a responsabilidade por dívidas, tanto do próprio fundo como dos seus participantes. Assim, os FCR não respondem por dívidas das entidades de gestão, outros fundos ou dos seus participantes, e, por outro lado, pelas dívidas do FCR apenas responderá o seu património.

Outro aspeto relevante dos FCR são as suas entidades gestoras, previstas no art. 17.º.

As sociedades gestoras de investimento são também configuradas, a par do que já referimos sobre as SCR³⁴, como “*sociedades de direito especial*”, ocorrendo uma “*tipicidade em função do objeto social*”³⁵.

Assim, o n.º 1 deste artigo dispõe que “*cada fundo de capital de risco é administrado por uma entidade gestora*”. A assunção deste papel é definida pelo n.º 2 do mesmo, que indica a habilitação das “*sociedades de capital de risco, por sociedades de desenvolvimento regional e por entidades legalmente habilitadas a gerir organismos de investimento alternativos fechados*”. Quanto ao modo de exercício da entidade gestora, este é definido no art. 17.º, n.º 4, sendo que se encontra obrigado a atuar por conta dos participantes de modo independente e no interesse exclusivo destes, devendo administrar o fundo com “*zelo, honestidade, diligência e aptidão profissional*”. O art. 18.º dispõe ainda que as entidades gestoras devem proteger os

³² Vide pp. 9 ss.

³³ Vide p. 10.

³⁴ PINTO FURTADO Ob. Cit., p. 42.

³⁵ *Ibidem*, p. 41. Podemos encontrar a informação de que as sociedades gestoras de fundos de investimento se enquadram nesta categoria na p. 45.

legítimos interesses dos titulares das unidades de participação, não devendo promover o conflito de interesses através do seu envolvimento em negócios que o possibilitem.

Podemos então concluir que, nos FCR, são as entidades gestoras que gerem o fundo, nomeadamente quanto ao seu património e a participação no CR. Estas entidades são eleitas para o exercício das suas funções.

É imperativo referir também a existência do regulamento de gestão, já que é através deste que são definidas as normas que regem o fundo, sendo elaborado pela entidade gestora. Incluirá disposições como a identificação dos participantes, nomeadamente o FCR (art. 19.º, n.º 2, al. a)), a entidade gestora (al. b)), o auditor responsável pela certificação de contas (al. c)), assim como a duração do FCR (al. e)), o modo de representação das unidades de participação (al. j) e o respetivo preço de subscrição e o número mínimo de unidades de participação exigido em cada subscrição (al. l)) e, ainda, as políticas de investimento do FCR (al. p)) e de distribuição de rendimentos (al. r)). As alterações ao regulamento de gestão encontram-se previstas no art. 20.º.

Quanto ao capital subscrito, o art. 21.º define que este não pode ser inferior a 1 M€.

Outro aspeto bastante relevante dos FCR são as unidades de participação e o seu funcionamento. É através destas que é representado o património dos FCR (art. 22.º, n.º 1). Para se investir em FCR, é necessário um investimento mínimo de 50 m€ (n.º 2 do mesmo artigo). Como se retira do art. 33.º, existem várias categorias de unidades de participação *“em função de direitos ou características especiais respeitantes às mesmas, desde que previstas no regulamento de gestão (...)”*.

É também importante referir que, tal como é previsto no art. 29.º, as entidades gestoras podem adquirir unidades de participação dos fundos que gerem *“até ao limite de 50% das unidades emitidas por cada um dos respetivos fundos”*. Por outro lado, os FCR não podem adquirir unidades de participação por si emitidas, salvo algumas exceções (art. 30.º).

1.2.2. Momento do Desinvestimento

Qualquer alienação de participações sociais de uma empresa constituirá uma forma de desinvestimento em CR. A importância deste tema reside no facto de a rentabilidade para o acionista, que na verdade é o objetivo de qualquer investimento, assentar maioritariamente ou até exclusivamente neste momento. De facto, em empresas numa fase inicial da sua constituição, não haverá distribuição de dividendos aos seus sócios, o que implica que eles não receberão qualquer compensação pelo seu investimento proveniente da própria empresa.

O sucesso do desinvestimento é fundamental para que seja tomada a decisão de investir: se o investidor não acreditar na capacidade da empresa para se encontrar numa fase atrativa para venda no tempo definido para a ocorrência do desinvestimento, este não irá investir na empresa.

Os bons resultados do desinvestimento mostram-se também de extrema importância para as duas partes já que, por um lado, permite que o retorno possa ser utilizado para investir noutra empresa (permitindo assim reciclagem de investimentos e acabando por compensar os prejuízos³⁶); por outro lado, torna a empresa interessante para novos investidores.

Assim, ao longo dos vários anos de existência do CR no mundo empresarial, foi já possível identificar algumas modalidades de desinvestimento que apresentam um maior potencial de rentabilidade para os investidores.

1.2.3. Tipos de Desinvestimento

Não estando definida uma tipologia estática de formas de desinvestimento, iremos adotar a divisão em cinco formas à semelhança de SCHWIENBACHER³⁷, formulação esta que é bastante próxima à seguida pela *EVCA* e que estará de acordo com a análise de dados a que procederemos *infra*.

O desinvestimento pode consistir em:

- **Venda a terceiros**

As vendas a terceiros, também referidas como *trade sale*, referem-se a uma compra e venda das participações sociais, normalmente a empresas do mesmo setor de atividade³⁸. Dentro desta categoria podem-se incluir também as fusões e aquisições.

- **Venda a investidores financeiros**

Também conhecido como *secondary buyout*, *secondary sale* ou *refinancing* esta forma de desinvestimento consiste numa compra e venda mas, neste caso, o comprador tratar-se-á de uma instituição financeira ou até outro investidor em *VC*³⁹.

- **Recompra**

³⁶ BLACK, BERNARD; GILSON, RONALD – “*Venture capital and the structure of capital markets: Banks vs. Stock markets*”. 1998, pp. 243-277.

³⁷ SCHWIENBACHER, ARMIN – “*Venture Capital Exits*”. 2009.

³⁸ *Ibidem*, p. 7.

³⁹ Cfr. ARMIN SCHWIENBACHER Ob. Cit., p. 7.

Também conhecido por *repurchase* ou *management buy-out*, esta forma de desinvestimento implicará, como o nome indica, a recompra das participações sociais pelos titulares originais ou pelos gestores (especificamente no caso do *MBO*).

- **Oferta Pública Inicial**

Conhecido por OPI, esta forma de desinvestimento implicará a aquisição pelo público de participações sociais, ao contrário das restantes formas de saída em que a aquisição se mantém privada. Uma OPI implica que a empresa participada se torne pública e seja negociada em Bolsa, entrando num quadro específico de fornecimento de informações e exigências ao nível regulatório. Esta é a principal modalidade em mercados financeiros mais desenvolvidos e integrados, como é exemplo dos EUA. Em Portugal, OPI é uma forma de desinvestimento com expressão pouco significativa no nosso mercado, principalmente de empresas com financiamento de *VC*.

- **Liquidação**

Designado também por *write-off*, este tipo de saída ocorrerá quando o investimento não apresenta bons resultados financeiros. Assim, a entidade participante irá registar uma imparidade no seu balanço, eliminando o investimento e considerando-o irrecuperável. Esta é uma estratégia comum em investidores sofisticados⁴⁰.

É importante referir que nas modalidades de vendas estará em causa a regra geral de transmissibilidade das participações que se aplica às ações, prevista no art. 328.º, n.º 1 CSC⁴¹. O mesmo sucederá no que diz respeito às ofertas públicas de transmissão de ações, neste caso, oferta pública inicial, já que estaremos perante uma “*transmissibilidade de acções (...) em massa, (...)*”⁴².

Podemos também distinguir entre saídas totais ou parciais, seguindo a distinção feita por E. FÉLIX *et al.*⁴³ Assim, as assimetrias de informação⁴⁴ entre *insiders* e *outsiders* irão ser determinantes, sendo que com uma elevada assimetria seguir-se-á, tendencialmente, uma saída parcial. O objetivo será demonstrar que aquele investimento terá qualidade a potenciais

⁴⁰ [Cfr. nossa tradução de] SCHMIDT, DANIEL; STEFFEN, SASCHA; SZABÓ, FRANZISKA – “*Exit Strategies of Buyout Investments – An Empirical Analysis*”. 2009, p. 2.

⁴¹ Cfr. CUNHA, PAULO OLAVO – **Direito das Sociedades Comerciais**. 5ª ed., (reimpressão). Coimbra: Almedina, 2012, p. 403.

⁴² *Idem*.

⁴³ FÉLIX, ELISABETE; ESPERANÇA, JOSÉ; GULAMHUSSEN, MOHAMED; PIRES, CESALTINA – “**Uma análise do mercado de capital de risco português: saídas parciais versus saídas totais**”. 2009.

⁴⁴ Uma das partes da relação contratual terá mais informação que a outra, podendo originar ineficiências pré e pós contratuais, como o risco moral e a seleção adversa – *Vide* SARAIVA, RUTE - **Direito dos Mercados Financeiros**. 1ª ed. Lisboa: AAFDL, 2013, pp. 91 ss.

investidores. Esta necessidade surge das dificuldades de monitorização criadas neste tipo de relações de mercado.

1.2.4. Processo de Desinvestimento

O processo de desinvestimento não é simples, sendo fundamental determinar quando e como sair para que a operação tenha sucesso. Além disso, nem sempre haverá consenso entre os sócios, nomeadamente quanto ao valor a atribuir às suas participações, sendo que os empreendedores procurarão o aumento do valor atribuído à sua participação⁴⁵.

Outro problema que poderá surgir nesta fase e até durante todo o processo de investimento é o de serem tomadas decisões de gestão a pensar no curto prazo e não no longo prazo da empresa, permitindo aos sócios temporários aumentarem o valor das suas participações momentaneamente e prejudicando avaliações futuras da empresa depois do período de desinvestimento⁴⁶.

Quanto ao processo e forma do desinvestimento, GOMPERS e LERNER reforçam que “[t]he need to ultimately exit investments shapes every aspect of the venture capital cycle, from the ability to raise capital to the types of investments that are made”⁴⁷.

1.2.5. Estratégias de Desinvestimento

Vários autores, nomeadamente GOMPERS⁴⁸, chegaram à conclusão de que a estratégia de desinvestimento estará relacionada com a duração do investimento. Alguns dos fundos de VC mais recentes tendem a desinvestir prematuramente, na forma de OPI, para atingirem maior reputação no mercado⁴⁹.

Podemos afirmar que o tempo ideal para que uma operação deste género possa resultar deverá ser não muito longo mas o suficiente para que seja possível haver uma intervenção verdadeira na empresa participada e que seja possível criar valor para atingir a mais-valia final. Isto é comprovado por várias análises⁵⁰, que demonstram que é mais comum ocorrerem *writes-offs* em situações em que a duração do investimento é menor, ou seja, não haverá uma tendência

⁴⁵ Tal como descreve, entre outros SCHWIENBACHER, ARMIN – “*An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States*”. 2005.

⁴⁶ *Ibidem*.

⁴⁷ GOMPERS, PAUL; LERNER, JOSH - *The Venture Capital Cycle*. 3ª ed. Massachusetts: MIT Press, 2000, p. 205.

⁴⁸ DANIEL SCHMIDT, AA. VV. Ob. Cit., p. 8.

⁴⁹ *Idem*.

⁵⁰ Nomeadamente, CUMMING, DOUGLAS; MACINTOSH, JEFFREY – “*A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits*”. 2002.

para manter na sua esfera investimentos que não venham a produzir resultados satisfatórios, produzindo um efeito de sinalização⁵¹, Claro que este resultado dependerá do estilo de gestão, verificando-se, por exemplo, com mais frequência os EUA do que Canadá, onde há uma maior tendência a dar-se uma recompra em situações em que o investimento não tenha bons resultados.

Por outro lado, as condições de mercado também terão influência no momento e na forma do desinvestimento, assim como o setor de mercado em causa⁵². GOMPERS e LERNER⁵³ demonstraram que ocorrerá uma OPI quando o mercado em causa se apresenta com melhores avaliações. Este comportamento foi verificado em grande parte antes da crise financeira em 2001, quando houve um afluxo exponencial das empresas de área de *Information Technology*, aproveitando uma tendência de sobrevalorização clara dos seus balanços. Concluiu-se assim que, quando o mercado acionista se apresenta favorável, haverá uma maior probabilidade de ocorrer uma OPI.

Outro fator que pode afetar a estratégia de desinvestimento será a dependência das condições de mercado, nomeadamente em termos culturais, tal como é referido por CUMMING e MACINTOSH⁵⁴ na sua análise comparativa entre o mercado dos EUA e Canadá. Assim, podemos afirmar, tal como em BEEKMAN *et al*⁵⁵ que “*cada mercado tem as suas características e conseqüentemente, diferente impacto no negócio de venture capital*”. Estes autores afirmam ainda que existem diferenças entre o mercado Europeu e norte-americano em termos de desinvestimento de *VC*, precisamente porque as características de mercado serão diferentes.

Existem ainda autores⁵⁶ que identificam maiores dificuldades no desinvestimento na Europa pois, por diferenças na própria configuração do mercado, não é comum verificar-se a existência de OPI.

Esta situação pode ter algumas implicações na qualidade do mercado de *VC* nomeadamente se se verificar que, como defende SCHWIENBACHER⁵⁷, haverá uma *pecking order* de saídas, ou seja, uma ordem preferencial de formas de desinvestimento para os investidores, que permitirá melhores resultados. As empresas com melhores resultados tendem

⁵¹ Tradução livre de *signaling effect* - DANIEL SCHMIDT, AA. VV. Ob. Cit., p. 31.

⁵² Tal como indica RITTER, JAY.; WELCH, IVO - “*A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*”. *The Journal of Finance*. Vol. .57, núm. 4, 2002, pp. 1795-1828.

⁵³ PAUL GOMPERS e JOSH LERNER, Ob. Cit.

⁵⁴ DOUGLAS CUMMING, JEFFREY MACINTOSH, Ob. Cit. p.32-33.

⁵⁵ MANIGART, SOPHIE *et al.* - “*Determinants of required return in venture capital investments: A five country study*”. *Journal of Business Venturing*. Vol. 17, núm. 4, (2002), pp.18-19.

⁵⁶ Vide SCHWIENBACHER, ARMIN - “*An Empirical Analysis (...)*”, Ob. Cit.

⁵⁷ *Ibidem*.

a seguir o plano de *go public*, enquanto que empresas com resultados inferiores sofrem desinvestimento através de vendas das participações⁵⁸.

Esta afirmação é corroborada através de uma análise estatística de dados tanto europeus como dos EUA⁵⁹. Apesar de já terem sido obtidos resultados diferentes (nomeadamente em CUMMING⁶⁰), pois este utilizava amostras que se estendiam por um período de tempo mais limitado⁶¹, os resultados obtidos demonstram que os OPI apresentam maior *internal rate of return*⁶².

Outra conclusão interessante sobre o mercado europeu que podemos retirar de RITTER⁶³, é o facto de, pelo menos no mercado alemão de VC, “é mais comum que sejam feitos contratos com covenants⁶⁴ e controlo de direitos, o que leva a que a ocorrência de uma OPI seja menos comum”. Na mesma linha, HELLMANN *et al*⁶⁵ indica, que quanto mais forte for o controlo de direitos, ou seja, a concentração de acionistas, menor tendência haverá para que ocorra uma saída por OPI⁶⁶.

Em BIEZ e LEITE⁶⁷, conclui-se que a venda das participações é mais eficiente, já que não irão ocorrer situações como *underpricing*⁶⁸, que geralmente sucede nos casos de OPI. Assim, um OPI ocorrerá quando existir uma performance consideravelmente boa por parte da empresa investida⁶⁹. Quando isto acontece, é possível verificar que são obtidos os melhores resultados, podendo afirmar-se que as OPI são a forma de desinvestimento mais lucrativa⁷⁰.

⁵⁸ Cfr. BIENZ, CARSTEN; LEITE, TORE – “*Pecking order of venture capital exits*”. 2008, p. 2.

⁵⁹ *Ibidem* p. 4. Estes dados foram retirados da plataforma CEPRES, Disponível em <http://www.cepres.com/>

⁶⁰ Cfr. CUMMING, DONALD - “*Contracts and exits in venture capital finance*”. ***The Review of Financial Studies***. Washington. 2003.

⁶¹ Cfr. CUMMING, DOUGLAS; MACINTOSH, JEFFREY – “*A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits*”. 2002, p. 4.

⁶² Comumente designada por IRR, em português, taxa de retorno interno, esta refere-se à métrica financeira usada para efeitos de cálculo de atualização de Valor Atual Líquido de investimentos. Desta forma, é tida como medida de rentabilidade de um investimento alternativo na capitalização de fluxos de caixa expectáveis no futuro.

⁶³ RITTER, JAY – “*Differences between European and American IPO markets*”. ***European Financial Management***. Vol. 9, n.º. 4, 2003, pp. 421-434.

⁶⁴ Conceito analisado *infra*.

⁶⁵ HELLMAN, THOMAS – “*IPOs, Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*”. ***Journal of Financial Economics***. Vol. 81 (3) (2001), pp. 649-679.

⁶⁶ Cfr. *Idem* P. 16. Neste estudo, o autor utiliza uma série de modelos quantitativos para procurar explicar o momento da decisão em que ocorrerá a saída e qual o método utilizado, assim como a utilização de ativos convertíveis para o efeito.

⁶⁷ CARSTEN BIENZ, TORE LEITE Ob. Cit.

⁶⁸ No dia em que é lançada a oferta, o valor da cotação será inferior ao valor real, de forma a garantir uma cotação positiva no final do dia. *Vide* RITTER, JAY; IBBOTSON, ROGER; SINDELAR, JODY – “*The Market’s Problems With the Pricing of Initial Public Offerings*”. ***Continental Bank, Journal of Applied Corporate Finance***. Vol. 7, n.º 1, 1994.

⁶⁹ DANIEL SCHMIDT Ob. Cit., p. 13.

⁷⁰ DOUGLAS CUMMING, JEFFREY MACINTOSH Ob. Cit.

Por outro lado, JOHN ARMOUR⁷¹ apresenta outro fator que pode influenciar o investimento em CR: as normas relativas à insolvência das empresas. Assim, este autor conclui que, se o regime da insolvência de um determinado país for muito “duro”, isso pode dissuadir potenciais investidores, principalmente em áreas de negócio que envolvem muito risco⁷². Para além disso, não se deve apresentar como um regime “punitivo” do fracasso de um determinado projeto, impedindo os investidores, que até podem ter bastante potencial, de voltar a participar no mercado⁷³. Esta “atitude” dos mercados é bastante comum nos EUA, fazendo parte da própria cultura de investimento, ao contrário dos países da Europa, onde a insolvência de uma empresa ainda é vista como uma falha dos seus fundadores, impossibilitando que estes voltem a poder participar no mercado da mesma forma.⁷⁴

Para além destas observações, devemos ainda considerar dois trabalhos que apresentam mais fatores que podem influenciar a estratégia de desinvestimento: CUMMING *et al*⁷⁵ e BLACK e GILSON⁷⁶.

Em CUMMING *et al*⁷⁷ foram analisados vários dados que procuram demonstrar que o que realmente afeta a saída através de OPI é o sistema legal do país em causa. Já BLACK e GILSON⁷⁸ indicam que tal dependerá do tamanho e desenvolvimento dos mercados financeiros do país em questão, tendo influenciado muitos trabalhos desde então, que acabaram por também seguir essa mesma linha de pensamento. No entanto, CUMMING *et al*⁷⁹ mostram que este último fator não é irrelevante: de facto, o próprio desenvolvimento do sistema jurídico estará ligado ao desenvolvimento do próprio mercado.

BLACK e GILSON⁸⁰ procuram explicar uma das grandes características em termos de VC que surgem em mercados *market-based*: a vitalidade do VC⁸¹. Para o demonstrar, procedeu à comparação entre dois mercados com características diferentes: EUA, que apresentam um sistema *market-based* e Alemanha, que apresenta um sistema *bank-based*.

⁷¹ ARMOUR, JOHN – “Personal Insolvency Law and the Demand for Venture Capital”. *European Business Organization Law Review*. Vol. 5 (2004), pp. 87-118.

⁷² Cfr. JOHN ARMOUR p. 109.

⁷³ *Ibidem*.

⁷⁴ Como referimos *supra*, JOSEPH MCCAHEY, ERIK VERMEULEN Ob. Cit. apresentam uma ideia de que haverá uma diferença cultural e de mentalidade entre os dois países.

⁷⁵ CUMMING, DOUGLAS; FLEMING, GRANT; SCHWIENBACHER, ARMIN – “Legality and Venture Capital Exits”. *Forthcoming in the Journal of Corporate Finance* (2009).

⁷⁶ Bernard Black, Ronald Gilson Ob. Cit.

⁷⁷ DOUGLAS CUMMING, *et. al.* – “Legality (...)”, Ob. Cit.

⁷⁸ BERNARD BLACK, RONALD GILSON Ob. Cit.

⁷⁹ DOUGLAS CUMMING, *et. al.* – “Legality (...)”, Ob. Cit.

⁸⁰ BERNARD BLACK, RONALD GILSON Ob. Cit.

⁸¹ *Ibidem*, p. 1.

Por um lado, os EUA apresentam um maior número de fundos afetos ao CR sendo que estes são também substancialmente maiores⁸². Para além disso, há uma maior tendência destes para investir em fundos *early-stage*.

Por outro lado, na Alemanha, são os bancos os principais financiadores de *VC*. Verifica-se também que a maioria das saídas se dá através da recompra das participações pelos antigos acionistas (o chamado *buyback*) ou por venda a terceiros⁸³. Os dados de 1995 mostram que em 264 empresas em que se verificou o desinvestimento, apenas em 12 se realizou OPI.

Assim, como iremos verificar na análise de dados *infra*⁸⁴, podemos afirmar que a forma de desinvestimento mais utilizada nos EUA é o OPI. Como referem BLACK e GILSON⁸⁵, através da análise dos dados utilizados (referentes aos anos de 1984 a 1996), a possibilidade de desinvestimento através de OPI está diretamente correlacionada com a disposição para investir em *VC*, pois num ano em que ocorrem bastantes OPI (e bem sucedidos) no ano seguinte haverá um aumento do investimento através de *VC*⁸⁶.

BLACK e GILSON⁸⁷ concluem então que “o mercado de *VC* nos EUA é muito mais dinâmico, centrado no *early-stage* e em alta tecnologia, sendo que na Alemanha há uma ausência deste mercado”⁸⁸.

Como já foi referido, a participação dos investidores de *VC* nas empresas participadas vai além do capital monetário. Um dos mais importantes fatores prende-se com o *know-how* trazido para a gestão da própria empresa já que, muitas vezes, estamos perante investidores com grandes conhecimentos do mercado em causa. Esta contribuição é motivada pela necessidade de criação de rentabilidade, que só poderá ocorrer se a empresa tiver sido gerida nesse sentido.

Outra distinção que pode ser feita entre os dois sistemas é que nos EUA é comum encontrar figuras jurídicas designadas por *limited partnership agreements*⁸⁹. Para além disso, irão surgir acordos implícitos entre as partes, que completam os termos da relação, nomeadamente quanto a ser feito um reinvestimento em outras empresas⁹⁰.

O mercado *market-based* apresenta ainda a característica de viabilizar a saída através de OPI, já que haverá uma maior tendência para este tipo de operações no mercado em si⁹¹.

⁸² *Ibidem*, p. 7.

⁸³ *Ibidem* p. 11.

⁸⁴ Pp. 27 e ss.

⁸⁵ BERNARD BLACK, RONALD GILSON, Ob. Cit.

⁸⁶ *Ibidem* p. 8.

⁸⁷ BERNARD BLACK, RONALD GILSON Ob. Cit.

⁸⁸ *Ibidem* p. 12 [nossa tradução].

⁸⁹ Iremos apresentar uma exposição mais detalhada desta figura *infra*.

⁹⁰ BERNARD BLACK; RONALD GILSON, Ob. Cit., p. 18.

⁹¹ *Ibidem* Pág. 20.

No entanto, outra saída bastante comum em qualquer dos sistemas será a venda a outra empresa, nomeadamente a uma empresa maior – o *trade sale*. Esta opção revela-se do maior interesse quando se alcança uma fase em que é necessária a criação de uma maior cadeia de distribuição ou melhores formas de comunicação, ou seja, quando a empresa participada chega a um ponto em que o desenvolvimento já é bastante elevado, precisando de se expandir. Assim, poderá ocorrer uma fusão com outra empresa que apresenta a potencialidade de trazer bastantes sinergias⁹².

BLACK e GILSON⁹³ argumentam que o “*sucesso de uma empresa financiada por VC, na fase de early stage, de alto retorno e muitas vezes de alta tecnologia estará ligada à possibilidade de desinvestimento por OPI*”⁹⁴. Isto ocorrerá porque a OPI é a forma de desinvestimento preferida pelos financiadores, que levará à criação de contratos implícitos entre as partes em que, caso a parceria tenha sucesso, o financiador terá a possibilidade de voltar a adquirir capital da empresa, já que estaremos perante uma oferta pública. Como referem os autores, esta possibilidade leva a que o financiador se “dedique” muito mais ao desenvolvimento da empresa, o que permitirá o aumento do valor desta pois terá uma influência positiva nos fatores que vimos anteriormente, tais como a participação nas decisões de gestão.

Assim, um mercado que permita o desinvestimento através de OPI será um mercado muito mais forte em termos de *VC*. Esta conclusão é reforçada pela análise empírica de vários países, nomeadamente Portugal (ressalvando que os dados são de 1993 a 1994).

A própria análise de conceitos e definições na Europa (através da *European Venture capital Association*, ou *EVCA*) permitem concluir que há uma enorme diferença entre estes sistemas. Assim, podemos verificar que enquanto na Europa, quando se refere *VC* estará também incluído *private equity* (tendo a distinção sido já apresentada⁹⁵), nos EUA esta indústria é completamente independente das restantes.

Apesar desta conclusão, BLACK e GILSON⁹⁶ acrescentam ainda que podem haver outras causas para que haja esta diferença entre o mercado de *VC* Alemão e dos EUA.

Um dos fatores que nos parece mais interessante são as diferenças culturais entre países: “*os alemães e japoneses podem ser menos empreendedores e arriscados do que os americanos*”⁹⁷. Os autores não concordam com esta hipótese, defendendo que dependerá isso

⁹² *Idem*.

⁹³ BERNARD BLACK, RONALD GILSON Ob. Cit.

⁹⁴ BERNARD BLACK Ob. Cit., p. 30 [nossa tradução].

⁹⁵ *Vide* p. 3.

⁹⁶ BERNARD BLACK, RONALD GILSON Ob. Cit.

⁹⁷ BERNARD BLACK Ob. Cit., p. 40 [nossa tradução].

sim do suporte oferecido em cada país (nomeadamente do mercado em que se encontra inserido).

Por fim, os autores procuram apresentar uma solução para que nos sistemas *bank-based* possa haver um mercado de *VC* mais desenvolvido. Neste sentido, foram já criados alguns projetos que ainda hoje persistem como o *Alternative Investment Market* ou AIM, que foi lançado em 1995 e, fazendo parte do *London Stock Exchange*, é um mercado específico e direcionado apenas para empresas de menor dimensão, nomeadamente, as financiadas por *venture capital*⁹⁸.

Outro projeto semelhante é o Euro NM, que consistia num consórcio entre as Bolsas de Paris, Alemanha, Amsterdão e Bruxelas⁹⁹, criada em 1996 e com contornos semelhantes aos já referidos. Entretanto este projeto já se encontra desativado¹⁰⁰.

Em Portugal, atualmente, a *Euronext Lisbon* disponibiliza o acesso ao mercado *Alternext*, criado especificamente para PME e que apresenta condições mais favoráveis de acesso ao mercado de capitais¹⁰¹.

Neste estudo realizado por BLACK e GILSON¹⁰², fica ainda a possibilidade de, para se alcançarem as vantagens de um sistema *bank-based*, as empresas financiadas por *VC* realizem uma OPI nos mercados pertencentes a este sistema. Assim, uma empresa portuguesa poderia realizar um OPI na Bolsa de Nova Iorque, tendo uma maior exposição de mercado e aplicação das regras norte-americanas.

CUMMING *et al*¹⁰³ apresentam outra explicação para a diferença no tamanho do mercado de *VC* entre os vários países. Assim, em oposição à teoria anteriormente analisada, CUMMING *et al*¹⁰⁴ defendem que o principal fator de influência no tamanho e desenvolvimento do mercado de *VC* será a qualidade do sistema legal do país em causa. Estes autores afirmam também que os investidores irão preferir OPI porque é esta forma que permite alcançar um maior retorno.

⁹⁸ Para mais desenvolvimento sobre o tema, vide <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>.

⁹⁹ Vide <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/e/euronm>.

¹⁰⁰ O fim desta iniciativa é também documentado em JAY RITTER Ob. Cit., pp. 1-3. É aqui explicado que tradicionalmente os OPI que ocorrem na Europa são de empresas com maior longevidade, podendo assim apontar-se uma questão cultural. Por outro lado, este autor reporta também a criação de incentivos (nomeadamente fiscais) que não resultaram pois ocorreu a falsificação de dados para obter esses incentivos. Um dos grandes problemas permanecerá o da informação exigida para poder aceder aos mercados, que abordaremos *infra*.

¹⁰¹ Vide <https://www.euronext.com/pt-pt/listings/alternext>.

¹⁰² BERNARD BLACK, RONALD GILSON Ob. Cit.

¹⁰³ DOUGLAS CUMMING, GRANT FLEMING, ARMIN SCHWIENBACHER Ob. Cit.

¹⁰⁴ *Idem*.

Segundo esta teoria, e tendo em conta os requisitos necessários para que uma empresa possa entrar no mercado de compra e venda de participações sociais, haverá mais informação disponível para potenciais investidores que irão ter a possibilidade de avaliar melhor a empresa e ter mais interesse em adquiri-la, causando assim um aumento do seu valor. CUMMING *et al*¹⁰⁵ referem ainda que, apesar de não haver assimetrias informativas no caso de ocorrer um *buyback* (já que os adquirentes farão parte da própria empresa), não irá entrar qualquer novo capital, logo o interesse para os acionistas que se mantiverem não será tão elevado.

Podemos então concluir que a dimensão do mercado de VC dependerá da dimensão e qualidade do mercado de capitais, já que haverá uma maior possibilidade de realizar a saída que, tendencialmente, apresentará um maior retorno: OPI. A dimensão do mercado de capitais é afetada pela qualidade do sistema jurídico e o investimento neste sistema jurídico também será afetado pelo investimento que existe nesse país, estando estes fatores correlacionados.

Todavia, MCCAHERY e VERMEULEN¹⁰⁶ apresentam como uma razão para as diferenças a cultura e a forma de pensar dos investidores¹⁰⁷, mas também regulatórios e da estrutura de capital dos mercados. De facto, existe pouca tolerância ao risco nos mercados europeus, assim como um mercado bolsista menos desenvolvido. Criticando BLACK e GILSON¹⁰⁸, os autores indicam que na verdade a solução não residirá num incentivo à existência de mais OPI¹⁰⁹, já que a venda das participações, ou *trade sale*, poderá apresentar resultados igualmente satisfatórios.

Uma das principais soluções apresentadas para resolver o problema do fraco desenvolvimento do CR na Europa é o recurso aos mercados norte-americanos¹¹⁰, através de mecanismos que permitam a aplicação de normas dos EUA às suas empresas. Um argumento contra esta decisão serão os custos avultados que esta pode implicar¹¹¹.

Os autores¹¹² defendem que é possível verificar que haverá um maior sucesso nos países onde é mais comum a utilização do *limited partnership agreement*¹¹³, como é o caso do Reino

¹⁰⁵ *Idem*.

¹⁰⁶ JOSEPH MCCAHEY; ERIK VERMEULEN, Ob. Cit., pp. 61-85.

¹⁰⁷ *Ibidem* p. 62 - tradução nossa de “*mindset*”. Apesar da ideia se apresentar vaga, está de acordo com os restantes trabalhos que analisámos e com a própria análise de dados que elaborámos para efeitos deste estudo.

¹⁰⁸ BERNARD BLACK, RONALD GILSON, Ob. Cit.

¹⁰⁹ JOSEPH MCCAHEY, ERIK VERMEULEN Ob. Cit., p. 67.

¹¹⁰ A expressão utilizada é “*piggybacking*”, ou seja, andar às costas (tradução nossa) dos mercados norte-americanos.

¹¹¹ *Ibidem*, p. 68.

¹¹² *Idem*

¹¹³ Numa *limited partnership*, são os empreendedores que irão tomar as decisões de gestão. Já os investidores serão *limited partners*, recebendo uma compensação periódica, sendo a sua responsabilidade limitada, assim como a sua participação na gestão: Cfr. PAUL GOMPERS, JOSH LERNER, Ob. Cit. pp. 8-10.

Unido. Esta situação dever-se-á, principalmente, ao facto de se recorrer com elevada frequência a *covenants*¹¹⁴ entre os sócios¹¹⁵, que permitem eliminar alguns problemas que possam surgir na relação como problemas de agência e de incerteza¹¹⁶.

As vantagens da criação de uma *limited partnership* prender-se-ão com benefícios fiscais e flexibilidade na estrutura e forma de contrato. Por outro lado, na relação entre *limited partner* (na pessoa do investidor) e *general partner* (na pessoa do empreendedor), existe tendencialmente uma relação afetada por custos de agência¹¹⁷. Esta relação torna mais propenso ao empreendedor a tomada de decisões oportunistas pelo que poderá afetar positivamente o uso de restrições e *covenants* nos termos contratuais a longo prazo. Estas restrições poderão criar erosão de valor pela limitação de mecanismos que o empreendedor terá para diversificar riscos ou ultrapassar custos de agência.

Exemplo da importância desta figura é a criação do *Limited Partnership Act*¹¹⁸, projeto desenvolvido no Reino Unido como forma de incentivo ao desenvolvimento do *VC*, que veio revogar a imposição limite de número de sócios e procurou eliminar algumas regras para tornar esta figura mais flexível e mais propensa a criação pelas partes de acordo com as suas necessidades¹¹⁹.

Nos EUA é também bastante comum o recurso a *limited partnership* que corresponderá à comandita, forma bastante utilizada na Alemanha para estes fins, assim como em França e Inglaterra¹²⁰.

Numa análise ao mercado português, e quanto à forma da sociedade no qual é efetuado o investimento, verifica-se que o mais comum é que este ocorra em sociedades anónimas; no entanto, não existe qualquer limitação ao investimento em sociedades por quotas ou até em nome coletivo¹²¹.

As sociedades comerciais em comandita estão previstas no art. 1.º n.º 2 do CSC, podendo estar em causa uma comandita simples ou uma comandita por ações.

¹¹⁴ Estarão em causa termos contratuais acordados entre os sócios, com o objetivo de limitar os comportamentos oportunistas que podem surgir numa relação de financiamento em CR (e noutros contextos). São principalmente utilizados quando é formada uma *limited partnership*. Vide GOMPERS e LERNER, Ob. Cit., pp. 29 ss. e LITVAK, KATE – “*Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 79, n.º 1, 2009, pp. 161-218.

¹¹⁵ Entenda-se, entre o ICR e os sócios financiados.

¹¹⁶ JOSEPH MCCAHEY, ERIK VERMEULEN Ob. Cit., p. 72.

¹¹⁷ *Ibidem*, p. 71.

¹¹⁸ Proposta de alteração disponível em

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/447428/Draft_LRO_Stat_Instr..pdf.

¹¹⁹ JOSEPH MCCAHEY, ERIK VERMEULEN Ob. Cit., p. 80.

¹²⁰ *Idem*.

¹²¹ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, Ob. Cit., p. 162.

O art. 465.º apresenta algumas características das sociedades em comandita, entre as quais: (n.º1) a responsabilidade limitada do sócio comanditário, (n.º2) as sociedades por quotas e sociedade anónima podem ser sócios comanditados e (n.º3) nas sociedades em comandita simples não há capital por ações, sendo que na comandita por ações só os sócios comanditários podem ter o seu capital representado por ações.

Nas sociedades em comandita irão estar presentes dois tipos de sócios: os sócios comanditados e os sócios comanditários¹²². Segundo o já analisado art. 465.º n.º1, os sócios comanditados respondem pelas dívidas da sociedade, ao contrário do sócio comanditário. Assim, será uma figura distinta da sociedade em nome coletivo, já que nesta ambos os sócios terão responsabilidade ilimitada¹²³.

Quanto aos regimes de responsabilidade, aplicar-se-á o regime das sociedades em nome coletivo¹²⁴, nomeadamente o art. 175.º n.º1, havendo, portanto, responsabilidade subsidiária do sócio em relação à sociedade e responsabilidade solidária face aos restantes sócios comanditados¹²⁵.

O regime das sociedades em comandita define também, no art. 468.º, que “*a entrada do sócio comanditário não pode consistir em indústria*”. *A contrario*, podemos concluir que os sócios comanditados podem realizar qualquer tipo de entrada¹²⁶. Esta proibição é equiparada à dos sócios das sociedades anónimas, justificando-se pelo facto de as entradas em indústria apresentarem bastante dificuldade em avaliar, serem futuras e sucessivas, ou seja, serem realizáveis ao longo do tempo e da participação do sócio, e não permitem uma execução forçada¹²⁷. Para além disso, este tipo de entrada cria também dificuldades em termos de garantias face aos terceiros credores.

Esta proibição pode apresentar algumas dificuldades quando se procura aplicar ao CR, já que se colocarmos o sócio comanditário na posição de investidor de *VC*, não podemos considerar a oferta dos seus conhecimentos e técnica como parte da sua entrada quando, como já referimos, estes são uma parte fundamental da participação deste sócio. Por outro lado, esta proibição implicará somente que, avaliando a participação do investidor, não deverá ser tido em conta o *know-how* como uma contribuição monetária. Como diz PAULO TARSO

¹²² RAMOS, MARIA ELISABETE in ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, (Coord.) – Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Vol. VI. Coimbra: Almedina, 2013, p. 1042.

¹²³ *Vide* art. 175.º CSC.

¹²⁴ MARIA ELISABETE RAMOS Ob. Cit., p. 1042.

¹²⁵ *Idem*.

¹²⁶ DOMINGUES, PAULO DE TARSO in ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, (Coord.) – Código das Sociedades Comerciais em Comentário, Vol. VI. Coimbra: Almedina, 2013 p. 1058.

¹²⁷ *Ibidem* p. 1059.

DOMINGUES¹²⁸, “*esta proibição (...) poderá constituir-se como um entrave ao empreendedorismo e ao desenvolvimento de relevantes projetos societários*”, admitindo, até, que estas deveriam ser autorizadas¹²⁹.

Este tipo de sociedade tem sido alvo de pouca expressão no panorama empresarial português, tendo vindo a perder “a sua pujança económica”¹³⁰.

Segundo PEDRO PAIS DE VASCONCELOS¹³¹, o investimento em CR através de comandita permitirá “*evitar o recurso a suprimentos, que é quase sempre necessário quando se utilizam os tipos da sociedade por quotas ou sociedade anónima*”. O que acontece é que para que um investidor em CR invista, irá fazê-lo na qualidade de sócio, o que implica que irá investir na medida da sua participação, que será tendencialmente minoritária¹³² de acordo com a vontade dos sócios fundadores. Para tal, se se verificar a necessidade de mais capital, tal só será possível através do recurso a suprimentos¹³³.

¹²⁸ *Ibidem* p. 1061.

¹²⁹ *Ibidem* p. 1062.

¹³⁰ MARIA ELISABETE RAMOS, Ob. Cit. p. 1040.

¹³¹ PEDRO PAIS DE VASCONCELOS Ob. Cit., p. 163.

¹³² Cf. DIRECCÇÃO DE ESTUDOS, MARKETING E PLANEAMENTO DO BANCO PORTUGUÊS DO ATLÂNTICO Ob. Cit, p. 6, onde é apontado o carácter temporário e minoritários das participações em CR.

¹³³ *Ibidem*.

2. *Venture Capital* – Análise de dados

Para uma melhor percepção deste tópico iremos de seguida efetuar uma revisão analítico-estatística do desinvestimento de *VC* em Portugal atualmente, tendo por base uma análise comparativa entre vários países. Para tal, iremos em seguida propor as seguintes análises bibliográficas ou estatísticas às seguintes fontes:

- I. Análise ao **Relatório Anual da Atividade de CR 2014 – CMVM**: relação investimento/desinvestimento no mercado Português.
- II. Análise Internacional ao **Yearbook 2015 – Dados Públicos da EVCA**: estudo comparativo de indicadores de desinvestimento para os seguintes países em 2013 e 2014 – Portugal, Espanha, Alemanha, França e Europa.
- III. Análise de **dados estatísticos referentes aos EUA** – relação entre os principais tipos de investimento no mercado dos EUA entre 2010 e 2013 (várias fontes).

2.1. – I. Análise ao Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2014 – CMVM

2.1.1. Momento inicial - o investimento

Antes de analisar a evolução do desinvestimento, será fundamental olhar para a tendência de investimento.

Assim sendo, no ano de 2014, segundo dados da CMVM¹³⁴, o investimento em CR em Portugal aumentou 12,9%, o que equivale a 3.482,2 M€, tendo sido realizados investimentos em 552 empresas. Este valor deve-se sobretudo ao investimento protagonizado pelos FCR, onde o investimento aumentou 545,1 M€

De acordo com o **Gráfico 1**, a maioria dos investimentos de CR encontrava-se, nesse ano, canalizado para indústrias transformadoras e sociedades gestoras de participação social não financeiras, contabilizando cerca de 48,1% do total investido, que face a 2013 se situava nos 56,7%¹³⁵.

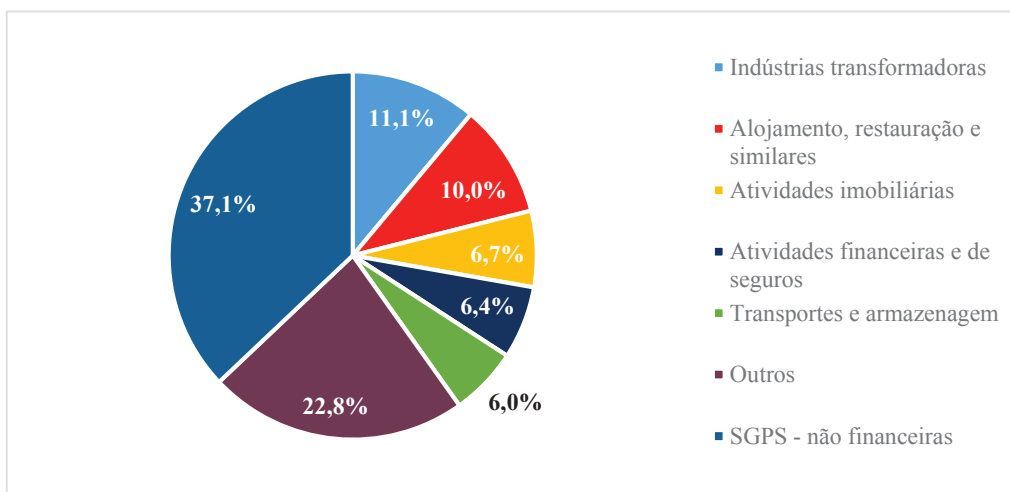
¹³⁴ COMISSÃO DE MERCADO E VALORES MOBILIÁRIOS – Relatórios Anuais sobre a atividade de Capital de Risco. **CMVM**, 2014

¹³⁵ *Ibidem* p. 16.

Gráfico 1

Distribuição de valor investido por setor de atividade em 2014.

Fonte: Relatório sobre atividade de CR 2014 - CMVM.



Em 2014, como demonstra o **Gráfico 2**, as SCR investiram principalmente em transportes e armazenagem, assim como de atividades financeiras e de seguros. Por outro lado, os FCR tinham, neste ano, os seus capitais maioritariamente investidos em sociedades gestoras de participação social não financeiras e empresas transformadoras – sectores que historicamente apresentam níveis elevados de antiguidade e pouca rotação de tecido empresarial (ver **Gráfico 3**).

Gráfico 2

Distribuição de valor investido por SCR por setor de atividade em 2014.

Fonte: Relatório sobre atividade de CR 2014 - CMVM.

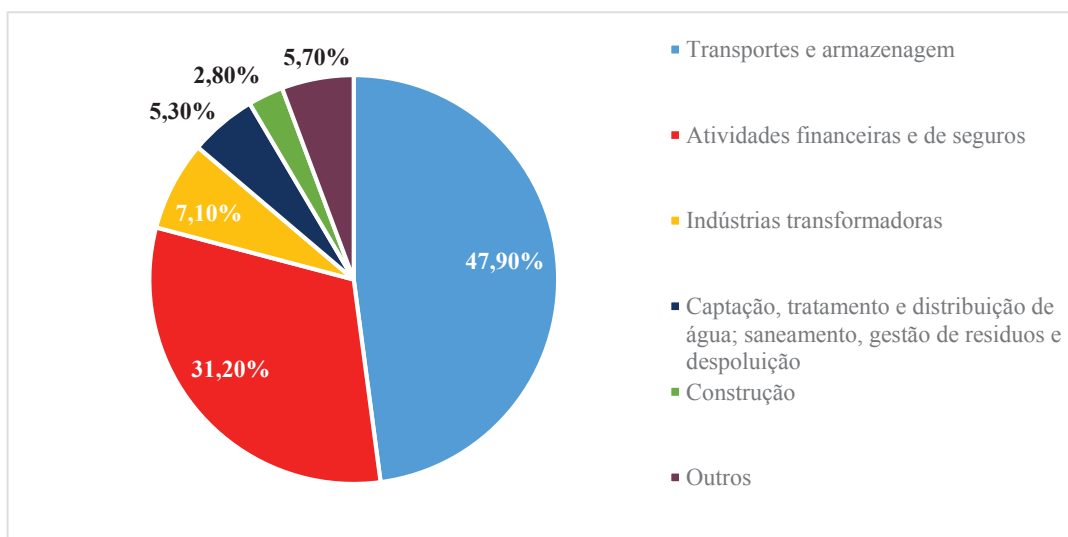
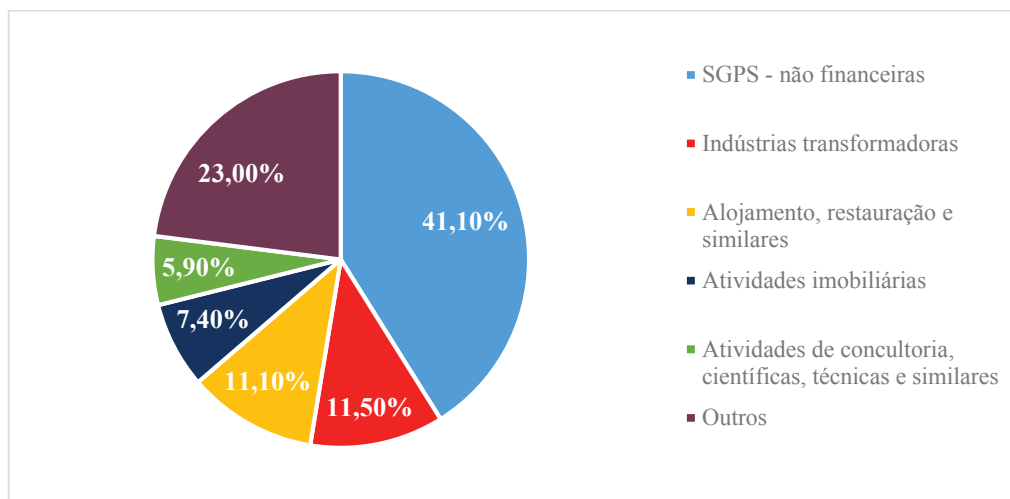


Gráfico 3

Distribuição de valor investido por FCR por setor de atividade em 2014.

Fonte: Relatório sobre atividade de CR 2014 - CMVM.



Através de uma análise mais detalhada de destino de investimento, verifica-se que apenas 13,5% do montante investido pelas entidades e SCR se destina a *VC* (na aceção de “investimento em empresas a estabelecer ou já estabelecidas, de pequena dimensão, mas com potencial de crescimento”¹³⁶), face a 86,5% de investimento em *private equity* (“investimento em empresas que já estão consolidadas e possuem uma atividade económica mais expressiva”¹³⁷).

Dentro do investimento de *VC*, e tendo em conta a distinção entre o investimento nas denominadas *start-ups* (empresas com um histórico operacional limitado, geralmente recém-criadas, em fase de desenvolvimento e captação de clientes¹³⁸), a representação é de cerca de 8,6% do total investido, o que equivale a 300,2 M€; por outro lado, apenas 3% do total investido se destinou às fases de *seed capital* e *early stage* (ver **Gráfico 4**).

¹³⁶ *Ibidem*, p. 18.

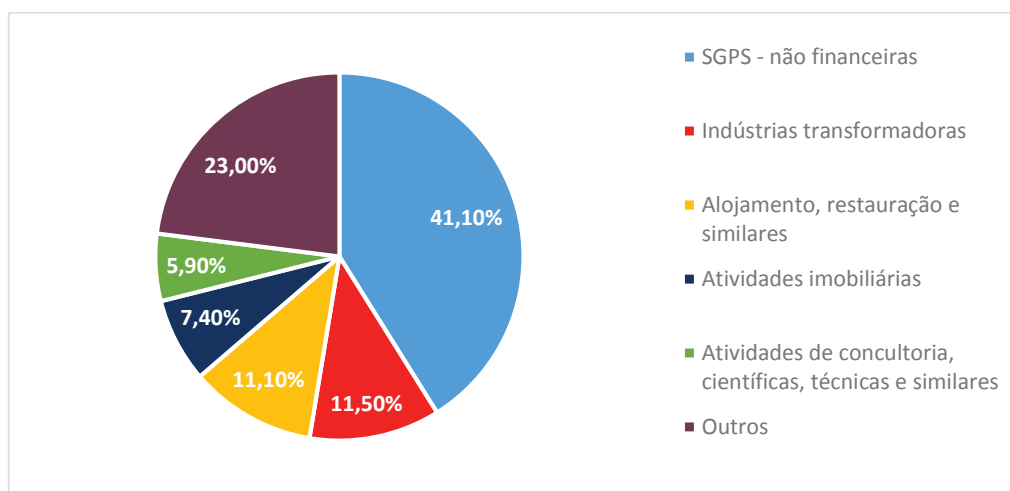
¹³⁷ *Idem*.

¹³⁸ *Ibidem*, p. 19.

Gráfico 4

Distribuição de valor investido por fases de entrada de capital de risco nas empresas em 2014.

Fonte: Relatório sobre atividade de CR 2014 - CMVM.



Historicamente, a evolução proporcional do investimento por fases corresponde às seguintes características (baseado no **Gráfico 5**):

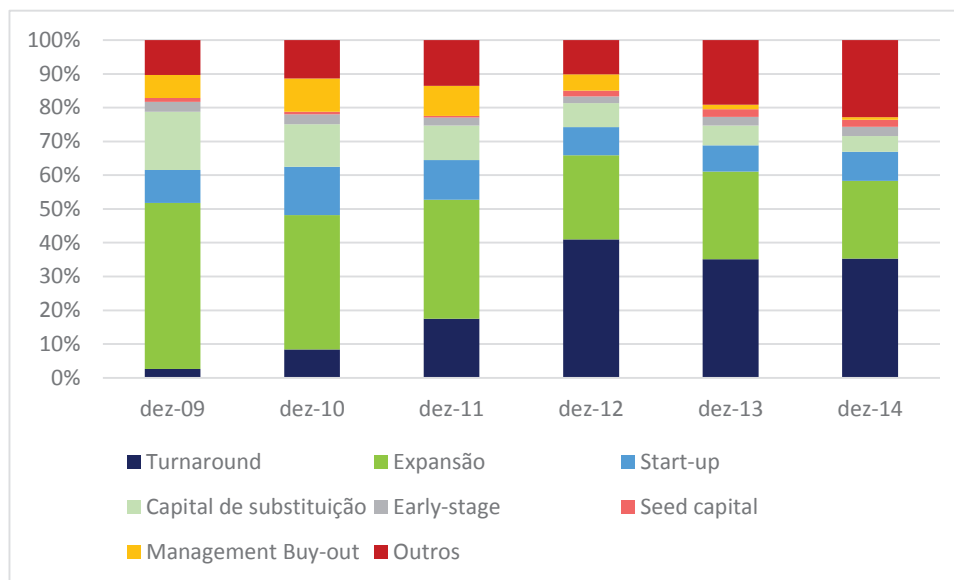
1. Desde 2007 até 2014, existe um crescimento significativo de investimento com o objetivo de renovar/relançar negócios (designado por *turnaround*) que ganhou imenso espaço no mercado de CR português.
2. Dentro das fases que formam o chamado *VC* (*seed capital, early-stage, e start-up*), verificou-se um decréscimo significativo na sua relevância em termos de volume total investido a cada ano.

Este último ponto sugere que o mercado de *VC* teve, nestes últimos anos, uma menor expressão, um pouco em contraciclo com a popularidade que este sector e modalidade têm vindo a ganhar.

Gráfico 5

Evolução do investimento por fase nas empresas entre 2009 e 2014.

Fonte: Relatório sobre atividade de CR 2014 - CMVM.



2.1.2. Representatividade dos investidores nas empresas investidas

Outra análise presente no relatório da CMVM de 2014 diz respeito ao investimento líquido que “*resulta da diferença entre as aquisições e as alienações de ações, quotas e unidades de participação de FCR*”¹³⁹, ou seja, total investido deduzido do total desinvestido. Este valor foi de 29,1 M€¹⁴⁰, sendo que nas SCR o valor foi negativo, sendo cerca de 11,4 M€. Por outro lado, nos FCR o investimento líquido foi de € 40,6 milhões de euros.

O mercado de CR em Portugal apresenta-se bastante concentrado, já que, tendo em conta o total de 139,3 M€ em aquisições, 5,9% destas correspondem a 80,9% do valor total. Assim, conclui-se que este “*caracterizou-se por um elevado número de operações de baixo valor e por um pequeno número de operações que corresponderam a uma percentagem muito significativa dos valores adquiridos e alienados*”¹⁴¹.

Como já foi referido¹⁴², normalmente o investimento por CR não se encontra associado a apenas uma transferência de capital para a empresa participada: é bastante comum existir uma

¹³⁹ *Ibidem*, Pág. 19.

¹⁴⁰ Valor visivelmente inferior ao do ano de 2013, que foi de € 159,5 milhões, segundo análise COMISSÃO DE MERCADO E VALORES MOBILIÁRIOS – Relatórios Anuais sobre a atividade de Capital de Risco. CMVM, 2014, p. 21.

¹⁴¹ *Ibidem*, p. 20.

¹⁴² *Vide* p. 5.

intervenção na gestão da empresa de forma a garantir que são tomadas as melhores decisões para a maximização do valor da empresa. A esta abordagem dá-se o nome de *hands-on*¹⁴³. Para que possa haver este tipo de comportamentos, é necessário que seja atribuído o controlo maioritário. Assim, em 2014, 19,8% das participações em capital social (tanto de SCR como de FCR) atribuíam controlo maioritário.

Cerca de 61% do investimento, correspondentes a 484 participações, dizem respeito a participações inferiores a 30%. Por outro lado, verificou-se que em 92 sociedades participadas, as participações correspondiam a mais de 80% do capital. Assim, os números permitem verificar que nas empresas financiadas por VC em Portugal, é bastante comum a aplicação da filosofia *hands-on*¹⁴⁴.

2.1.3. Duração do investimento

O relatório analisa também o tempo de duração do investimento nas empresas participadas. O art. 10.º n.º 1 c) do RJCR, aprovado pela L n.º 18/2015, de 4 de março¹⁴⁵ limita o tempo de participação das sociedades de CR, dos fundos de CR e dos ICR a 10 anos. No entanto, o mesmo art. no seu n.º 5 al. b) dispõe que a CMVM, mediante requerimento fundamentado e desde que tal não prejudique o mercado ou os seus participantes, pode prorrogar o tempo limite.

Assim, apenas 8,2% do total de participações, correspondente a 5,3% do investimento em CR são detidas por mais de 10 anos (que em 2014 englobavam apenas 61 participações). A detenção até quatro anos corresponde a 57,1% dos casos, tendo havido um decréscimo face a 2013 (que representava 50,7% das participações), sendo o valor destas participações de 26,6%.

Comparando o tempo de investimento entre FCR e SCR, verificamos que os FCR têm tendência a permanecer menos tempo em carteira, já que cerca de 31,7% dos investimentos ocorrem entre os 0 e os 2 anos (para o mesmo período, apenas 4,9% do valor são detidos pelas SCR). Por outro lado, nas SCR, os investimentos tendem a prolongar-se durante 10 anos na maioria dos casos, correspondendo a 24,1% das participações (comparativamente, no caso dos

¹⁴³ Relatório de Capital de Risco CMVM 2014, p. 24. Vide também ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DE DESENVOLVIMENTO, INSTITUTO DE APOIO ÀS PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS E À INOVAÇÃO – **ABC do Capital de Risco**, 1ª ed. APCRI, 1999, pp. 38-39, onde podemos encontrar a distinção entre uma abordagem *hands-on* e *hands-off*. Resumidamente, estará em causa a intensidade com que o investidor participa na empresa, nomeadamente se será mais ativo ou mais ausente.

¹⁴⁴ *Ibidem*, p. 22.

¹⁴⁵ “1 - Às sociedades de CR, aos investidores em CR e aos fundos de CR é vedado:

c) O investimento em CR, por período de tempo, seguido ou interpolado, superior a 10 anos; (...)”.

FCR este valor desce para 5,2%). Ver **Quadro 1** abaixo onde se compara o período de detenção entre FCR e SCR.

Quadro 1

Período de Detenção das participações em capital Social, entre SCR e FCR durante 2014.

Fonte: Relatório sobre atividade de CR 2014 - CMVM.

Período de detenção (anos)	SCR			FCR			Total		
	Nº Participações	% Part.	% Valor	Nº Participações	% Part.	% Valor	Nº Participações	% Part.	% Valor
[0-2[	24	20,7	4,9	267	42,2	31,7	291	38,9	23,9
[2-4[	28	24,1	14,4	108	17,1	9,7	136	18,2	11,1
[4-6[	18	15,5	61,7	102	16,1	21,8	120	16,0	33,5
[6-8[	10	8,6	3,2	81	12,8	24,1	91	12,2	17,9
[8-10[	8	6,9	3,2	41	6,5	10,5	49	6,6	8,3
>=10	28	24,1	12,6	33	5,2	2,3	61	8,2	5,3
Total	116	100	100	632	100	100	748	100	100

2.1.4. Desinvestimento

Quanto aos dados relativos ao desinvestimento, o objeto de estudo deste trabalho, em 2014 realizaram-se 310 operações de desinvestimento, tendo sido alienadas participações de 148 sociedades, realizadas por 13 sociedades diferentes¹⁴⁶. As principais estratégias de desinvestimento foram as operações de *buy-back*, vendas a terceiros e *write-off*, correspondendo a 60,5% das operações de desinvestimento. Por outro lado, continua a haver uma ausência total da forma de OPI, tal como tinha acontecido nos anos anteriores. É interessante verificar que cerca de 11,6% das participações tinham um valor superior a 2,5 M€, valor mínimo para entrada no *Alternext*¹⁴⁷, logo não serão a dimensão das participações a desencorajar a opção por este desinvestimento¹⁴⁸.

A comparação entre estratégias de desinvestimento em Portugal será efetuado com maior pormenor na Secção II de análise ao *Yearbook* de 2015 da *EVCA*.

Análise de mercado de desinvestimento

O retorno financeiro de um investimento, calculado no momento do desinvestimento, tem por base duas fórmulas de cálculo: valor em carteira ou valor de aquisição. O valor em

¹⁴⁶ *Ibidem*, p. 24.

¹⁴⁷ Tal como consta do Regulamento de 20 de novembro de 2015, Disponível em <https://www.euronext.com/pt-pt/regulation/alternext>.

¹⁴⁸ Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco, 2014, Ob. Cit. p. 24.

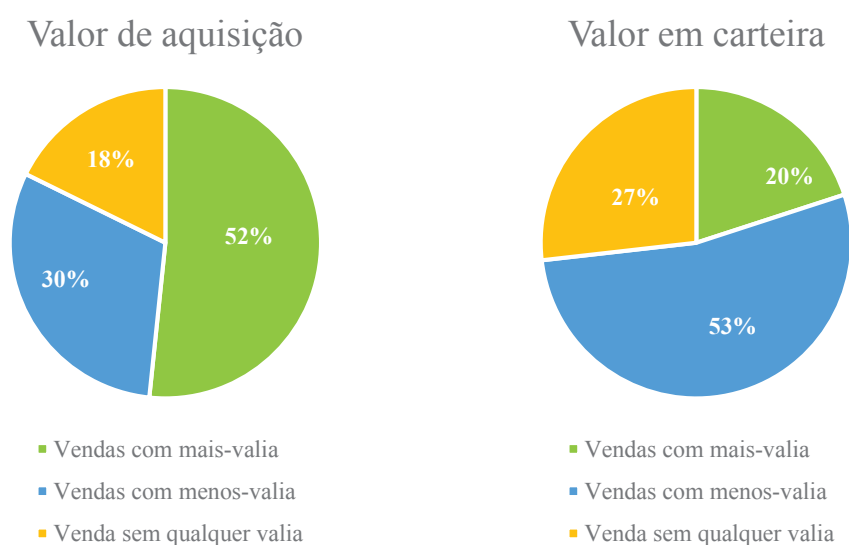
carteira representa o valor atual e realizável líquido da participação. Em contrapartida, o valor de aquisição foi o valor pelo qual o investidor adquiriu a participação¹⁴⁹.

Quanto ao valor em carteira, no ano de 2014 cerca de 30,6% das operações de desinvestimento resultaram em menos valias. Por outro lado, as mais-valias ocorreram em 51,6% dos desinvestimentos¹⁵⁰. Ver **Gráfico 7**, abaixo.

Gráfico 7

Distribuição do desinvestimento em função das valias obtidas na transação comparando 2 perspectivas – valor de aquisição e valor de carteira.

Fonte: Relatório sobre atividade de CR 2014 - CMVM.



Considerando o valor de aquisição do ativo, os resultados alteram-se. Assim, as mais-valias resultaram em 42,6 M€ e ocorreu em apenas 20,0% das operações. As operações com menos valia ocorreram em 53,2% dos casos, atingindo o valor de 79,8 M€. As operações sem qualquer valia foram de 26,8%¹⁵¹.

Tendo em conta os resultados obtidos pelos dois métodos de cálculo do retorno das operações de desinvestimento, verificamos que quando comparamos com o preço de custo registamos menos mais-valias do que com o preço em carteira, o que significa que geralmente o valor investido inicialmente desvaloriza durante o período em que a participação é detida pelo investidor. O investimento inicial está geralmente valorizado em relação ao justo valor da participação mas não ao valor investido.

¹⁴⁹ Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco, 2013, Ob. Cit. p. 32.

¹⁵⁰ *Ibidem*, p. 28.

¹⁵¹ *Ibidem*, p. 24.

Relativamente às fases de investimento e tendo por base o preço de aquisição, as fases de *start-up* e *seed capital* apresentam menos valias de 22,2 M€¹⁵².

2.1.5. Conclusões

Concluindo, podemos verificar que em Portugal no ano de 2014 o CR implica maioritariamente o financiamento via *PE*, sendo o *VC* menos relevante.

Em termos de desinvestimento em CR, a estratégia mais comum é de venda a terceiros, nomeadamente da mesma indústria, sendo que a saída através de oferta pública inicial continua a ser inexistente.

Verifica-se também que as SCR e as FCR apresentam menos valias potenciais que poderão não estar relacionadas apenas com más decisões de investimento mas também com a conjuntura macroeconómica e, ainda, o facto de este tipo de investimento ser bastante recente. Este facto leva a que a mais-valia ainda não tenha a possibilidade de estar criada, revelando-se do maior interesse o acompanhamento da evolução destes valores nos anos vindouros.

¹⁵² *Ibidem*, p. 25.

2.2. Análise Comparativa a Nível Internacional

O mercado de *VC* apresenta diferentes características quando se compara EUA e Europa. De facto, conseguimos encontrar algumas disparidades dentro do próprio contexto europeu que relevam analisar. Assim, iremos seleccionar a magnitude de investimento e os resultados obtidos por investidores e investidos.

De facto, enquanto o sistema europeu é geralmente caracterizado como *bank-based*, ou seja, o investimento e financiamento encontram-se centrados fundamentalmente no mercado bancário, nos EUA o sistema denomina-se de *market-based*, pois os intervenientes procurarão financiamento e investimento diretamente nos mercados financeiros, sobretudo nas bolsas de valores, sem recurso a intermediários financeiros¹⁵³.

Isto será também relevante para o desinvestimento nas empresas de *VC*, já que a passagem para o mercado não será tão frequente¹⁵⁴. No entanto, nos últimos anos, tem-se vindo a verificar alguma convergência entre os mercados europeu e norte-americano, sendo que as empresas financiadas por *VC* têm revelado cada vez mais semelhanças¹⁵⁵.

Uma das questões mais relevantes para esta análise é se estas diferenças poderão ter influência na própria aplicação do *VC* em Portugal e na Europa, ou seja, se o facto de não haver uma transação simples para os mercados financeiros poderá afetar a própria decisão de investir. Como já foi referido, o desinvestimento e as formas como este se poderá processar são o ponto de enorme importância na rentabilidade de um projeto de *VC*; assim, se as formas de desinvestimento não se revelarem interessantes, pode nunca chegar a haver investimento. Poderá ser esta a explicação para os números pouco significativos de investimento no nosso país?

De facto, através da análise do *VC* nos EUA a que procederemos *infra*, conseguimos perceber que a OPI é o objetivo primário do investimento, logo é a forma de desinvestimento por excelência¹⁵⁶. A questão que se coloca é se num mercado que não se apresenta favorável ou em que não ocorram *IPO*, o investimento em *VC* não será atrativo?

¹⁵³ Consistem em entidades cuja função é de ligar a oferta e a procura de fundos, diminuindo assimetrias informativas e custos de transação – *Vide* RUTE SARAIVA, Ob. Cit., pp. 241 ss.

¹⁵⁴ Tanto em Portugal, como verificámos *supra*, como noutros países, seguindo a lógica apresentada na 1.ª parte da nossa exposição e que iremos verificar *infra*.

¹⁵⁵ ARMIN SCHWIENBACHER Ob. Cit., p. 2.

¹⁵⁶ *Vide* ARMIN SCHWEINBACHER Ob. Cit.

2.2.1. – II. Análise Internacional ao *Yearbook 2015* – Dados Públicos da *EVCA*

Desinvestimento em Portugal de 2007 a 2014

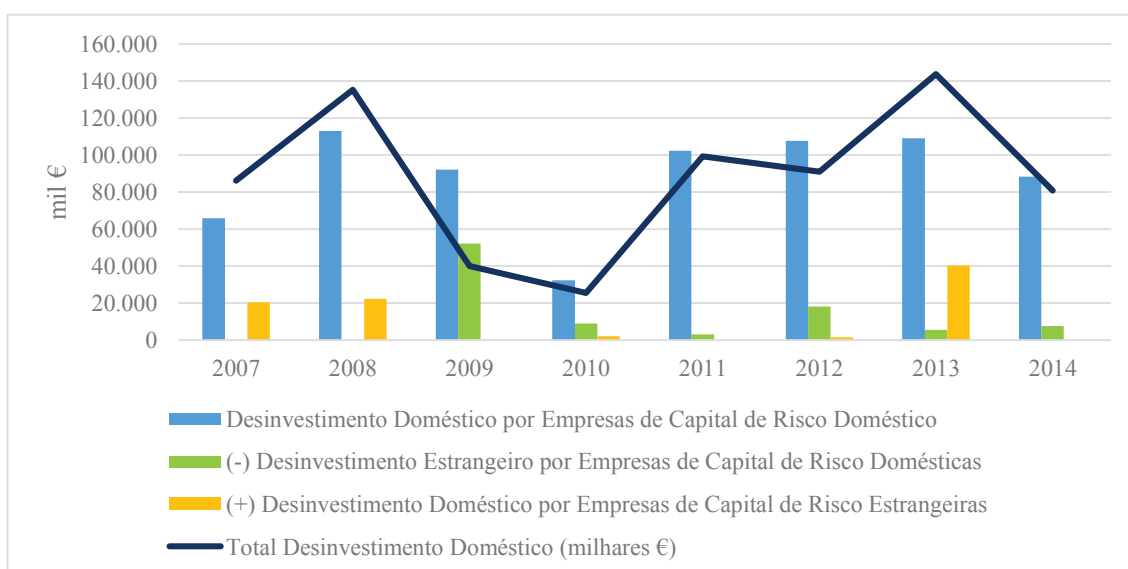
Entre 2007 e 2014, o contexto económico português deteriorou-se com um programa de resgate financeiro e uma crise da dívida pública, influenciado pelo sistema monetário instável vivido dentro do mercado da moeda única europeia.

Em termos de montantes totais de desinvestimento de CR por empresas domésticas portuguesas durante o período de 2007 a 2014, verificamos algumas oscilações principalmente em 2010, como podemos observar no **Gráfico 8** abaixo.

Gráfico 8

Total Desinvestimento por Empresa Domésticas em Portugal – análise entre 2007 e 2014.

Fonte: Dados públicos disponibilizados pela *EVCA* no relatório *Yearbook 2015*.



Decorrente dos valores apresentados no Gráfico 8, podemos concluir que:

1. Existe pouca representatividade de empresas de VC estrangeiras no desinvestimento durante o período observado – apenas em 2013 se observou um valor significativo de desinvestimento estrangeiro no mercado nacional.
2. Verificou-se uma grande quebra nos montantes desinvestidos nos anos de início da crise (2009 e 2010). Este fenómeno poderá ser explicado pelo facto das empresas investidas se encontrarem desvalorizadas, fruto do contexto macroeconómico desfavorável. Assim, os investidores de VC poderão ter procurado adiar o desinvestimento, aguardando por um mercado mais positivo de forma a obter maiores retornos.

Corroborando essa análise, em 2009, as empresas de *VC* portuguesas desinvestiram volumes recorde nos mercados estrangeiros, o que se pode dever a uma tentativa de obter retornos noutras mercados, graças à debilidade do mercado português.

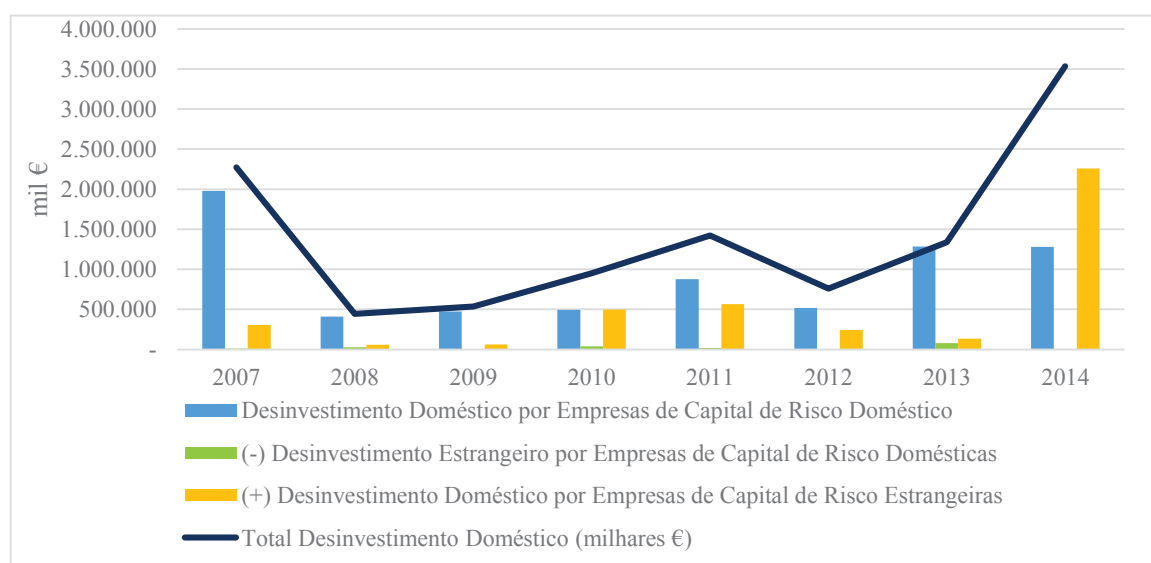
Desinvestimento em Espanha de 2007 a 2014

Já no mercado de *VC* em Espanha, verificamos que o valor de desinvestimento tem vindo a aumentar nos últimos anos. É também de salientar o facto de os valores totais de desinvestimento serem bastante superiores aos apresentados em Portugal (numa proporção de 44 vezes superior ao mercado português de desinvestimento em 2014), o que se justificará por estar em causa um mercado empresarial de maiores dimensões (ver **Gráfico 9** abaixo).

Gráfico 9

Total Desinvestimento por Empresa Domésticas em Espanha – análise entre 2007 e 2014.

Fonte: Dados públicos disponibilizados pela *EVCA* no relatório *Yearbook 2015*.



É interessante denotar dois padrões nos valores de desinvestimento:

1. Os valores de desinvestimento estrangeiro por empresas sediadas em Espanha são pouco significativos, o que denota que as empresas estão bastante focadas no mercado nacional.
2. Em 2014, o desinvestimento por empresas de *VC* estrangeiras superou o das nacionais, ultrapassando os 2.000 M€ desinvestidos, e em quase 1.000 M€ em relação às empresas de *VC* domésticas.

3. Também em Espanha, parece que a crise europeia da dívida afetou significativamente o mercado, principalmente entre 2008 e 2012.

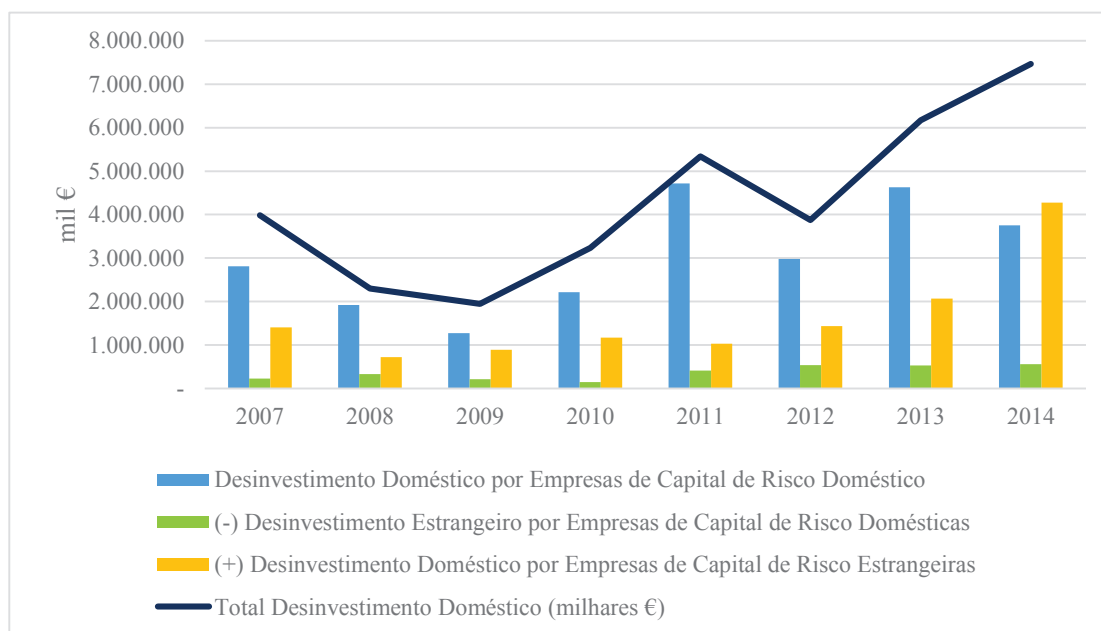
Desinvestimento em Alemanha de 2007 a 2014

No que toca ao mercado de desinvestimento na Alemanha, podemos verificar, através do **Gráfico 10** que existiu durante vários anos uma quebra no valor desinvestido por empresas domésticas mas que a partir de 2009, o ponto mais baixo verificado, houve recuperação no montante desinvestido, tendo-se observado em 2014 o seu maior crescimento.

Gráfico 10

Total Desinvestimento por Empresa Domésticas na Alemanha – análise entre 2007 e 2014.

Fonte: Dados públicos disponibilizados pela *EVCA* no relatório *Yearbook 2015*.



Uma vez mais podemos observar dois padrões:

1. As empresas domésticas têm uma evolução crescente nos montantes desinvestidos.
2. As empresas de *VC* estrangeiras representavam constantemente 50% das congéneres alemãs mas, à semelhança do mercado Espanhol, em 2014 as empresas estrangeiras ultrapassaram em volume o montante desinvestido no mercado.

Desinvestimento em França de 2007 a 2014

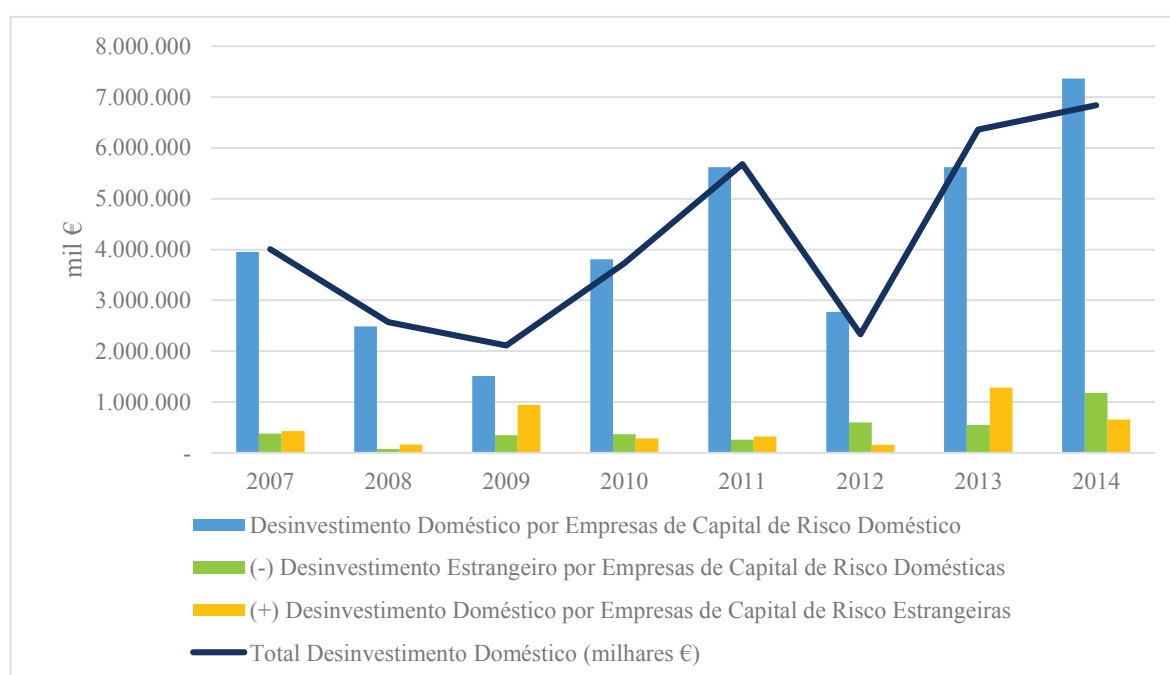
Em França, e observando o **Gráfico 11**, os principais padrões verificados são:

1. Os valores de desinvestimento estão espelhados por duas vias – as empresas estrangeiras de VC têm baixos montantes desinvestidos e as empresas nacionais de VC valores baixos de desinvestimento no estrangeiro. Este indicador parece relevar que o mercado francês de VC é muito fechado e extremamente nacionalista, ainda que não estejamos aqui a olhar para o lado do investimento.
2. As maiores quebras são verificadas em 2009 e 2012, com um padrão de crescimento diferente dos demais países europeus analisados.

Gráfico 10

Total Desinvestimento por Empresa Domésticas em França – análise entre 2007 e 2014.

Fonte: Dados públicos disponibilizados pela EVCA no relatório *Yearbook 2015*



Desinvestimento no Reino Unido de 2007 a 2014

É interessante analisar os dados do mercado do Reino Unido de VC. Segundo o **Gráfico 12** abaixo, poderemos realçar alguns padrões:

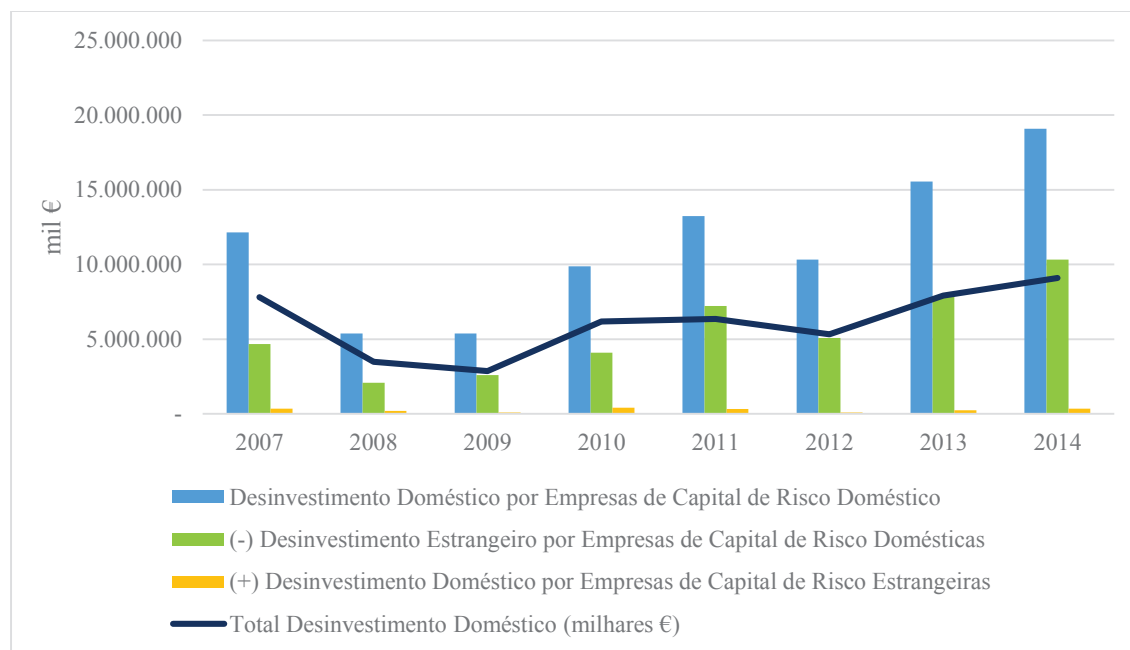
1. Os montantes de desinvestimento em mercados estrangeiros é bastante relevante, o que sugere uma maior maturidade das empresas de VC britânicas.
2. Quanto aos valores de desinvestimento totais, podemos verificar que estes se têm mantido estáveis ao longo dos anos, o que é mais um indício de que o mercado de

VC no Reino Unido se apresenta já mais sólido e maduro, não tendo sido afetado por crises externas.

Gráfico 10

Total Desinvestimento por Empresa Domésticas no Reino Unido – análise entre 2007 e 2014.

Fonte: Dados públicos disponibilizados pela EVCA no relatório *Yearbook 2015*.



2.2.1.1. Estratégias de Desinvestimento – análise comparativa 2013 e 2014

Numa análise às estratégias de desinvestimento entre países da Europa nos anos de 2013 e 2014, atendendo à análise de dados no **Gráfico 11**, que relaciona a percentagem do valor de aquisição de cada estratégia no valor total de desinvestimento, podemos verificar que:

1. A estratégia de *trade sale* é o tipo de saída mais comum à exceção de Portugal, onde a venda à equipa de gestão se apresenta dominante nos dois anos analisados (2013 e 2014).
2. São também bastante comuns em Espanha, França e Alemanha, as vendas a outras empresas de CR, ao contrário do que acontece em Portugal, o que sugere que não há grande reforço de investimento por via de *private equity* no mercado português.
3. Podemos verificar também uma quase ausência de transações de OPI, que se encontra de acordo com o que temos vindo a analisar, sendo um tipo de desinvestimento pouco comum no mercado Europeu.
4. Para além deste ponto, podemos ainda verificar que existe um elevado número de *writte-off* (na ordem dos 10%-30%). Tendo em conta o que já referimos sobre este

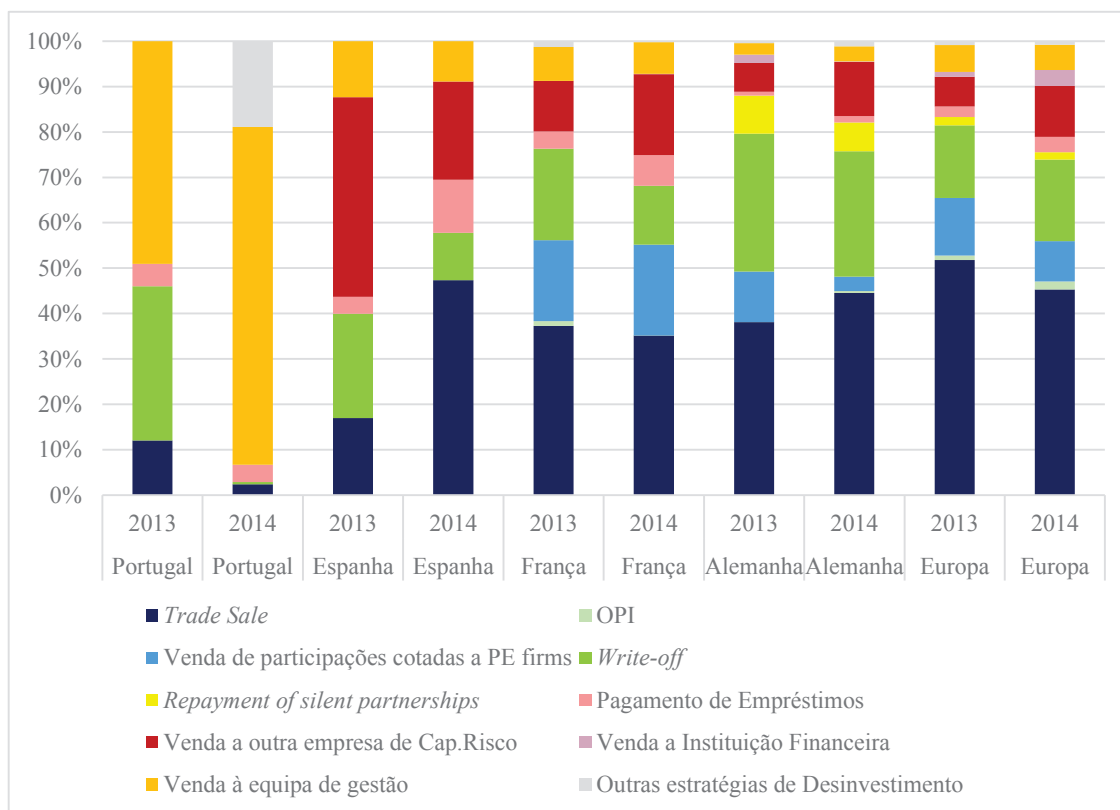
tipo de desinvestimento, consistindo na solução da dissolução sem que haja retorno adicional¹⁵⁷, na maioria destes casos representam ineficiências do mercado de *VC* pela perda do valor investido na totalidade. Neste ponto, é importante referir que em 2014 em Portugal, o número de *write-off* foi bastante baixo, nomeadamente face a 2013 e aos restantes países em análise, o que é um ponto bastante positivo.

Numa análise meramente geográfica, comparando a divisão de estratégias no mercado português com outros países europeus, denotamos que o mercado de VC em Portugal se diferencia das restantes pelo facto de apresentar como estratégia de desinvestimento principal a venda à equipa de gestão, enquanto que nos restantes países analisados, é dada prevalência à *trade sale*.

Gráfico 11

Comparação de estratégias de desinvestimento entre países europeus em análise – 2013 e 2014 - % do desinvestimento anual por base de valor de aquisição (milhares €).

Fonte: Dados públicos disponibilizados pela *EVCA* no relatório *Yearbook 2015*.



¹⁵⁷ Vide p. 15.

2.2.2. – III. Análise de dados estatísticos referentes aos EUA

2.2.2.1. Investimento no mercado de VC nos EUA

Com base no *Yearbook 2015*¹⁵⁸, procederemos agora à análise dos dados de investimento para o mercado de VC nos EUA.

No **Gráfico 12**, podemos observar a evolução dos valores investidos a nível absoluto (barras) e em nível relativo (linhas) para cada fase de investimento:

1. Ao nível absoluto, os valores investidos para empresas de VC em 2014 eram de 50.836 M\$. Historicamente, verificamos que houve um pico de valores investidos neste mercado até à crise do *Dotcom*¹⁵⁹, quando o valor total foi de 104.998 M\$ (100% acima do valor do ano anterior – 1999 – e também de 2014, o melhor ano no montante global anual desde 2000).
2. Analisando as fases de investimento de VC preferidas nos EUA, verificamos que existe uma tendência maioritária para o investimento na fase de expansão. Ainda assim, este comportamento parece ter sido afetado pela crise tecnológica de 2000, já que ocorre um desvio de grande parte do capital de VC para a fase mais avançada – *later stage*. Este aumento de proporção verificado sobretudo entre 2004 a 2007 parece evidenciar a tentativa de assegurar em parte o investimento em empresas mais estabelecidas no mercado e minorar o risco de perdas financeiras em empresas menos maturadas.

Nos últimos anos, o padrão de investimento tem vindo a melhorar e está em crescimento desde 2009 (valores absolutos). A fase que mais se destacou foi a de *early stage*.

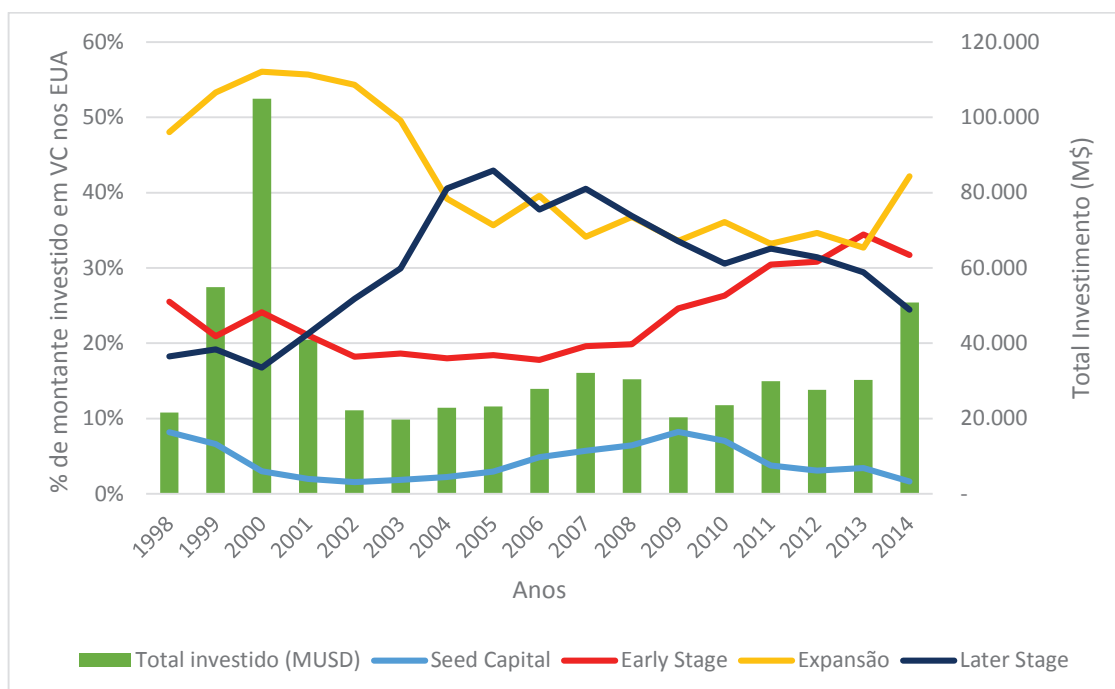
¹⁵⁸ NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – “*Yearbook 2015*”. Thomson Reuters, 2015.

¹⁵⁹ Vide sobre o tema em <http://www.forbes.com/sites/mikepatton/2015/02/24/the-coming-financial-bubble-why-it-may-be-the-worst-of-all/#42985ec35075>.

Gráfico 12

Total montante de investimento e fases de investimento de CR nos EUA – análise entre 1998 e 2014 – Milhões \$.

Fonte: Dados públicos disponibilizados pela NVCA no relatório *Yearbook 2015*.



2.2.2.2. Desinvestimento no mercado de VC nos EUA

À semelhança da análise efetuada para os países europeus, impõe-se uma análise histórica dos montantes desinvestidos (valores de venda) para os dois principais tipos de investimento apresentados no *Yearbook 2015* da NCVA¹⁶⁰. É sem dúvida ao nível do desinvestimento que o mercado de VC nos EUA parece oferecer indicadores mais díspares dos europeus.

Em 2014 o valor total desinvestido materializou-se em transações que totalizaram \$ 168.131 milhões, repartidos por 121.131 M\$ em transações tipo OPI e 47.465 M\$ em transações tipo *M&A*. À taxa média de câmbio entre a moeda euro (EUR) e o dólar americano (USD) durante 2014 - 0,75354 EUR por 1 USD¹⁶¹ – chegamos ao montante global de 223.739 M€ no ano de 2014 (160.749 M€ em OPI e 62.989 M€ em *M&A*).

¹⁶⁰ A NVCA apresenta os seus dados de estratégia de desinvestimento em dois tipos distintos: como *IPO* (segundo definição do relatório publicado, empresas com ofertas públicas iniciais, com investimento de um fundo ou sociedade de VC doméstica) ou por via de transações de *M&A* (a mesma engloba, segundo definição do relatório publicado, as chamadas *trade sales* e as típicas transações *M&A* nos mesmos moldes do mercado Europeu). Cfr. NCVA - *Yearbook 2015*, p. 75.

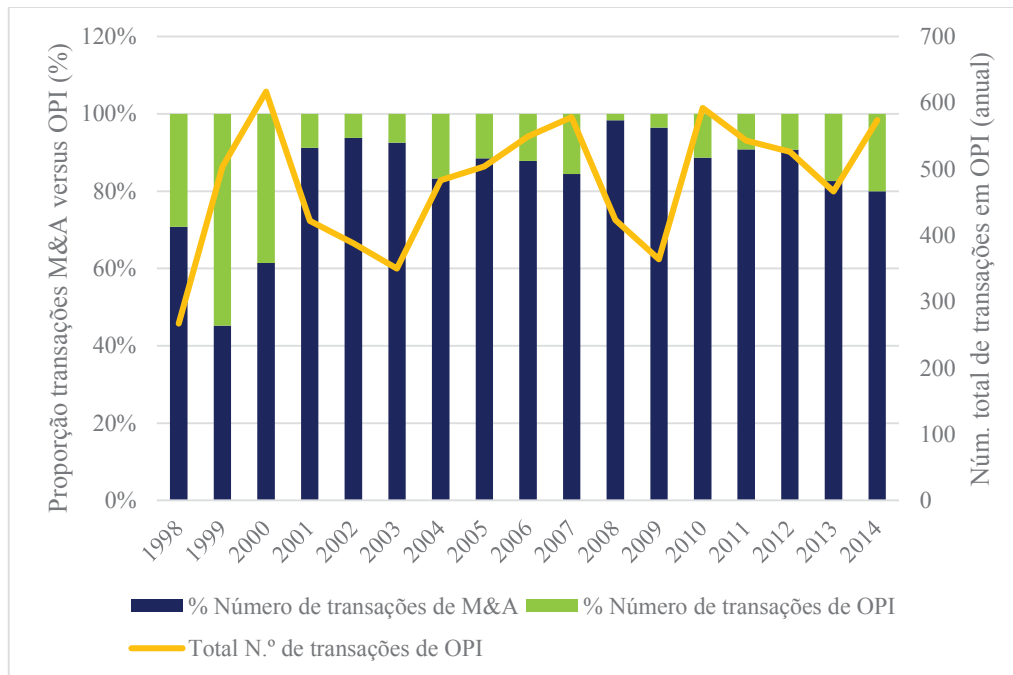
¹⁶¹ Preço médio de venda durante o ano de 2014. Vide <https://www.oanda.com/lang/pt/currency/average> às 22h00 de 20 de maio de 2016.

No **Gráfico 13** abaixo encontramos um reporte do n.º de transações ocorridas para estas duas estratégias de investimento, entre 1998 e 2014, em valores absolutos e relativos.

Gráfico 13

Número de transações de OPI e *M&A* no mercado de CR dos EUA – entre 1998 e 2014.

Fonte: Dados públicos disponibilizados pela *NVCA* no relatório *Yearbook 2015*.



Desta análise poderemos retirar as seguintes conclusões:

1. Os anos em que houve um maior número de transações de OPI e *M&A*, corresponde, geralmente, nos anos antecedentes ou no próprio ano, das grandes crises globais ou financeiras: em 2000, aquando da crise do *Dotcom* e novamente em 2007, antes da crise do *Subprime*. Adicionalmente, em 2010 e 2014 voltaram a verificar-se novos picos no número de transações, atingindo o valor de 600 operações relevantes.
2. Ao aumento do número de transações, segue-se uma especial quebra de OPI e *M&A*, coincidindo com o fim de cada crise. Pode-se assim concluir que uma recente crise financeira ou bolsista poderá ser um dos fatores que afeta no curto-médio prazo a estratégia de saída escolhida pelas investidores e empresas investidas.
3. Historicamente, o número de transações *M&A* é bastante superior ao n.º de OPI sendo, mostrando-se assim um tipo de desinvestimento extremamente comum no mercado de *VC* americano.

Após a leitura desta informação, existe a necessidade de analisar, para além das maiores estratégias de desinvestimento nos EUA acima analisadas, a relevância que os *write-offs* de empresas investidas – que significam a perda total ou parcial do montante investido – representam para o mercado de *VC*.

Não existindo dados específicos fornecidos pela NCVA sobre este tema, recorreu-se à análise de dados efetuada pelo *Center Venture Research (CVR)*, onde, da recolha de informação efetuada entre 2007 e 2011, se retira que, em média, 29% dos desinvestimentos neste período eram respeitantes a *write-off*. Também CUMMING e MACINTOSH¹⁶² concluem que o valor médio de *write-off* será de 29% do mercado de *VC* norte-americano, na sua análise ao mercado de *VC* dos EUA e Canadá entre 1993 e 1996.

Fazendo a comparação com o mercado europeu, verificamos que, segundo a *EVCA*¹⁶³, entre 2007 e 2014, a média de ocorrência de *write-off* se situa nos 22% das transações, valor abaixo mas similar ao verificado nos EUA.

Ao nível de transações de OPI registadas nos dois países, verificamos que apenas 90 operações ocorreram em toda a Europa durante 2014, sendo que nos EUA foram efetuadas 215 operações no mesmo período (sendo que no mercado português não existiu nenhuma transação entre 2007 e 2014).

Relativamente à nossa questão prévia a esta análise, podemos concluir que as diferenças entre os mercados se apresentam bastante marcadas. De facto, o desinvestimento revela-se totalmente oposto, passando de um contexto em que é praticamente inexistente o lançamento das empresas participadas no mercado¹⁶⁴, para um mercado em que esta estratégia se apresenta dominante. Se compararmos o mercado português com o norte-americano, a disparidade revela-se ainda mais gritante, devido à total ausência de OPI.

Complementarmente a este fator, e, talvez comprovando a importância de boas opções de desinvestimento, foi também possível observar uma grande disparidade nos valores de investimento, assim como nos valores em causa. Contudo, é importante ter em mente que a dimensão dos mercados em análise não é propriamente equivalente, mas mesmo comparando com a Europa, as diferenças mantêm-se, o que revela que, de facto, estamos perante sistemas muito diferentes. A exceção a apontar será eventualmente o Reino Unido, mercado que se apresenta mais próximo do mercado norte-americano (como analisámos *supra*).

¹⁶² DOUGLAS CUMMING, JEFFREY MACINTOSH, Ob. Cit., p. 36.

¹⁶³ Vide http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version_final.xlsx.

¹⁶⁴ Ocorrência que já se revelou de relativa importância, como analisámos *supra*, apesar de não ser uma opinião unânime.

3. *Going public* (desinvestimento segundo OPI)

Tendo em conta a relevância dada ao desinvestimento através de OPI em países como os EUA, a sua grande expressão e os números bastante reduzidos em Portugal e na generalidade de Europa, cumpre tecer algumas considerações sobre esta figura de modo à compreensão de tal disparidade verificada.

LERNER¹⁶⁵ apresenta um conjunto de vantagens e desvantagens na realização de um OPI, nomeadamente:

- Permite acesso a capital e a mais fontes de financiamento - *VC* deixa de ser suficiente a partir de um certo ponto pois está mais associado a investimentos iniciais, à primeira entrada de capital. Para permitir a continuação da entrada de fundos serão necessárias novas fontes. Além disso, é importante ter em mente que estamos a falar de sociedades e fundos especificamente criados para este tipo de investimentos, o que significa que, como forma de diminuir o risco, haverá diversificação. Desta forma, o capital não é investido na totalidade no mesmo destinatário – geralmente não são investidos mais de 10% ou 15% na mesma empresa¹⁶⁶;
- Maior liquidez para ações da empresa - ter em atenção um dos maiores problemas dos OPI: os mercados reagem ao facto de estar a ocorrer uma saída, pensando que algo está errado com a firma e perdendo assim o interesse no investimento. Esta é uma das razões que leva a que, nomeadamente na Europa, ocorram vendas internamente (como *MBO*);
- Vantagens fiscais;
- Estatuto e visibilidade da empresa: os requisitos de entrada no mercado são bastante rigorosos, como iremos analisar. Assim, quando se verifica que uma empresa se torna pública, cria-se uma imagem de solidez e estabilidade, permitindo uma boa publicidade;
- Maior flexibilidade num processo de aquisição;
- Gestão mais profissional.

Quanto às desvantagens, podemos apontar:

- Custo (procedimento e manutenção);

¹⁶⁵ LERNER, JOSH; HARYMON, FELDA; LEAMON, ANN - *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. 4ª ed. JOHN WILEY & SONS, INC, 2012.

¹⁶⁶ *Ibidem*, p. 383.

- Diluição e perda de controlo gradual;
- Obrigatoriedade de procedimentos e informações ao nível regulatório;
- Restrições de troca e maior responsabilidade.

A principal desvantagem deste processo é o facto de ser necessária a publicação de informação detalhada e específica. Para tal, são requeridos bastantes custos, recursos e tempo, nomeadamente em termos de *due diligence*, o que pode não compensar face aos ganhos que se irá obter.

Por outro lado, caso o processo de OPI não resulte, pode ser bastante prejudicial para a empresa pois potenciais investidores poderão considerar que há algo a esconder ou que a empresa não será suficientemente atrativa.

OPI ou oferta pública inicial em Portugal

Como indica PAULO CÂMARA¹⁶⁷, as ofertas públicas em geral caracterizam-se por apresentarem uma fase pré-contratual muito complexa, “*mostrando-se mais pragmático e adequado atuar preventivamente, procurando acautelar uma decisão de investimento ou desinvestimento livre e esclarecida*”. Assim, estas terão uma regulação por parte do supervisor pois os destinatários serão indefinidos, podendo ter menos meios para tomar uma decisão livre e esclarecida e, portanto, necessitarem de maior proteção. O legislador irá assumir que os destinatários da oferta têm um “*défice informativo*”, exigindo por isso que seja apresentada informação para colmatar esse défice¹⁶⁸.

Antes de mais, devemos ter em conta que, para que possa haver oferta pública, teremos de estar perante uma sociedade com capital aberto, podendo suceder quando “*os capitais que os promotores reúnam não sejam suficientes para o exercício da atividade que a sociedade se propõe realizar, tornando-se necessário aliciar outras pessoas para, ponderada a seriedade do projeto, virem participar no mesmo*”¹⁶⁹.

A definição de uma oferta como pública encontra-se nos arts. 109.º e 110.º¹⁷⁰ sendo que o primeiro critério se prende com a indeterminação dos destinatários¹⁷¹. A indeterminação dos sujeitos dependerá, como indica PAULO CÂMARA¹⁷², de dois fatores:

¹⁶⁷ PAULO CÂMARA Ob. Cit.

¹⁶⁸ *Ibidem*, p. 547.

¹⁶⁹ PAULO OLAVO CUNHA Ob. Cit., p. 168.

¹⁷⁰ De ora em diante, os artigos sem indicação de fonte reconduzem-se ao CVM.

¹⁷¹ No n.º 1 deste artigo é definido que será “*pública a oferta relativa a valores mobiliários dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados*”.

¹⁷² PAULO CÂMARA Ob. Cit., p. 548.

- *“Utilização de meios de comunicação que impliquem contacto potencial com o público;*
- *Dirigir-se a pessoas que não são previamente identificadas”.*

Ressalva-se ainda o art. 109.º, n.º¹⁷³, que esclarece que, perante um elevado número de destinatários (existindo uma massificação), considerando-se também uma oferta pública.

Para além disso, deve ainda ser tido em conta o disposto no art. 109.º n.º3 a), que liga o conceito de oferta pública ao conceito de sociedade aberta.

O art. 109.º, n.º 3 b) classifica também como oferta pública a oferta que é precedida de contactos com o público.

Já o art. 109.º, n.º3 c) acrescenta a qualificação como oferta pública a oferta dirigida a pelo menos 150 pessoas que se qualifiquem como investidores não qualificados. Serão investidores não qualificados aqueles que se encontrem fora do âmbito de aplicação do art. 30.º do CVM, ou seja, que não sejam pessoas especialistas no mercado de capitais e não apresentem um conhecimento profundo da matéria em causa, que não tenham fácil acesso a informação de forma a poder tomar uma decisão livre e informada. Neste critério é importante ter em conta que este número não terá qualquer impacto *per se*: caso a oferta seja dirigida a 150 investidores definidos e concretos, a oferta continuará a ser particular.

Concluindo, PAULO CÂMARA¹⁷⁴ alerta para a existência de alguns conceitos indeterminados e para a dificuldade que alguns casos concretos podem suscitar.

A qualificação de uma oferta como pública revela-se da maior importância pois o regime das ofertas públicas apresenta-se de elevada complexidade, já que há uma série de exigências e procedimentos necessários a nível regulatório.

Desde logo, existe a obrigação de envio de documentação à CMVM que incluem *“a deliberação pelos órgãos competentes que comprova a decisão da entrada no mercado, os estatutos do emitente e do oferente, a certidão do registo comercial, os relatórios de gestão e contas e certificação legal de contas dos últimos três exercícios do emitente, o relatório ou parecer do auditor, o código de identificação dos valores mobiliários, o contrato celebrado com intermediário financeiro, contrato de colocação, contrato de fomento de mercado, estabilização e opção de distribuição de lote suplementar e o projeto de prospeto”*¹⁷⁵.

¹⁷³ *“A indeterminação dos destinatários não é prejudicada pela circunstância de a oferta se realizar através de múltiplas comunicações padronizadas, ainda que endereçadas a destinatários individualmente identificados.”*

¹⁷⁴ PAULO CÂMARA Ob. Cit., p. 552.

¹⁷⁵ PEREIRA, JORGE BRITO; COSTA, HUGO - Mercado de Capitais. Policopiado. Faculdade de Economia e Faculdade de Direito Universidade Católica Portuguesa, Mestrado em Direito e Gestão, Ano Letivo 2014/2015.

O prospeto é um dos elementos fundamentais das ofertas públicas, estando previsto nos arts. 134.º e ss., devendo conter várias informações de forma a informar potenciais interessados de todas as condições da oferta¹⁷⁶.

Para além destes requisitos a apresentar perante a CMVM, a admissão em Bolsa também dependerá da aprovação da empresa gestora da Bolsa, que em Portugal é a *Euronext Lisbon*, sendo aplicável o seguinte procedimento: “*requerimento de admissão à negociação, acordo de admissão, estatutos da sociedade e certidão do registo comercial, projeto de prospeto, documentação da sociedade autorizando a emissão, Relatórios de Gestão e Contas auditadas, composição acionista e ainda comprovativo da situação contributiva junto da Segurança Social e da Fazenda Nacional*”¹⁷⁷. Ver **Anexo 1** como exemplo indicativo de calendário no processo de Oferta Pública Inicial.

Em E. FÉLIX *et. al.*¹⁷⁸, são apontadas algumas razões para a fraca presença de OPI em Portugal. Desde logo, o facto de o mercado de capitais não se mostrar atrativo para as PME; por outro lado, a grande difusão de empresas familiares que ainda existe no nosso país e que vai contra a possibilidade de haver dispersão dos capitais; por fim, as questões de informação e transparência da empresa que são exigidas para a entrada no mercado.

¹⁷⁶ Para mais desenvolvimento sobre os requisitos das ofertas públicas, *vide* ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, Ob. Cit., pp. 639 e ss..

¹⁷⁷ JORGE BRITO PEREIRA, HUGO COSTA, Ob. Cit..

¹⁷⁸ *Vide* ELISABETE FÉLIX AA. VV. Ob. Cit., p. 8; Cfr. também Guia Prático Capital de Risco, Ob. Cit., p. 12.

Conclusão

O CR é, ainda, uma área pouco explorada no nosso ordenamento jurídico. No entanto, surgem cada vez mais esforços para contrariar essa tendência. Com efeito, existem casos de sucesso noutros países, nomeadamente nos EUA, promovendo o desenvolvimento do mercado e a criação de novas ideias.

Num contexto histórico em que tanto se fala de empreendedorismo, esta análise revela-se da maior importância, pois demonstra que ainda há muito para ser feito neste campo. Os próximos anos serão cruciais para esta área, já que estão pendentes alguns passos interessantes, como o programa da Comissão Europeia para incentivar o CR¹⁷⁹ e o advento de novas iniciativas como são exemplo a *Start Up Lisboa*¹⁸⁰ e a realização do *Web Summit*¹⁸¹ em Lisboa no decorrer do ano de 2016.

O objetivo desta dissertação é trazer maior relevância bibliográfica a um ponto específico do CR que, em trabalhos anteriores, mereceu menos destaque: o desinvestimento. De facto, como retirámos da exposição apresentada, há um grande enfoque na fase do investimento em CR, na angariação de capitais e na procura de novos negócios. Mas, como procurámos comprovar com este trabalho, a fase de desinvestimento, ou saída, poderá revelar-se ainda mais fulcral, já que, estando o investimento temporalmente limitado, é com grande certeza que podemos afirmar que os investidores estarão focados no futuro e em como poderão desinvestir. Apurámos que a qualidade do processo de desinvestimento pode influenciar o investimento: na presença de um mercado atrativo para a transmissão das participações em capital de risco, haverá um incentivo ao investimento.

Quanto ao desinvestimento em concreto, deparámo-nos com uma grande variedade de teorias e fatores que pretendem explicar o que pode influenciar este momento. Destacamos a duração do investimento, as condições de mercado, o conteúdo e a formulação dos contratos celebrados no investimento, onde destacamos a utilização da *limited partnership*, que se pode revelar interessante em Portugal, mas que implicará uma revisão ao regime jurídico das sociedades em comandita, figura mais próxima no nosso ordenamento. Outros fatores relevantes poderão ser o sistema legal de cada país, incluindo as regras aplicáveis em caso de insolvência, assim como questões culturais e de comportamento dos investidores nos mercados.

¹⁷⁹ Mais informações sobre as medidas em causa em http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/venture-capital-funds/docs/consultation-document_en.pdf.

¹⁸⁰ Vide <http://startuplisboa.com/>.

¹⁸¹ Vide <https://websummit.net/>.

A análise comparativa de dados permitiu-nos comprovar como os mecanismos de *VC* são diferentes em vários países, não só ao nível do investimento mas, também, ao nível do desinvestimento. Foi possível concluir que existe ainda um intervalo de desenvolvimento do nosso mercado de *VC* quando comparado com países como os EUA mas também como o Reino Unido. O que se revela do maior interesse é verificar que a forma de alterar esta realidade poderá passar por um conjunto de ações concretas, como o regime jurídico aplicável ou a própria mentalidade cultural dos intervenientes nos mercados.

Consideramos que esta não será uma tarefa fácil. Com efeito, existem algumas iniciativas que apontámos ao longo do trabalho que poderão ser um primeiro passo, mas tal implicará, provavelmente, alterações de raiz no processo jurídico-social e que demorarão algum tempo a implementar.

Assim, futuramente, será interessante analisar se as mudanças que estão em estudo foram aplicadas e se as mesmas obtiveram resultados positivos para a integração do CR nos mercados financeiros, assim como uma análise mais aprofundada dos regimes jurídicos dos vários países.

Bibliografia

ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, (Coord.) – **Código das Sociedades Comerciais em Comentário**. Coimbra: Almedina. Vol. VI, AA. VV, 2013. Comentado por:

- RAMOS, MARIA ELISABETE – Artigo 465.º, páginas 1037 a 1047;

- DOMINGUES, PAULO DE TARSO – Artigo 468.º, páginas 1057 a 1062.

ARMOUR, JOHN – “*Personal Insolvency Law and the Demand for Venture Capital*”. *European Business Organization Law Review*. Vol. 5 (2004), pp. 87-118.

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DE DESENVOLVIMENTO – **Estudo para Avaliação do Impacto Económico do Capital de Risco em Portugal**. APCRI, 2009. [Consultado em 20 outubro 2015].

Disponível em: http://www.apcri.pt/sites/default/files/APCRI_relatorio_09.pdf.

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DE DESENVOLVIMENTO, IAPMEI - AGÊNCIA PARA A COMPETITIVIDADE E INOVAÇÃO, I.P. – **Guia Prático do Capital de Risco**. APCRI e IAPMEI, 2006. [Consultado em 09 setembro 2015].

Disponível em: <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>.

ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE CAPITAL DE RISCO E DE DESENVOLVIMENTO, IAPMEI - AGÊNCIA PARA A COMPETITIVIDADE E INOVAÇÃO, I.P. – **ABC do Capital de Risco**, 1ª ed. APCRI, 1999.

BIENZ, CARSTEN; LEITE, TORE – “*Pecking order of venture capital exits*”. 2008. [Consultado em 10 setembro 2015].

Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=916742.

BLACK, BERNARD; GILSON, RONALD – “*Venture capital and the structure of capital markets: Banks vs. Stock markets*”. 1998. [Consultado em 20 janeiro 2016].

Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=46909&download=yes.

CAETANO, PAULO ALEXANDRE – **Capital de Risco**. 1ª ed. Coimbra: Actual Editora, 2013.

CÂMARA, PAULO – **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011.

CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES – **Manual de Direito das Sociedades, II Volume – Das Sociedades em Especial**. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2007.

CUMMING, DONALD - “*Contracts and exits in venture capital finance*”. *The Review of Financial Studies*. Washington. 2003, pp. 1947 – 1982. [Consultado em 31 janeiro 2016]. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302695.

CUMMING, DOUGLAS; FLEMING, GRANT; SCHWIENBACHER, ARMIN – “*Legality and Venture Capital Exits*”. *Forthcoming in the Journal of Corporate Finance* (2009). [Consultado em 20 janeiro 2016]. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1502017.

CUMMING, DOUGLAS; MACINTOSH, JEFFREY – “*A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits*”. 2002. [Consultado em 10 setembro 2015]. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=268557>.

CUNHA, PAULO OLAVO – **Direito das Sociedades Comerciais**. 5ª ed., (reimpressão). Coimbra: Almedina, 2012.

DIRECÇÃO DE ESTUDOS, MARKETING E PLANEAMENTO DO BANCO PORTUGUÊS DO ATLÂNTICO – **Sabe o que é? O Capital de Risco**. Edição com colaboração da Sociedade Portuguesa de Capital de Risco, S.A., 1987.

FÉLIX, ELISABETE; ESPERANÇA, JOSÉ; GULAMHUSSEN, MOHAMED; PIRES, CESALTINA – “**Uma análise do mercado de capital de risco português: saídas parciais versus saídas totais**”. 2009. [Consultado em 31 janeiro 2016]. Disponível em: http://www.cefage.uevora.pt/pt/producao_cientifica/working_papers_serie_cefage_ue/uma_analise_do_mercado_de_capital_de_risco_portugues_saidas_parciais_versus_saidas_totais.

FURTADO, JORGE PINTO – **Curso de Direito das Sociedades**. 4ª ed. Coimbra: Almedina, 2001.

GABINETE DE ESTUDOS DA COMISSÃO DE MERCADO DOS VALORES MOBILIÁRIOS – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco. 2014 [Consultado em 16 abril 2016]. Disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg.

GABINETE DE ESTUDOS DA COMISSÃO DE MERCADO DOS VALORES MOBILIÁRIOS – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco. 2013 [Consultado em 10 setembro 2015]. Disponível em: http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg.

GOMPERS, PAUL; LERNER, JOSH - *The Venture Capital Cycle*. 3^a ed. Massachusetts: MIT Press, 2000.

HELLMAN, THOMAS – “*IPOs, Acquisitions and the Use of Convertible Securities in Venture Capital*”. *Journal of Financial Economics*. Vol. 81 (3) (2001), pp. 649-679. [Consultado em 31 janeiro 2016]. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=257608.

LERNER, JOSH; HARYMON, FELDA; LEAMON, ANN - *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. 4^a ed. JOHN WILEY & SONS, INC, 2012.

LEVINE, ROSS – “*Bank-based or Market-based Financial Systems: Which Is Better?*”. 2002. [Consultado em 08 maio 2016]. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w9138>.

LITVAK, KATE – “*Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*”. *The University of Chicago Law Review*. Vol. 79, núm. 1 (2009), pp. 161-218.

MANIGART, SOPHIE *et al.* – “*Determinants of required return in venture capital investments: A five country study*”. *Journal of Business Venturing*. Vol. 17, núm. 4, (2002). [Consultado em 08 abril 2016]. Disponível em: <http://leg.u-bourgogne.fr/images/stories/wp/1020701.pdf>.

MCCAHEY, JOSEPH; VERMEULEN, ERIK – “*Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Competitive, Venture Capital Oriented Business Form*”. *European Business Organization Law Review*. Vol. 5, (2004), pp. 61-85.

MENDES, JOSÉ PEDRO; SOUSA, MIGUEL – “*Private equity in Portugal – An Analysis of the Portfolio Companies’ Operating Performance*”. Lisboa: **Caderno Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários** n.º 45, 2013, pp. 33-51. [Consultado em 10 setembro 2015]. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/BoletimDaCMVM/Documents/CadernosMVM45Artigo2.pdf>.

NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – “*Yearbook 2015*”. Thomson Reuters, 2015. [Consultado em 10 setembro 2015]. Disponível em: <http://mthightech.org/wp-content/uploads/2015/11/NVCA-Yearbook-2015.pdf>.

OLIVEIRA, ORDONHAS GUSTAVO; LOUREIRO, ALEXANDRA MAIA – “*Nota informativa - O Novo Regime Jurídico Do Capital De Risco – O Que Muda Para As SCR?*”. SRS, 2015. [Consultado em 10 setembro 2015]. Disponível em:

http://www.srslegal.pt/xms/files/NEWSLETTERS/Nota_Informativa_-_Novo_Regime_Juridico_do_Capital_de_Risco.pdf.

PEREIRA, JORGE BRITO; COSTA, HUGO - **Mercado de Capitais**. Policopiado. Faculdade de Economia e Faculdade de Direito Universidade Católica Portuguesa, Mestrado em Direito e Gestão, Ano Letivo 2014/2015. [Documento de apresentação].

PEREIRA, MARIA ELISABETE COSTA – “*A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspectiva do Capital de Risco*”, policopiado. **Faculdade de Economia da Universidade do Porto**, 2008. [Consultado em 17 setembro 2015]. Disponível em:

<https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/9198/3/A%20PME%20Portuguesa%20e%20o%20Mercado%20de%20Capitais%20A%20Perspectiva%20do%20Capital%20de%20Risco.pdf>.

POVALVY, STEFAN – ***Private Equity Exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts***. Berlin: Spriger, 2007.

RITTER, JAY.; WELCH, IVO - “*A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations*”. ***The Journal of Finance***. Vol. .57, núm. 4, 2002, pp. 1795-1828. [Consultado em 31 janeiro 2016]. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=296393.

RITTER, JAY – “*Differences between European and American IPO markets*”. ***European Financial Management***. Vol. 9, núm. 4, 2003, pp. 421-434. [Consultado em 31 janeiro 2016]. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/227346837_'Differences_Between_European_and_American_IPO_Markets'.

RITTER, JAY; IBBOTSON, ROGER; SINDELAR, JODY – “*The Market’s Problems With the Pricing of Initial Public Offerings*”. ***Continental Bank, Journal of Applied Corporate Finance***. Vol. 7, núm. 1, 1994, pp. 65-75.

SARAIVA, RUTE - **Direito dos Mercados Financeiros**. 1ª ed. Lisboa: AAFDL, 2013.

SCHMIDT, DANIEL; STEFFEN, SASCHA; SZABÓ, FRANZISKA – “*Exit Strategies of Buyout Investments – An Empirical Analysis*”. 2009. [Consultado em 09 janeiro 2016].

Disponível em:

http://basicversion.cepres.com/Downloads/Publications/Cepres_workingPaper_Exit%20Strategies%20of%20Buyout%20Investment%20-%20An%20empirical%20analysis.pdf.

SCHWIENBACHER, ARMIN – “*Venture Capital Exits*”. 2009. [Consultado em 31 janeiro 2016]. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1367047.

SCHWIENBACHER, ARMIN – “*An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States*”. 2005. [Consultado em 31 janeiro 2016].

Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=302001.

VASCONCELOS, PEDRO PAIS - “O acionista de capital de risco: dever de gestão”. **II Congresso Direito das Sociedades em Revista, AA.VV., Coord. (por) Rui Pinto Duarte; Pedro Pais de Vasconcelos: J. Coutinho de Abreu**. Coimbra: Almedina, 2012. pp. 157-170.

Outros Materiais Consultados:

ALTERNEXT – Regulamentos Alternext. **Euronext**, 2016. [Consultado em 16 março 2016].

Disponível em: <https://www.euronext.com/pt-pt/regulation/alternext>.

CENTER OF PRIVATE EQUITY RESEARCH. Nova Iorque. [Consultado em 04 outubro 2015].

Disponível em: <http://www.cepres.com/>.

COMISSÃO DE MERCADO E VALORES MOBILIÁRIOS – Relatórios Anuais sobre a atividade de Capital de Risco. **CMVM**, 2008. [Consultado em 10 setembro 2015]. Disponível em:

http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg.

EUROPEAN COMMISSION – “*Review of the European capital funds (EUVECA) and European Social Entrepreneurship Funds (EUSEF) relation*”. Bruxelas: **European Commission Finance Department**, 2015. [Consultado em 11 fevereiro 2016].

Disponível em: http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/venture-capital-funds/docs/consultation-document_en.pdf.

START-UP LISBOA. Lisboa. [Consultado em 04 outubro 2015]. Disponível em: <http://startupilisboa.com/>.

EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – “*Invest Europe Yearbook 2015*”. Bruxelas, *Invest Europe*, 2015. [Consultado em 05 fevereiro 2016]. Disponível em: http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version_final.xlsx.

GOVERNMENT OF UNITED KINGDOM – “*Draft of Regulatory Reform – The legislative Reform (Limited Partnerships) Order 2015*”. 2015. [Consultado em 20 maio 2016]. Disponível em: https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/447428/Draft_LRO_Stat_Instr..pdf.

LONDON STOCK EXCHANGE. [Consultado em 20 maio 2016]. Disponível em: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm>.

OANDA CORPORATION. [Consultado em 20 maio 2016]. Disponível em: <https://www.oanda.com/lang/pt/currency/average>.

PATTON, MIKE – “The Coming Financial Buble: Why I May Be the Worst Of All – Part I”. Forbes. Publicado em 24 fevereiro 2015. [Consultado a 12 outubro 2015]. Disponível em: <http://www.forbes.com/sites/mikepatton/2015/02/24/the-coming-financial-bubble-why-it-may-be-the-worst-of-all/#42985ec35075>.

THE ECONOMIST – “*World GDP*”. Publicado em 19 março 2016. [Consultado a 16 maio 2016]. Disponível em: <http://www.economist.com/news/economic-and-financial-indicators/21694998-world-gdp>.

WEB SUMMIT. [Consultado em 20 janeiro 2016]. Disponível em: <https://websummit.net/>.

Anexos

Anexo 1

Exemplo indicativo de atividades no processo de Oferta Pública.

Fonte: PEREIRA, JORGE BRITO; COSTA, HUGO - Mercado de Capitais. Policopiado. Faculdade de Economia e Faculdade de Direito Universidade Católica Portuguesa, Mestrado em Direito e Gestão, Ano Letivo 2014/2015. [Documento de apresentação].

CALENDÁRIO PRELIMINAR E INDICATIVO DE ACTIVIDADES	Semana1	Semana2	Semana3	Semana4	Semana5	Semana6	Semana7	Semana8	Semana9	Semana10	Semana11	Semana12	Semana13	Semana14	Semana15	Semana16	Semana17	Semana18	Semana19	Semana20	Semana21	Semana22	Semana23	Semana24
A. PREPARAÇÃO INTERNA DO EMITENTE PARA OPI																								
1. Avaliação de EMITENTE																								
- Reunião inicial de Due Diligence																								
- Recolha e análise de informação sobre a Empresa e sobre o sector																								
- Elaboração de modelo de projecções económico-financeiras																								
- Relatório de avaliação																								
- Análise dos aspectos relevantes para a operação																								
2. Definição de política de comunicação com o mercado																								
B. PREPARAÇÃO DA OFERTA E CAMPANHA INSTITUCIONAL																								
C. ASSESSORIA NA DISPENSA EM BOLSA																								
1. Desenho da operação																								
2. Definição das condições da oferta combinada																								
3. Análise preliminar da apetência do mercado																								
4. Processo de registo e cotação																								
- Apresentação da Oferta à CMVM e à Euronext																								
- Instrução do Pedido de Admissão à Cotação (Euronext)																								
- Preparação do prospecto																								
- Aprovação do prospecto pela CMVM																								
- Integração no sistema de compensação																								
- Divulgação do prospecto																								
5. Marketing																								
- Campanha Publicitativa																								
- Apresentação aos analistas de research																								
- Publicação de "research"																								
- Período de blackout de research																								
- Preparação do "roadshow" e reuniões "one-on-one"																								
- "Roadshow" e reuniões "one-on-one"																								
6. Execução																								
- "Bookbuilding"																								
- OPV																								
- Pricing e sessão especial de bolsa																								
- Liquidação física e financeira / admissão à cotação																								
7. Aftermarket																								
- "Market-making"																								

Anexo 2

Definições Capital de Risco, segundo *European Venture Capital Association*, aplicada na análise de dados públicos do *Yearbook 2015* – Secção 2.2.1.

Fonte: EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – “*Invest Europe Yearbook 2015*”. Bruxelas, *Invest Europe*, 2015. [Consultado em 05 fevereiro 2016]. Disponível em: http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version_final.xlsx.

Investments			
Private equity is equity capital provided to enterprises not quoted on a stock market. Private equity includes the following investment stages: venture capital, growth capital, replacement capital, rescue/turnaround and buyouts. Venture capital is a subset of private equity and refers to equity investments made for launch (seed), early development (start-up), or expansion (later stage venture) of business.			
Financing for investment are included only if these originate from funds raised through private equity vehicles. The amount invested includes: equity, quasi-equity, mezzanine, unsecured debt and secured debt.			
Secured debts amounts within all investments packages are removed, unless the debt originates from private equity funds.			
Stage of investment	Venture Capital Transactions	Seed	Financing provided to research, assess and develop an initial concept before a business has reached the start-up phase
		Start-up	Financing provided to companies for product development and initial marketing. Companies may be in the process of being set up or may have been in business for a short time, but have not sold their product commercially
		Later stage venture	Financing provided for the expansion of an operating company, which may or may not be breaking even or trading profitably. Late stage venture tends to be financing into companies already backed by VCs, therefore they would be C or D rounds of financing
	Capital for mature companies Transactions	Buyout	Financing provided to acquire a company. It may use a significant amount of borrowed money to meet the cost of acquisition. This category includes: MBI, MBO, LBO, Public-to-Private or other type of buyout transaction.

Fonte: EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION – “*Invest Europe Yearbook 2015*”. Bruxelas, *Invest Europe*, 2015. [Consultado em 05 fevereiro 2016]. Disponível em: http://www.investeurope.eu/media/477249/2007-2015-dataset-europe-country-tables-public-version_final.xlsx

Divestments			
Divestment amounts are recorded at cost (i.e. the total amount divested is equal to the total amount invested previously)			
Divestments and Partial Exits	Divestment method	Divestment on flotation (IPO)	Initial public offering, which is the sale or distribution of a company’s shares to the public for the first time by listing the company on the stock exchange.
		Repayment of principal loans	If the private equity firm provided loans or purchased preference shares in the company at the time of the investment, then their repayment according to the amortisation schedule represents a decrease of the financial claim of the firm into the company, and hence a divestment
		Repayment of silent partnership	A silent partnership belongs to the so-called mezzanine financing instruments. It is similar to a long-term bank loan, but in contrast to a loan, a silent partnership is subject to a subordination clause, so that, in the event of insolvency, all other creditors are paid preferentially to the silent partner. The company has to repay the partnership and has to pay interest and possibly profit-related compensation
		Sale of quoted equity	It includes sale of quoted shares only if connected to a former private equity investment, e.g. sale of quoted shares after a lock-up period
		Divestment by trade sale	The sale of company shares to industrial investors
		Sale to another private equity house	This includes the sale of company shares to a direct private equity house or to a secondary fund.
		Sale to financial institution	The sale of company shares to banks, insurance companies, pension funds, endowments, foundations and other asset managers other than private equity firms.
		Sale to management	The sale of company shares to the company’s management. It also included buyback strategy which targets a corporation’s repurchase of stock or bonds it has issued.
		Divestment by write-off	The write-down of a portfolio company’s value to zero or a symbolic amount. The value of the investment is eliminated and the return to investors is zero or negative