



Mestrado em Direito e Gestão

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre

# *Venture Capital: Modos de financiamento de uma startup*

**Orientador: Professor Doutor Fernando Ferreira Pinto**

Luis Pedro Amado Pinto Durão

Lisboa, 24 de fevereiro de 2016

À paciência do meu pai e à  
persistência da minha mãe.

O meu obrigado.

## Índice

<b>Introdução</b> .....	4
<b>I. Parte (enquadramento do <i>venture capital</i>)</b>	
<b>1.O nascimento de uma supernova: a criação de uma <i>startup</i></b> .....	7
1.1 As incubadoras de empresas.....	9
1.2 Os novos mecanismos de financiamento.....	10
1.2.1 Os aceleradores de <i>startups</i> .....	10
1.2.2 Aceleradores e incubadoras (diferenças).....	11
1.2.3 <i>Crowdfunding</i> .....	12
<b>2. Formas de organização empresarial do <i>venture capital</i></b> .....	16
2.1 Evolução histórica no mercado americano.....	16
2.2 O <i>venture capital</i> na Europa.....	20
2.3 A diferença entre os modelos de investimento americano e europeu (em <i>venture capital</i> ).....	22
<b>3. A importância de um mercado de valores mobiliários desenvolvido para a indústria do capital de risco</b> .....	23
<b>II. Parte (o investimento em <i>venture capital</i>)</b>	
<b>1. Fases de financiamento em <i>venture capital</i></b> .....	27
<b>2. Formas de financiamento em <i>venture capital</i></b> .....	32
2.1 Instrumentos de financiamento.....	32
2.1.1 Dívida (não convertível).....	32
2.1.2 Dívida convertível.....	33
2.1.3 Ações preferenciais (sem direito de voto).....	34
2.1.4 Participações sociais - ações ordinárias/quotas.....	36
<b>3. Questão conexa: os problemas de agência em <i>venture capital</i></b> .....	38

3.1 Seleção adversa.....	39
3.2 <i>Hold up</i> .....	40
3.3 <i>Window dressing</i> .....	41
<b>Conclusão</b> .....	<b>42</b>
<b>Anexos</b> .....	<b>44</b>
<b>Bibliografia</b> .....	<b>57</b>

## Sumário:

### Introdução

#### I. Parte (enquadramento do *venture capital*)

##### 1. O nascimento de uma supernova: a criação de uma *startup*): *Business Angels, Corporate Venture Capital e Venture Capital*

- 1.1 As incubadoras de empresas
- 1.2 Os novos mecanismos de financiamento
  - 1.2.1 Os aceleradores de *startups*
  - 1.2.2 Aceleradores e incubadoras (diferenças)
  - 1.2.3 *Crowdfunding*

##### 2. Formas de organização empresarial do *venture capital*

- 2.1 Evolução histórica no mercado americano
- 2.2 O *venture capital* na Europa
- 2.3 A diferença entre os modelos de investimento americano e europeu (em *venture capital*)

##### 3. A importância de um mercado de valores mobiliários desenvolvido para a indústria do capital de risco

#### II. Parte (o investimento em *venture capital*)

##### 1. Fases de financiamento em *venture capital*

(i) *Seed stage*, (ii) *Early-stage*, (iii) *Later-stage* e (iv) *Buyout stage*

###### (iv) *Buyout stage*

- a) *Bridge financing*
- b) *Private buyout*
- c) *Secondary purchase*
- d) *Management Buyout*

##### 2. Formas de financiamento em *venture capital*

- 2.1 Instrumentos de financiamento
  - 2.1.1 Dívida (não convertível)
  - 2.1.2 Dívida convertível
  - 2.1.3 Ações preferenciais (sem direito de voto)
  - 2.1.4 Participações sociais - ações ordinárias/quotas

##### 3. Questão conexa: os problemas de agência em *venture capital*

- 3.1 Seleção adversa
- 3.2 *Hold up*
- 3.3 *Window dressing*

### Conclusão

## Introdução

----“*The biggest risk is not taking any risk... In a world that is changing really quickly, the only strategy that is guaranteed to fail is not taking risks*”<sup>1</sup>.

- Mark Zuckerberg

Risco é sem dúvida das palavras mais contraditórias do nosso léxico, assumindo na maior parte das vezes uma conotação negativa e transmitindo sentimentos de receio, prudência: aquilo que comumente chamamos de “medo”. Para outros, risco é sinal de esperança, possibilidade, uma janela de oportunidade, aquilo que os audazes definem como sorte (“*audaces fortuna juvat*”<sup>2</sup>). As ferramentas de gestão de riscos passam a ser, sem dúvida, das mais utilizadas pelo homem, de maneira a permitir escolher os riscos que deve ou não correr, o possível retorno e o potencial de perda.

A nossa dissertação tem como objetivo demonstrar que “*risk is good*”, isto é que a introdução de capital de risco numa economia tem de ser um dos pilares do desenvolvimento da mesma, assumindo um papel fulcral na criação de novos postos de trabalho. O *venture capital*, como promotor de novos avanços tecnológicos e sociais, tem um papel preponderante no desenvolvimento, não só a nível empresarial mas, também, na sociedade no seu todo, mudando culturas e mentalidades.

A economia, academicamente falando, necessita de uma componente de capital de risco, de forma a introduzir novas tecnologias, criando maior competitividade e obtendo, assim, maior retorno para todos os *stakeholders*<sup>3</sup>. O desenvolvimento corporativo, através do apoio a novas empresas inovadoras permite, também, um maior estímulo do mercado de capitais, importante para a sedimentação de uma economia evoluída, tendo reflexos noutros sectores.

O *venture capital* assume-se, assim, como a forma de investimento perfeita para a promoção dos objetivos já referidos. A comunidade académica e financeira definiu o

---

<sup>1</sup> Fundador do Facebook.

<sup>2</sup> “A sorte protege os audazes”.

<sup>3</sup> Todos aqueles que têm, de algum modo, interesses numa organização (acionistas, credores, trabalhadores, entre outros) e esta, reciprocamente, naqueles – cfr. Freeman, R. Edward; Reed, David L., “Stockholders and Stakeholders: “A new perspective on Corporate Governance”, *California Management Review*, vol. 25, Issue 3, 1983, pp. 88-106.

*venture capital* como a atividade de investimento em *startups* e pequenas empresas, com uma perspetiva de médio/longo prazo, que envolve, normalmente, um risco elevado para o investidor, mas permite um retorno acima da média de mercado<sup>4</sup>.

No decorrer deste estudo abordaremos, numa primeira parte, inicialmente (1) o nascimento de uma *startup* e as suas formas de financiamento, analisando as suas principais dificuldades iniciais. Nesta fase, abordaremos também as principais plataformas de capital de risco existentes (*Business Angels*, *Venture Capital Firms*, *Corporate Venture Capital* e Incubadoras<sup>5</sup>). É importante, ainda, dar relevância aos novos movimentos vanguardistas no *venture capital*, sendo de realçar a importância de estruturas como os Aceleradores de *Startups* e as plataformas de *Crowdfunding*<sup>6</sup>.

Num segundo ponto (2), faremos uma análise histórica, evidenciando o crescimento e organização do *venture capital* no século XX e início do século XXI, bem como o papel da economia americana no seu desenvolvimento.

O *venture capital* europeu também será alvo de estudo, analisando os principais problemas de expansão no mercado europeu e as principais diferenças nas formas de investimento e nos investidores. É importante, ainda, destacar a influência de um mercado de capitais evoluído (3) para o crescimento do *venture capital*.

Após o enquadramento da matéria, numa segunda parte, chegaremos ao cerne do nosso estudo: a avaliação das fases de evolução de uma *startup*, bem como a identificação dos instrumentos de financiamento ao seu dispor. Procuraremos aí definir os tipos de financiamento, tendo em conta a fase e o risco da empresa, de maneira a maximizar o potencial e rentabilidade para o empreendedor e investidores que são os principais intervenientes económicos de um projeto, permitindo o melhor alinhamento dos respetivos interesses.

Por último, faremos uma breve conclusão sobre as vantagens do *venture capital* como forma de financiamento e do sucesso das *startups*.

---

<sup>4</sup> Definição de acordo com a EVCA (*European Venture Capital Association*).

<sup>5</sup> Programa de apoio ao desenvolvimento de novas empresas; Cfr., *infra*, parte I, ponto 1.1.

<sup>6</sup> Plataforma *online* de apresentação e captação de recursos de novos produtos/empresas. Na indústria do *crowdfunding* destacamos duas empresas/plataformas de investimento: a *Kickstart*, plataforma clássica de *crowdfunding* e a *Seeders*, que incide na vertente de *Equity Crowdfunding*.

# PARTE- I

## Enquadramento do *venture capital*

## 1. O nascimento de uma supernova: a criação de uma *startup*

Tomando com referência o modelo americano que veio a influenciar as restantes zonas geográficas, o nascimento de uma *startup* envolve, para além da criatividade, os recursos humanos e financeiros necessários para a entrada e desenvolvimento de uma empresa no mercado. Os recursos financeiros revelam-se essenciais nos primeiros anos de atividade (fase inicial), sendo essa a principal preocupação dos novos gestores. Para ilustrar a situação, apresentamos um exemplo hipotético de criação de uma *startup* e as possíveis opções de financiamento ao seu dispor.

Imaginemos que um estudante de direito (A) desenvolve um projeto que consiste na criação de uma plataforma de mediação de seguros *online*. O estudante sabe que o seu projeto tem potencial para se tornar um negócio de sucesso, podendo até converter-se numa plataforma de seguros *online*.

(A), para concretizar e sedimentar a sua empresa, sabe que terá de angariar recursos humanos e financeiros que, muito provavelmente, excedem largamente a sua capacidade familiar<sup>7</sup>.

De forma a garantir o capital necessário, (A) poderá dirigir-se a uma instituição bancária para contrair um empréstimo. Ao apresentar-se no banco apenas com a sua magnífica ideia, sem oferecer qualquer tipo de ativo como garantia (colateral), o mais provável é que o banco recuse o financiamento.

Não tendo (A) assegurado o financiamento necessário, terá de recorrer a medidas “alternativas”, como as que a seguir se enunciam.

Pode, primeiramente, recorrer a um *Business Angel*<sup>8</sup> (BA), isto é, um indivíduo que investe a sua riqueza numa determinada *startup* ou projeto. Este modo de investimento

---

<sup>7</sup> Para o apuramento da capacidade financeira média das famílias utiliza-se, como principal indicador, o valor médio de um imóvel. O preço médio de uma habitação num país desenvolvido (EU/EUA) está, segundo dados estatísticos de 2015, avaliado na ordem dos 150.000\$/ €135.000 (cfr. Anexo 1).

<sup>8</sup>A participação de um BA não pressupõe a qualidade de investidor acreditado/qualificado, sendo importante efetuar uma distinção de conceitos. No caso do mercado americano, de acordo com a SEC, através do regulamento *D.Conversely*, apenas é considerado como investidor acreditado quem tiver um património superior a 1.000.000\$, ou rendimentos anuais superiores a 200.000\$. De acordo com as indicações da SEC, grande parte dos chamados *angel investors* não são abrangidos pelo conceito de investidores acreditados, representando, segundo um estudo efetuado em 2008, cerca de 23% do total de

decorre muitas das vezes das relações pessoais que se criam entre investidor e empreendedor. O BA poderá, para além do capital necessário, partilhar a sua experiência e *know-how*, essenciais para a melhoria dos níveis de desempenho e eficiência da empresa.

Outra alternativa consiste em procurar empresas já sedimentadas no mercado com interesse no projeto. A esta forma de financiamento chamamos *Corporate Venture Capital (CVA)*, o qual funciona do seguinte modo: uma empresa, com os recursos e o *know-how* necessários, investe em *startups*/projetos ligados à sua área de negócio. No nosso caso, (A) poderá dirigir-se a uma companhia de seguros com o objetivo de propor a sua ideia. Se a proposta de (A) se enquadrar no modelo de negócio da seguradora, esta poderá alocar os recursos necessários para a realização do projeto. Apesar do CVA ser considerada uma forma inteligente de inovação *in-house*, muitas das vezes estas empresas apenas investem em tecnologias *non-disruptive* que estejam perfeitamente alinhadas como os seus interesses<sup>9</sup>. O perigo de canibalização<sup>10</sup> do produto principal poderá ser um entrave ao investimento.

Por último, o empreendedor pode recorrer a uma sociedade de *venture capital*, cujo objetivo consiste no financiamento de projetos inovadores através de instrumentos financeiros. As sociedades/fundos de *venture capital* atuam como intermediários entre os empreendedores e os investidores, sendo de realçar o papel importante que desempenham na *monitorização* da atividade da *startup*, após a realização do investimento. O *venture capital* é uma forma profissional de investimento, não oferecendo apenas o capital necessário para o crescimento da empresa, mas também um conjunto de serviços

---

*angel investors* nos Estados Unidos. Shane, Scott, “The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures”, *Small Business Administration of Advocacy Working Paper*, nº 331, 2008, pp. 24-25.

<sup>9</sup> Ao investir em tecnologias *non-disruptive*, a inovação é limitada aos interesses da empresa, afastando projetos inovadores com potencial de criação de novas áreas de negócio. Ex: na aquisição de uma empresa de automóveis elétricos por parte de um grande construtor automóvel, o adquirente, por virtude dos seus objetivos empresariais, apenas aproveitará algumas funcionalidades do negócio adquirido, não existindo um verdadeiro interesse no desenvolvimento de uma indústria de automóveis elétricos.

<sup>10</sup> A “canibalização” consiste na introdução de determinado produto por uma empresa que leva ao fim de outro já existente. Ex: a introdução do formato CD-ROM no mercado levou à extinção da Disquete.

necessários à criação de valor, existindo, assim, um *soft side*<sup>11</sup> nos investimentos efetuados.

Para além do financiamento atribuído às *startups* pela sociedade de *venture capital*, o grande ativo na ação destas empresas é o pacote de serviços que disponibiliza, incluindo, entre outros aspetos, *know-how*, reputação (*reputation capital*), *networking*, permitindo ao empreendedor concentrar-se, essencialmente, no desenvolvimento da área operacional do seu projeto.

Em contrapartida do financiamento concedido, bem como do conjunto de serviços prestados pela sociedade de *venture capital*, é natural que existam algumas exigências dos investidores podendo, em última instância, afastar o empreendedor do seu próprio projeto, caso falhem os objetivos delineados<sup>12</sup>.

O financiamento de uma *startup* é normalmente disponibilizado por *tranches*, dependendo do cumprimento de metas parcelares. Como exemplos de objetivos exigidos pelas sociedades de capital de risco podemos destacar: a construção de um protótipo, um certo nível de vendas, uma contratação-chave na área de recursos humanos.

Assim, através da injeção de capital nas empresas, bem como do acompanhamento necessário à prossecução dos objetivos empresariais traçados, a estruturação das *startups* garante um aumento no valor da própria empresa, evitando, simultaneamente, possíveis problemas de agência<sup>13</sup>.

### **1.1 As incubadoras de empresas**

No mundo do *venture capital* e das *startups*, em simultâneo com o desenvolvimento de programas de incentivo e crescimento económico, é usual a existência de organizações que têm como objetivo o apoio a empresas em estado inicial (*seeding/early stage*): as chamadas “incubadoras de empresas”.

De acordo com a definição da *National Business Incubation Association*, presente nos Estados Unidos da América, as incubadoras de empresas têm o papel de preparar o desenvolvimento da *startup*, bem como ajudar ao seu sucesso através de apoio, quer em

---

<sup>11</sup> Esquema de incentivos de forma a melhorar a *performance* do projeto/ empresa.

<sup>12</sup> O afastamento do empreendedor por parte do investidor é considerado um instrumento de “*hardside*”, de forma a garantir a salvaguarda do interesse do investidor.

<sup>13</sup> Cfr., *infra*, parte II, ponto 3.

serviços, quer em recursos. Este apoio pode incluir, entre outros, capital, *mentoring*, recursos humanos, criação de redes de *networking*.

Este tipo de programas é muitas vezes financiado por entidades estatais ou municipais<sup>14</sup>, bem como pelo meio universitário<sup>15</sup>, de forma a garantir o acompanhamento e o apoio necessários ao desenvolvimento e crescimento das *startups*<sup>16</sup>.

Uma das características das incubadoras é que, muito raramente, adquirem participações sociais de empresas, sendo mais comum solicitar uma espécie de comissão (*fee*) pelos seus serviços<sup>17</sup>. No entanto, a maior parte das incubadoras não tem um fim lucrativo, sendo apenas consideradas como um programa de apoio ao empreendedorismo e ao desenvolvimento da economia.

## **1.2 Os novos mecanismos de financiamento**

### **1.2.1 Os aceleradores de *startups*.**

Uma das formas de os empreendedores verem o seu projeto realizado é através de novos mecanismos de investimento, uma espécie de organização híbrida, um misto de incubadora empresarial e de sociedade de *venture capital*, os chamados aceleradores de *startups*.

Os aceleradores de *startups* têm como principal atividade a prestação de financiamento e de apoio a empresas recém-nascidas, na sua maior parte em *seeding stage*<sup>18</sup>. Para além do contributo financeiro<sup>19</sup>, este tipo de plataformas de investimento garante, ainda, o seu

---

<sup>14</sup> A *Startup Lisboa* é uma incubadora de empresas, sediada em Lisboa, que beneficia, atualmente, de dois edifícios, com espaços de trabalho para acolher empreendedores e empresas *startups* presentes nos sectores da Tecnologia, Comércio e Turismo, contando com apoios públicos e privados.

<sup>15</sup> Um dos exemplos que destacamos nesta área é a *Stanford Incubator*, incubadora da Universidade de Stanford, na Califórnia.

<sup>16</sup> <http://www.entrepreneur.com/encyclopedia/business-incubator>.

<sup>17</sup> Comissão pelos serviços prestados, forma de garantir a sustentabilidade da organização.

<sup>18</sup> Cfr., *infra*, parte II – ponto 1.

<sup>19</sup> Contributo na fase de *seeding* (primeira fase de investimento) com financiamento de pequenos montantes.

*know-how*, *networking*, serviços de *mentoring*, bem como a formação necessária ao desenvolvimento da *startup*<sup>20</sup>.

Segundo Cohen e Hochberg<sup>21</sup>, podemos definir um acelerador como um programa de desenvolvimento em grupo (projetos em fase de *seeding/early stage*) que inclui, não só o financiamento inicial necessário (normalmente pequenos montantes<sup>22</sup>), mas também um conjunto de serviços acessórios, de forma a preparar a empresa para os desafios de mercado. O programa culmina no chamado *demo day*, onde os empreendedores apresentam os seus projetos a potenciais investidores<sup>23</sup>. De acordo com dados estatísticos, em média, cerca de 41% das empresas inseridas neste tipo programa consegue um financiamento superior a \$350.000\$<sup>24</sup> (base mundial).

Por fim, é importante evidenciar que a seleção e investimento em empresas integrantes dos programas de aceleração não é um fenómeno, exclusivamente, reservado ao mercado americano. A curta duração do programa (trimestral), bem como a política de diversificação geográfica promovida pelo acelerador, potencia a criação de um portefólio de empresas com base mundial.

### **1.2.2 Aceleradores e incubadoras (diferenças)**

A principal característica de uma incubadora é a sua natureza não lucrativa. As incubadoras são plataformas estatais ou universitárias cujo objetivo principal é o desenvolvimento da economia, numa perspetiva geral. O leque de serviços oferecidos pela incubadora é mais restrito, disponibilizando espaços de trabalho com valores de

---

<sup>20</sup> Estas empresas ainda contam, por parte do acelerador, com uma disponibilização de espaço de trabalho, de forma a poupar nos custos fixos da empresa, garantindo um ambiente intensivo de formação e acompanhamento.

<sup>21</sup> Cohen, Susan; Hochberg, Yael, “Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon”, março 2014, p. 4.

<sup>22</sup> A *Ycombinator*, uma das pioneiras na criação de programas de aceleração, apresentou, na sua primeira edição, uma proposta de 17.000\$ por 7% de capital social das empresas inseridas no programa; hoje, pela mesma percentagem de capital, oferece 120.000\$.

<sup>23</sup> As *Startups* apresentam os seus projetos a uma audiência de investidores qualificados, incluindo *business angels*, sociedades de *venture capital*, empresas e até mesmo investidores institucionais, servindo assim o acelerador como intermediários para as demais rondas de investimento

<sup>24</sup> Cohen, Susan; Hochberg, Yael, “Summary Statistics for Accelerator Programs from 2012 Seed accelerator rankings, - Table 1”, março 2014, p.8 (Anexo 2).

renda reduzidos, apoio administrativo, bem como serviços de consultoria em diversas áreas.

Os aceleradores de *startups* têm, normalmente, fim lucrativo, orientando o seu programa para as necessidades do mercado e dos investidores. Assim, num curto espaço de tempo (um trimestre), não é fornecido apenas o apoio necessário para o desenvolvimento da empresa mas, também, incutem-se as exigências de retorno aos próprios empreendedores, existindo, dessa forma, um alinhamento de interesses entre empreendedor, acelerador e investidor.

Em suma, enquanto na incubadora o objetivo é o desenvolvimento de novas empresas, através de um programa, sendo o incentivo ao empreendedorismo o ponto essencial, no caso dos aceleradores de *startups*, pela seleção prévia dos projetos e o acompanhamento personalizado dos mesmos, são esses pressupostos que permitem criar valor às empresas em que se investe. O “produto” final apresentado aos investidores no *demo day*, em resultado do programa de aceleração, não só diminui o risco de investimento como afasta os potenciais problemas de seleção adversa<sup>25</sup>.

### 1.2.3 Crowdfunding

A origem do *crowdfunding* (CF) reside nos conceitos de micro-finança, desenvolvidos por Morduch<sup>26</sup> e de *crowdsourcing*, elaborado por Poetz and Schreier<sup>27</sup>. A definição de CF não é completamente consensual entre a comunidade académica visto ser, ainda, um movimento emergente. Segundo um estudo desenvolvido por Schwienbacher e Larralde, o CF é entendido como uma forma de investimento aberta, suportada por uma plataforma financeira *online*, onde o investidor recebe, na maior parte dos casos<sup>28</sup>, uma oferta

---

<sup>25</sup> Cfr., *infra*, parte II – ponto 3.1.

<sup>26</sup> Morduch, J., “The microfinance promise”, *Journal of Economic Literature*, vol. 37, dezembro 1999, pp.1569–1614.

<sup>27</sup> Poetz, M., Schreier, M., “The value of crowdsourcing: can users really compete with professionals in generating new product ideas?”, *Journal of Product Innovation Management*, vol. 29, março 2012, pp. 245-256.

<sup>28</sup> Alusão ao novo mercado do *equity crowdfunding* e à possibilidade de adquirir participações sociais das *startups*.

promocional (*reward-based*),<sup>29</sup> em troca do investimento realizado numa determinada empresa ou projeto.

De modo a desenvolver o seu produto/projeto, uma *startup* poderá recorrer a este tipo de investimento, não só para angariar capital sem grandes custos<sup>30</sup>, mas também como estratégia de *marketing*, dando a conhecer a empresa e o seu produto. Esta estratégia de financiamento deve ser vista como um complemento, não sendo viável aos gestores socorrerem-se apenas da mesma. A volatilidade deste tipo de financiamento<sup>31</sup>, bem como a falta de acompanhamento e monitorização por parte dos investidores, são os pontos menos favoráveis que lhe podem ser apontados. O acompanhamento do projeto por parte do investidor é considerado como um elemento essencial na vida da empresa. A atribuição de “um cheque em branco”, através do modelo de CF, poderá causar problemas de agência entre os investidores e os fundadores/gestores<sup>32</sup>.

Em 2012, nos EUA, com a aprovação do *Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act), foi autorizada a possibilidade de, por este tipo de investimento, serem adquiridas partes sociais de empresas recorrendo a plataformas de financiamento *online*, sendo, no entanto, o *equity crowdfunding* um fenómeno ainda muito recente e uma pequena parte do universo do investimento em *crowdfunding*, no seu todo<sup>33</sup>.

Um dos principais problemas desta forma de investimento é o modo como é feita a sua apresentação ao público. No caso americano, observamos que é necessário (de acordo com o *JOBS Act*), o registo/certificação das plataformas na *Securities and Exchange*

---

<sup>29</sup> O “investidor” recebe, em vez de capital, o direito a ter o seu nome no projeto, o próprio produto, ou outra recompensa a designar pela empresa.

<sup>30</sup> Sem a existência de juros ou com abdicação de participações sociais (no caso do *crowdfunding* tradicional)

<sup>31</sup> A empresa pode ver o montante solicitado não ser totalmente subscrito pelos investidores *online*, podendo assim hipotecar os seus projetos.

<sup>32</sup> Cfr., *infra*, parte II, ponto 3.

<sup>33</sup> A indústria do *crowdfunding* injetou cerca de 65 biliões de dólares na economia global, tendo gerado cerca de 270 mil postos de trabalho – <https://www.fundable.com/>

*Commission* (SEC), existindo limitações, quer ao nível do montante investido por cada acionista em cada transação, quer ao montante possível de angariação<sup>34 35</sup>.

No panorama nacional, o regime aplicado às plataformas de financiamento colaborativo está legalmente previsto, nos termos da Lei n.º 102/2015 de 24 de Agosto de 2015, sendo que a regulamentação desta atividade foi remetida para a Comissão de Mercado e Valores Mobiliários (CMVM). O regulamento, a publicar<sup>36</sup>, relativo ao Regime Jurídico do Financiamento Colaborativo (RJFC), definirá as normas aplicáveis ao financiamento colaborativo de capital ou empréstimo, incidindo, nomeadamente, sobre o procedimento de registo, limite máximo de angariação, assim como os limites máximos de investimento anual (por investidor em relação a cada oferta e por investidor em relação ao total de ofertas subscritas)<sup>37</sup>.

Na lei portuguesa, destacamos a necessidade do registo prévio da plataforma de financiamento colaborativo (plataformas eletrónicas) junto da CMVM, a obrigação de identificação perante os investidores dos riscos do investimento, bem como toda a informação relevante, em especial nas modalidades de financiamento de capital ou por empréstimo. A adesão de um beneficiário de financiamento a uma plataforma eletrónica de investimento é realizada por contrato reduzido a escrito e deve estar disponível, de forma desmaterializada, através da plataforma eletrónica, sendo obrigatório que dele constem: a identificação das partes, as modalidades de financiamento colaborativo a utilizar, a identificação do projeto ou atividade a financiar, o montante e prazo da angariação, bem como os instrumentos financeiros a utilizar para proceder à angariação dos fundos<sup>38</sup>.

---

<sup>34</sup> 2.000\$ ou 5% do património líquido, no caso de o património do investidor ser inferior a 100.000\$ dólares, ou 100.000\$ ou 10% no caso de ser superior. O *issuer*, por sua vez, não poderá disponibilizar mais de um milhão de dólares em participações. *JOBS Act* 2012, s 301 a(6)(A,B).

<sup>35</sup> As participações sociais não são os únicos instrumentos financeiros a serem transacionados (apesar de serem os mais usuais), existindo outras categorias de títulos presentes no mercado de *crowdfunding*: *royalties*, instrumentos de dívida, partes de investimentos em imobiliário, bem como outras opções.

<sup>36</sup> A aguardar publicação em *Diário da República*.

<sup>37</sup> SRS Legal Note, Setembro 2015, <http://www.srslegal.pt/xms/files/NewsCrowdfunding.pdf>.

<sup>38</sup> Millennium BCP Fiscalidade, Agosto 2015.

[http://ind.millenniumbcp.pt/pt/geral/fiscalidade/Pages/atualidades\\_legais/2015/ago15/Regime-juridico-do-crowdfunding.aspx](http://ind.millenniumbcp.pt/pt/geral/fiscalidade/Pages/atualidades_legais/2015/ago15/Regime-juridico-do-crowdfunding.aspx)

\*

\*

\*

Em conclusão, uma *startup* tem ao seu dispor um conjunto de modelos para aceder ao capital de risco (*Business Angeles*, Sociedades de *Venture Capital*, *Corporate Venture Capital*, Incubadoras, Aceleradores e *Crowdfunding*).

No entanto, apesar das idiosincrasias de cada um destes modelos, é de realçar a importância do *venture capital* como trave mestra de todos os desenvolvimentos e variações no financiamento de capital de risco.

\*

\*

\*

No capítulo seguinte iremos aprofundar alguns factos históricos do *venture capital*, a sua influência na sociedade americana, bem como a sua evolução no mercado europeu.

## 2. Formas de organização empresarial do *venture capital*

### 2.1 Evolução histórica no mercado americano

O *venture capital* moderno nasce em 1946, pelas mãos do professor de *Harvard* George Doriot que criou, juntamente com Karl Compton e Merrill Griswold, do MIT, e Ralph Flanders o fundo *American Research and Development* (ARD).

O ARD, através da recolha de fundos dos seus investidores, tinha como objetivo o investimento em novas empresas, as chamadas *startups*. O foco de grande parte deste financiamento era atribuído a empresas tecnológicas apostando, essencialmente, em empresas ligadas às áreas da informática, robótica e biotecnologia.

Mais de meio século após a criação do primeiro fundo de *venture capital*, observamos que o modelo pioneiro do ARD originou o desenvolvimento de grande parte das empresas que hoje marcam presença nas principais bolsas e índices financeiros mundiais<sup>39</sup>. Como casos de sucesso de empresas apoiadas por sociedades de *venture capital*, contamos com as seguintes: *Apple, Intel, IBM, Amazon, Sun Microsystems, Facebook e Microsoft*.

#### Forma de organização empresarial do *venture capital*

O ARD foi criado como um fundo, mais especificamente como um *public traded close held fund*<sup>40</sup>, com o objetivo de investir em ativos ilíquidos e arriscados. Devido ao nível de risco e incerteza deste novo meio de investimento, os investidores institucionais não tinham interesse em “apostar” no ARD, sendo os títulos de participação deste fundo adquiridos, essencialmente, por investidores privados<sup>41</sup>.

A estrutura de venda em mercado regulado (*publicly traded*) foi adotada por outros fundos de *venture capital*, posteriores à criação do ARD. No entanto, o modelo veio a revelar-se inapropriado, tendo em conta as características deste tipo de investimento.

Os benefícios do financiamento através dos mercados consubstanciavam-se na possibilidade de angariar um grande número de investidores, com interesses e

---

<sup>39</sup> Especialmente o *NASDAQ*, visto ser a bolsa de valores que incide sobre empresas tecnológicas, mas também nos índices tradicionais *DOW JONES INDUSTRIAL* e *S&P 500*.

<sup>40</sup> *Publicly traded close held fund* é um fundo de carácter, mutualista que emite um número fixo de títulos, cotados em bolsa, permitindo ao investidor vendê-los em mercado regulado a outros possíveis investidores, tornando a sua participação mais líquida.

<sup>41</sup> Liles, P., “Sustaining the Venture Capital Firm”, *Cambridge: Management Analysis Center*, 1977.

expectativas de retorno diversas<sup>42</sup>, por vezes até contrários aos objetivos dos próprios fundos. Durante a fase inicial do *venture capital*, as corretoras venderam participações nestes fundos a investidores que não se identificavam com o modelo de negócio<sup>43</sup>, nem com as políticas de retorno, ditando o fim desta prática de investimento.

A *Draper, Gaither and Aderson* foi a primeira sociedade de *venture capital* a adotar a forma de *Limited partnership* (LLP)<sup>44</sup>. Ao contrário dos *public close held funds*, as LLP's estavam isentas da obrigação de *disclosure*<sup>45</sup> exigida pelo *Investment Act* de 1940, bem como de outros requisitos legais. No entanto, a principal desvantagem deste modelo era o reduzido espectro de investidores, em comparação com os fundos cotados em mercado<sup>46</sup>.

Em 1958, o governo federal americano iniciou um programa de concessão de apoio estatal a empresas que promovessem o investimento em novas/pequenas empresas, de forma a fomentar o seu crescimento, dando, assim, origem às chamadas SBIC's (*small business investment companies*).

A atividade principal das SBIC's visava o financiamento de novas empresas, descurando, grande parte das vezes, o seu acompanhamento, aspeto essencial para a superação das dificuldades comuns<sup>47</sup>. A falta de supervisão necessária, a extensa regulação do programa, a impossibilidade de fornecer informação e apoio ao desenvolvimento das

---

<sup>42</sup> Uma parte dos investidores particulares procuram um investimento de curto/médio prazo, não estando alinhados com a visão dos fundos de *venture capital* que centram a sua política de retorno a médio/longo prazo.

<sup>43</sup> Se um investidor tem um interesse a curto prazo não deverá comprar participações de um fundo de *venture capital* (o retorno não costuma ser imediato).

<sup>44</sup> Considerada a forma típica de organização das sociedades de *venture capital*. Neste modelo de organização jurídica existem dois tipos de sócios: os *general partners*, que têm responsabilidade ilimitada (*full liability*) e os *limited partners*, onde os investidores são responsáveis apenas na medida da sua entrada no capital da sociedade. Botazzi, Laura; Da Rin, Marco, "Venture capital in Europe and the financing of innovative companies", *Economic Policy*, vol. 17, nº. 34, 2002, p. 235.

<sup>45</sup> Obrigação de divulgação decorrente do dever de informação permanente perante o mercado de capitais.

<sup>46</sup> O fim dos fundos de *venture capital*, sob forma de *public traded close held fund*, diminuiu o universo de possíveis clientes, sendo as sociedades de *venture capital* dirigidas, hoje, a investidores com interesses alinhados com esta forma de investimento. Gompers, Paul; Lerner, Josh, "The Venture Capital Revolution", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº. 2, 2001, pp. 147-148.

<sup>47</sup> Problemas de tesouraria, expansão de operações, de recursos humanos, entre outros.

empresas, bem como os sucessivos esquemas de fraude levados a cabo por alguns *venture capitalists* revelariam uma maior fragilidade das empresas investidas pelas SBIC's. Por fim, a crise dos anos de 1973 e 1974 (*oil crisis*) ditou o colapso de grande parte destas estruturas de investimento, demonstrando a sua ineficiência em termos de investimento em *venture capital*.

### **A “golden age” do venture capital**

A partir dos anos 90 assistimos a um crescimento, sem precedentes e vertiginoso, do investimento realizado pela indústria do *venture capital*, passando de um total de 4 mil milhões de dólares, em 1989, para mais de 60 mil milhões de dólares em 1999.

A razão do rápido crescimento da indústria do *venture capital* está relacionada com os avanços tecnológicos da década de 90. O desenvolvimento da indústria informática, com a criação dos gigantes do *software* e *hardware*, bem como as primeiras empresas *dotcom* vieram revolucionar todas as áreas da economia. No ano de 1999, 60% da indústria do *venture capital* centrava-se nas tecnologias de informação, 10% na pesquisa médica, estando os restantes 30% dispersos por outras indústrias.

Outra causa do *boom* do *venture capital* nos Estados Unidos foram as alterações legislativas ocorridas no final da década de 70. A nível fiscal, com o *Revenue Act* de 1978, a taxa de imposto sobre as mais-valias que incidia sobre os ganhos de capital foi reduzida de 49,5% para 28%. No entanto, para o *venture capital*, o grande avanço legislativo foi a alteração do conceito de “*prudent man*”, previsto no *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA), que permitiu um investimento por parte dos fundos de pensões em ativos de alto risco, enquadrando-se os investimentos em *venture capital* nessa categoria. A partir dos anos 80, assistimos a um investimento em massa dos fundos de pensões em *venture capital*, representando 50% de todo o investimento nesta indústria<sup>48</sup>, construindo a base dos grandes desenvolvimentos tecnológicos conseguidos nos anos 90 e 2000.

### **Os anos 2000**

No final da década de 90 do século passado, a história do *venture capital* fica marcada, inicialmente, por um período de grande expansão, devido ao investimento feito nas décadas de 80 e 90. Contudo, a 10 de março de 2000 ocorre a crise da bolha da internet

---

<sup>48</sup> Gompers, Paul; Lerner, Josh, “The Venture Capital Revolution”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, nº. 2, 2001, p. 151.

(*dotcom bubble*), motivada pelo valor especulativo (*overvaluation*) das empresas do sector informático (*dotcom companies*). As consequências para a indústria do *venture capital* foram notórias: uma significativa parte das empresas de informática tiveram perdas colossais na bolsa de valores e outras entraram mesmo em insolvência. As sociedades de *venture capital* sofreram também uma desvalorização nos seus portefólios, tendo que reportar perdas aos “*limited partners*”, na sua maior parte investidores institucionais.

Assim, após a crise da bolha informática, existiu uma redução do volume de investimento por parte das sociedades de *venture capital*, assim como um descrédito do próprio sector.

A retoma do sector apenas acontece em 2002, através de um aumento no número de negócios em que se investe<sup>49</sup>.

No ano 2008, devido à crise do *subprime*, o sistema financeiro é novamente afetado no seu todo<sup>50</sup>, tendo consequências nefastas para a indústria de capital de risco. Os efeitos no *venture capital* fizeram-se sentir a dois níveis: i) menor investimento dos investidores institucionais nos fundos e sociedades de *venture capital*; ii) redução nas avaliações das empresas/projetos presentes nos portefólios de investimento, devido à diminuição de receita e ao aumento do risco de insolvência.

A partir de fins de 2009, assistimos, novamente, a uma retoma no sector, existindo um crescimento gradual dos níveis de investimento, bem como do número de negócios celebrados<sup>51</sup>.

Em suma, o *venture capital* tem assumido o papel de combustível do empreendedorismo e inovação, apoiando um grande número de *startups* ao longo dos últimos trinta anos. Desde 1999, cerca de 60% das ofertas públicas iniciais (OPI/IPO)<sup>52</sup> que ocorreram nos Estados Unidos tiveram, em certa fase do seu crescimento, o apoio de uma sociedade de *venture capital*. Por fim, destacamos a importância e o peso de algumas das *ex-startups* financiadas na economia americana, empresas como a *Microsoft, Apple, Google e Cisco*,

---

<sup>49</sup> Valor relativo ao montante investido face ao número de negócios realizados (cfr. Anexo 3).

<sup>50</sup> A crise de 2008 despoletou devido à “bolha” imobiliária, denominada como crise do *subprime*, afetando inicialmente o sistema financeiro contagiando, posteriormente, a economia americana e mundial no seu todo.

<sup>51</sup> Valor relativo ao montante investido face ao número de negócios realizados em 2009 (ver Anexo 4).

<sup>52</sup> Kaplan, Steven; Lerner, Josh, “It Ain’t Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.22, nº 1, 2009, p. 39.

que tiveram na sua origem o investimento em *venture capital*, representando, hoje, um quarto das empresas com maior capitalização bolsista nos Estados Unidos.

## 2.2. O *venture capital* na Europa

O avanço tecnológico dos anos 90, muito apoiado por sociedades de capital de risco americanas, é um dos principais responsáveis pela hegemonia dos Estados Unidos nessa década, passando o *venture capital* a ser considerado como uma das pedras basilares da economia americana<sup>53</sup>.

O movimento empreendedor, até então exclusivamente americano, alastrou para a Europa e a Ásia no final dos anos 90 início dos anos 2000, existindo esforços políticos para a dinamização desta área da economia.

Através do relatório da Comissão Europeia de 1998 (“*Risk Capital: A key to Job Creation in the European Union*”), bem como dos “*white papers*” da associação europeia de *venture capital* (EVCA), concluiu-se pela necessidade de introdução de mais capital de risco na economia europeia, de forma a estimular a criação de novas empresas, bem como fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas já existentes.

Apesar dos vários incentivos políticos desenvolvidos nesta área, os entraves estruturais da economia europeia ditam a dificuldade de um maior crescimento do *venture capital* no mercado europeu.

Uma das grandes causas de diferenciação entre o *venture capital* nos EUA e na Europa tem origem no tipo de investidor que está subjacente a uma sociedade de capital de risco isto é, aquele que disponibiliza os fundos necessário para iniciar a atividade (entidade alvo no *fundraising*). Por norma, podemos classificar os investidores nas seguintes categorias: institucionais (seguradoras, fundos de pensões, fundo de *private equity*, entre outros), corporativos (empresas), financeiros (instituições de crédito), entidades governamentais, e outros (ex. *business angels*, *aceleradores*, etc.).

No mercado americano os investidores têm, por regra, origem institucional (representando 2/3 do investimento)<sup>54</sup>, tendo os financeiros um papel mais reduzido neste

---

<sup>53</sup> Hellmann, T., “Venture capital and the allocation of control rights”, *Rand Journal of Economics*, vol. 29, nº 1, 1998, pp. 57-76.

<sup>54</sup> Botazzi, Laura; Da Rin, Marco, “Venture capital in Europe and the financing of innovative companies”, *Economic Policy*, Vol. 17, nº. 34, 2002, p. 240.

tipo de investimento e, normalmente, estão ligados à atividade de intermediação, mais concretamente ao apoio nas OPI/IPOs. Por outro lado, o mercado europeu de *venture capital* foi, numa primeira fase, apoiado por investidores financeiros e corporativos (*empresas*)<sup>55</sup>, predominando, no entanto, a influência dos bancos nas principais decisões de investimento. Após 2008, assistimos à queda do investimento direto das instituições bancárias<sup>56</sup>, devido à crise financeira, que levou ao incremento do investimento por parte dos investidores institucionais. No entanto, o *modus operandi*, bem como as políticas de investimento continuaram bastante conservadoras, em comparação com os investidores institucionais americanos, influenciando, deste modo, o nível de introdução de capital de risco nas empresas.

Uma das principais razões para este diferente modo de atuação resulta da influência indireta da banca nos vários sectores da economia que se projeta, conseqüentemente, na forma de atuação das seguradoras, fundos de pensões, *private equities*, entre outros. Por outro lado, a nível público, uma parte considerável do impulso do *venture capital* europeu é feito através de agências governamentais, que são responsáveis por grande parte deste tipo investimento.<sup>57</sup> Em suma, a preponderância das entidades financeiras, mesmo que indiretamente, no *venture capital* pode desvirtuar os seus interesses e objetivos, não se conciliando, assim, a filosofia de análise de risco bancária com a perspetiva necessária para o investimento de uma *startup*, influenciando negativamente a política de investimentos necessária numa sociedade de capital de risco.

O apoio governamental pode ser outro dos fatores que ditam as diferenças entre o *venture capital* nos Estados Unidos e na Europa. No mercado americano, onde o apoio governamental é quase inexistente, a *startup/projeto* é visto como um investimento. Na Europa, existindo mais apoios públicos<sup>58</sup>, a *startup* é vista como um instrumento de criação de emprego. A insuficiência de um foco lucrativo no acompanhamento das *startups* na Europa leva, por vezes, a níveis de produtividade inferiores ao previsto, não existindo os incentivos/pressão dos investidores que pretendem o retorno do seu investimento, situação que não acontece no mercado americano.

---

<sup>55</sup> Ver Anexo 5.

<sup>56</sup> Ver Anexo 6.

<sup>57</sup> Cfr. Anexos 5 e 6.

<sup>58</sup> Créditos fiscais, subsídios, linhas de crédito, entre outros.

### 2.3 A diferença entre os modelos de investimento americano e europeu (em *venture capital*)

Através de estudos comparativos entre os mercados europeu e americano de capital de risco reportados ao início dos anos 2000<sup>59</sup> é possível verificar as grandes diferenças na distribuição de fundos entre os vários sectores da Economia. De acordo com a EVCA e a NCVA, o investidor americano alocava mais recursos nas chamadas indústrias inovadoras (telecomunicações, informática, biomédica, eletrotécnia), enquanto a maior parte dos fundos europeus eram direcionados para o sector industrial, havendo a considerar algum investimento, também, em bens de consumo, projetos agrícolas e outros ligados ao sector financeiro. No entanto, hoje em dia, vemos que a tendência europeia foi rapidamente revertida, tendo o sector informático ganho destaque nos investimentos realizados, havendo também a registar um grande desenvolvimento na área das ciências da vida<sup>60 61</sup>.

No plano dos montantes investidos, existe uma disparidade de valores entre a Europa e os EUA, onde se verifica um investimento superior a 30 mil milhões de dólares, enquanto no mercado europeu o valor não atinge os 10 mil milhões de dólares<sup>62</sup>. Aliás, não é apenas o montante total de investimento nos EUA que é superior ao europeu, pois, individualizando o investimento, notamos que o montante disponibilizado às empresas no mercado americano é francamente superior ao europeu<sup>63</sup>. A conjugação de todos estes fatores levam, por sua vez, a uma diferença nos níveis de retorno obtidos<sup>64</sup>, em (*later-*

---

<sup>59</sup> Relatório da Comissão Europeia; “Risk capital: a key to job creation in the European Union”, 1998. Relatório do *Committee of Wise Men* sobre a regulação europeia dos valores mobiliários e dos mercados; “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market”, 2001.

<sup>60</sup> Biologia, biomédicas, bioquímica, entre outras.

<sup>61</sup> Ver Anexos 7 e 8.

<sup>62</sup> Ver Anexos 9 e 10.

<sup>63</sup> Ver Anexo 11.

<sup>64</sup> Wall Street Journal (WSJ), montantes relativos aos negócios realizados, numa média a 10 anos, gráfico WSJ; <http://blogs.wsj.com/tech-europe/2013/07/31/venture-capital-in-the-u-s-and-europe-compared/>; 2013. (ver Anexo 12).

*stage/buyout*<sup>65</sup>), bem como no número de negócios realizados, entre os mercados europeu e americano<sup>66</sup>, com nítida vantagem para este último.

### **3. A importância de um mercado de valores mobiliários desenvolvido para a indústria do capital de risco**

Uma das causas do desenvolvimento e crescimento registado no *venture capital* nos EUA reside, em grande parte, no seu avançado sistema financeiro, com especial relevância para o mercado de valores mobiliários.

No desenvolvimento do mercado do *venture capital* releva, também, o comportamento do investidor que se reflete nos respetivos investimentos. O investidor europeu é, por natureza, mais avesso ao risco, em comparação com o investidor americano. O papel da banca no *corporate governance* das empresas, influenciando as suas principais decisões de investimento, é pois reflexo dessa mesma falta de cultura de risco no mercado europeu. Nos sistemas financeiros mais avançados (EUA e Inglaterra), o capital das empresas cotadas encontra-se muito disperso, tendo o sistema bancário menor influência nas respetivas decisões, devido à facilidade de financiamento em mercado<sup>67</sup>, servindo, muitas das vezes, apenas como intermediário financeiro. O sistema bancário, normalmente, adota uma postura mais conservadora nos modelos de gestão, devido à natureza dos seus clientes e investimentos. Assim, a existência de uma grande diversidade de investidores, de baixo, médio e alto risco, potencia um mercado de valores mobiliários diferenciado, com abertura à entrada de novas empresas com diferentes níveis de risco.

Analisando comparativamente a indústria europeia e americana de *venture capital*, vimos que os investimentos feitos pelas sociedades de *venture capital* americanas têm, por norma, um nível mais elevado de risco, havendo uma aposta maior em empresas nas fases de *seed e early-stage*<sup>68</sup>. Quanto às fases de investimento, as sociedades de *venture capital*

---

<sup>65</sup> Cfr., *infra*, parte II, ponto 1.

<sup>66</sup> Comparação do valor total de investimento entre a Europa e EUA, gráfico WSJ; <http://blogs.wsj.com/tech-europe/2013/07/31/venture-capital-in-the-u-s-and-europe-compared/>; 2013. (ver Anexo 13).

<sup>67</sup> Emissão de obrigações, aumento de capital, entre outros.

<sup>68</sup> Cfr., *infra*, parte II, ponto 1.

europeias investem por norma em *later-stage*, sendo raro um investimento em empresas nas primeiras fases<sup>69</sup>.

A importância da existência de um mercado de valores mobiliários desenvolvido para a indústria do *venture capital* tem, para os investidores, o maior interesse na capacidade de gerar oportunidades de saída/*exit*<sup>70</sup>, visto que é neste mesmo mercado que ocorrem as oportunidade de desinvestimento, com potencialidade de ganhos financeiros.

Existem duas formas de “sair” (*exit*) de um investimento: (i) através de uma oferta pública inicial (OPI/IPO); (ii) ou pela aquisição (*trade-sale/private buyout*) por outra empresa. A questão essencial é saber qual destas formas de saída é a mais eficiente.

Por um lado, a saída recorrendo a oferta pública inicial (OPI/IPO) é considerada mais vantajosa e atrativa para os investidores uma vez que implica, normalmente, um maior nível de retorno, bem como maiores possibilidades de ocorrências dessas mesmas oportunidades. A saída através de OPI/IPO é considerada, pelo próprio empreendedor, como um incentivo e a possibilidade de reconquistar o controlo da empresa, visto que, com a venda ou diluição da participação da sociedade de *venture capital*, deixa de existir a necessidade e poder de monitorizar a própria empresa, tendo de responder apenas perante os novos acionistas da empresa (agora) cotada em mercado<sup>71</sup>.

Por outro lado, a aquisição de uma *startup* por outra entidade pode ser, em alguns casos, mais eficiente que uma oferta pública inicial. As sinergias que decorrem da compra podem valorizar a própria *startup*, aumentando assim o seu valor. No caso de aquisição de uma sociedade por outra (*private buyout*), o controlo passa para o adquirente, sendo o incentivo menor para o empreendedor, submetendo-se este aos interesses e objetivos da empresa adquirente.

---

<sup>69</sup> Ver Anexo 14.

<sup>70</sup> O *exit* é o momento de saída do investimento (organizado pela sociedade de *venture capital*), onde é gerado o retorno do investimento.

<sup>71</sup> O poder de controlo dos acionistas depende do nível de dispersão do capital. Nos Estados Unidos observamos um grande poder da administração das empresas, devido à dispersão do capital, sendo o nível de controlo menor. Na Europa observamos a existência de grandes acionistas com grande influência sobre as administrações das empresas, gerando um problema de controlo inverso do americano, com maior controlo nas decisões/deliberações.

A origem desta aquisição privada (*private buyout*) nasce por necessidade<sup>72</sup> ou de forma a eliminar a concorrência, sendo o retorno e frequência deste género de operações menor, em comparação com a saída recorrendo ao mercado de capitais. A saída através de OPI/IPO não nasce de uma necessidade empresarial, mas é antes vista como uma forma de investimento rentável por parte dos investidores. O objetivo principal da sociedade de *venture capital* será, primordialmente, levar a empresa ao público, pois sabe que trará maiores rendimentos aos seus investidores e, por sua vez, maiores probabilidades de reinvestimento futuro. Os adquirentes de participações desta primeira oferta pública veem, normalmente, o seu próprio investimento dar frutos, tendo em conta que, na maior parte dos casos, as participações encontram-se subavaliadas, existindo uma favorável probabilidade de retorno. O resultado positivo para ambos os lados, quer os *venture capitalists* e os seus investidores, quer investidores do mercado tradicional, proporciona um maior crescimento da indústria. Por outro lado, a menor frequência bem como os baixos níveis de retorno nas aquisições privadas (*private buyout*), têm como consequência um crescimento mais lento do *venture capital* e do próprio empreendedorismo.

Em conclusão: a existência de um mercado de capitais evoluído é um incentivo para as *sociedades de venture capital* e os seus investidores institucionais, para os *players* tradicionais do mercado de capitais e, por último, para os próprios empreendedores. O maior retorno, a possibilidade de reinvestimento e os incentivos permitem criar a atmosfera ideal para o aumento do empreendedorismo, o crescimento da indústria do *venture capital*, bem como um reforço do próprio mercado de capitais, aumentando o lote de empresas cotadas em mercado, transações financeiras e liquidez dos títulos<sup>73</sup>.

---

<sup>72</sup> Introdução de novas tecnologias revolucionárias para o mercado em que a empresa adquirente se insere.

<sup>73</sup> Ver Anexo 15.

## PARTE- II

### O investimento em *venture capital*

## 1.1 Fases de financiamento em *venture capital*

Do ponto de vista financeiro, podemos definir o *venture capital* como uma forma de intermediação com o objetivo de angariar fundos (tipicamente de investidores institucionais), alocando-os a empresas (*startups*) com potencial de alto retorno. As empresas alvo têm associada uma vertente tecnológica/inovadora<sup>74</sup>.

O financiamento atribuído a investimentos de capital de risco depende, em grande parte, da fase de negócio em que o projeto se encontra, sendo diferente o tipo e o modo de financiamento disponibilizado a uma empresa recém-criada, daquele que é necessário para uma empresa em clara expansão.

Podemos distinguir quatro fases de investimento principais: **(i) *Seed stage*, (ii) *early stage*, (iii) *later stage* e (iv) *buyout*.**

### **(i) *Seed stage***

O *seed stage* é a chamada fase de capital inicial que potencia o desenvolvimento do conceito de negócio, antes de se iniciar a atividade comercial propriamente dita. Nesta fase, o investidor tem como principal objetivo o desenvolvimento da empresa, criando as estruturas necessárias, suportando os primeiros custos operacionais, fazendo prospeção de negócio<sup>75</sup> e culminando na elaboração final de um plano de negócio (*Business Plan*<sup>76</sup>). O nível de risco associado a esta fase de investimento é bastante elevado, sendo que

---

<sup>74</sup> O volume de investimentos de uma sociedade de capital de risco situa-se entre os 50 e os 100 milhões de euros. Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014, pp. 566-570.

<sup>75</sup> Na *seed stage*, os empreendedores têm como objetivo o desenvolvimento da ideia inicial de produto, bem como a avaliação do seu potencial de mercado, a chamada prospeção. As suas necessidades adaptam-se às idiosincrasias de cada empresa, bem como ao sector em que estão inseridos. Ex: nas empresas tecnológicas, grande parte do capital inicial é usado para desenvolvimento do produto *software/hardware*, desenvolvendo-se, na fase de *early stage*, a componente comercial.

<sup>76</sup> *Business plan* é um documento criado para delinear o processo organizacional da empresa, contendo um conjunto de elementos essenciais para a sua execução: organização legal, identificação de mercado, formas de financiamento, políticas de recursos humanos, organização operacional (*modus operandi*), estratégia empresarial e informação financeira. Maynard, Therese H.; Warren, Dana, *Business Planning – Financing the startup Business and Venture Capital Financing*, 2ª ed., Wolters Kluwer, 2014, p. 10.

grande parte dos projetos nunca chegam a ser concretizados<sup>77</sup>. Nesta primeira ronda de investimento, o chamado *seed round*, os montantes angariados encontram-se num intervalo de 250.000\$- 1M\$<sup>78</sup>.

## (ii) *Early stage*

O financiamento atribuído em *early stage* é canalizado para a continuação do desenvolvimento do produto, dando, no entanto, um especial enfoque às áreas de apoio ao negócio: marketing, recursos humanos, área administrativa, comercial, departamento financeiro, entre outros, preparando o início da atividade comercial (*startup* de 1.º grau). Os investidores, nesta fase, pretendem a solidez organizativa da empresa, permitindo a viabilização económica da mesma e caminhando, assim, para a sua sustentabilidade.

O desenvolvimento da atividade empresarial, através da produção e comercialização dos produtos, marca o sucesso desta fase de financiamento (*startup* de 2.º grau) Na fase de expansão, a empresa tem como objetivo chegar, em primeiro lugar, ao *break even*<sup>79</sup> e, num segundo momento, atingir o lucro. Os valores angariados nesta ronda de investimento ascendem, em média, aos 2M\$<sup>80</sup>.

### A “importância” do *break even*

O *break even* é um conceito contabilístico com enorme relevância empresarial, uma vez que através deste rácio é possível interpretar o sucesso, ou insucesso, da empresa, a possibilidade de retorno para o investidor, ou a perda completa do valor investido. O momento para atingir esta meta varia conforme a natureza do negócio e o objetivo dos empreendedores/investidores, podendo ocorrer em fases mais tardias da vida da empresa.

---

<sup>77</sup> Fase denominada pela comunidade académica como *Valley of Death* (vale da morte), devido à grande probabilidade de insucesso da empresa/projeto (ver Anexo 16).

<sup>78</sup> Cumming, Douglas J.; Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014, p. 53

<sup>79</sup> Momento em que ganhos igualam os custos da empresa/projeto, o chamado ponto neutro de negócio. Cfr. Horngren, Charles T., *Cost Accounting: A Managerial Emphasis*, 14.ª ed., Pearson, 2014, pp. 91- 105.

<sup>80</sup> Os valores podem chegar aos 10 milhões de dólares/euros nesta ronda de investimento, dependendo das necessidades da empresa/projeto.

### **(iii) *Later stage (Expansion)***

O financiamento em *later stage* incide, normalmente, no aumento dos níveis de produção e de toda a estrutura subjacente<sup>81</sup>, melhoramento da gama de produtos, *marketing* associado, bem como capital para fazer face a necessidades de tesouraria (fundo de maneiio)<sup>82</sup>. Nesta fase de investimento inicia-se a preparação da venda da empresa, através de oferta pública inicial (OPI/IPO)<sup>83</sup> ou aquisição privada (*private buyout*).

### **(iv) *Buyout stage***

O *buyout stage* é a última das fases de financiamento, tendo como principal função preparar a fase de “desinvestimento”, injetando o capital necessário para viabilizar a venda privada ou a oferta pública inicial. A venda da empresa é o momento de retorno esperado pelos gestores dos fundos de capitais de risco e os seus investidores. Em termos de *buyouts*, podemos distinguir algumas variantes: a) *bridge financing*, b) *private buyout*, c) *secondary purchase*, d) *management buyout*.

#### **a) *Bridge financing***

O *bridge financing* ou *mezzanine* é o modo de financiamento que permite a uma empresa iniciar o processo de OPI/IPO em articulação com o banco de investimento que, por sua vez, irá proceder à intermediação financeira com o mercado. Os custos totais de uma operação desta natureza poderão ser distintos devido à variedade de fatores que a podem influenciar, nomeadamente, o nível de receitas da empresa ou o encaixe bruto de capital promovido pelo subscritor (*underwriter*)<sup>84 85</sup>. Por esse facto, o valor médio deste tipo de

---

<sup>81</sup> Recursos humanos e físicos.

<sup>82</sup> A chamada *3rd stage* (terceira fase de financiamento). Valor angariado nesta ronda de investimento encontra-se na ordem dos 4M\$. O *later-stage* é a fase de maturação empresarial, deixando a empresa de se enquadrar no conceito de *startup*.

<sup>83</sup> A chamada fase de *mezzanine* ou *bridge financing*.

<sup>84</sup> O subscritor é a instituição financeira, normalmente um banco de investimento, que faz a intermediação da operação de oferta inicial.

<sup>85</sup> Ver Anexo 17.

operações poderá ser bastante díspar, com custos compreendidos entre os 4M \$ e 500M\$<sup>86</sup> no mercado americano e entre os 200.000€ e os 250 M€<sup>87</sup>, na Zona Euro.

Num processo de OPI/IPO a empresa terá de incorrer em vários custos de ordem financeira, jurídica e administrativa para dar seguimento à sua operação de transformação em empresa cotada. A nível financeiro, para além dos respetivos custos de consultoria, a principal despesa da empresa prende-se com a comissão de intermediação cobrada pelo subscritor (*underwriter*). A comissão (desconto) varia conforme o encaixe bruto de capital angariado, sendo cobrado cerca de 3,5%-7%<sup>88</sup> do valor total de encaixe. Finalmente, do ponto de vista jurídico e administrativo é necessário atender a um conjunto de gastos que podem ascender a vários milhões<sup>89</sup>, destacando-se os custos de auditoria, legais, de documentação e registo em bolsa.

#### ***b) Private buyout***

No *private buyout* uma empresa é adquirida por outra, existindo uma transmissão das participações sociais. Este é o modo mais usual de *buyout* na Europa, devido às diminutas oportunidades de saída com recurso ao mercado de capitais.

#### ***c) Secondary purchase***

*Secondary purchase* (compra secundária), pode ser definida como a situação que se verifica quando um fundo de *venture capital/private equity* compra participações de uma empresa controlada por outra sociedade de *venture capital/private equity* ou por outros acionistas.

---

<sup>86</sup> Pricewaterhousecoopers (PwC), “Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you” PwC - A publication from PwC”; setembro 2012.

<sup>87</sup> European IPO Task Force, “Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets”, março 2015, p.9. Abrahamson, Mark; Jenkinson, Tim; Jones, Howard, “Why don’t U.S. issuers demand European fees for IPOs?”, dezembro 2010, pp. 11-27.

<sup>88</sup> De referir que a comissão de desconto aplicada na Europa é muito inferior à aplicada nos EUA, estabelecida entre 3,5%. No mercado americano existe a “regra” dos 7% de comissão.

<sup>89</sup> Custo médio na ordem dos 2,5m\$, que pode divergir conforme os fatores enunciados anteriormente (nível de receitas e encaixe bruto de capital)

#### ***d) Management buyout***

O *management buyout* resulta de uma operação de financiamento que permite a um ou mais gestores de certa empresa adquirirem uma participação maioritária na mesma ou, mais frequentemente, divisões/ departamentos (*spin-off*) da empresa em causa.

#### **Tempo é dinheiro**

O processo de financiamento faseado não é um processo *standard*. Envolve necessidades de capital e necessidades temporais diferentes e é influenciado por uma multiplicidade de fatores<sup>90</sup>, onde relevam a importância das idiossincrasias próprias e distintas de sector para sector da atividade económica.

O sector de atividade irá, pois, determinar as principais necessidades de capital, sendo o faseamento temporal da sua alocação determinado em função das especificidades de negócio.

A título de exemplo, no negócio de retalho, as primeiras fases de investimento tendem a necessitar de mais capital que outros sectores, visto existir a urgência de iniciar a atividade o mais rapidamente que possível, designadamente a atividade operacional. Relativamente à decisão de investimento, é previsível saber de antemão os respetivos custos, bem como o potencial retorno. Em suma, a injeção de capital neste tipo de negócio é centrada nas fases iniciais, existindo, conseqüentemente, um menor espaço temporal entre as fases de financiamento, no seu todo.

Por sua vez, no setor informático, devido a uma maior necessidade de desenvolvimento de produto (v.g como encontrar o mercado alvo), o tempo necessário para atingir os objetivos da empresa tende a ser um pouco mais demorado (aproximadamente 6 anos), sendo as fases de financiamento mais dispersas no tempo<sup>91</sup>.

Por fim, o sector da biotecnologia consome mais recursos, quer a nível de capital, quer a nível temporal. Neste sector, os financiamentos são, por natureza, mais faseados, de acordo com os objetivos traçados pelos investidores/empreendedores. O processo de

---

<sup>90</sup> Geográficos, mercado alvo, entre outros. Cumming, Douglas J; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ªed, Elsevier, 2014, pp. 503- 514.

<sup>91</sup> Capital *up-front* é considerado essencial para o sector informático, pela necessidade de desenvolvimento de produto, cujo preço costuma ser avultado, em comparação com outros sectores

investimento é prolongado no tempo, tendo em conta os procedimentos necessários para o sucesso do projeto<sup>92</sup>.

## 2. Formas de financiamento em venture capital

No investimento em capital de risco, os investidores têm à sua disposição um conjunto amplo de instrumentos de financiamento para capitalizar as empresas, alinhando os seus interesses com os do empreendedor.

Neste pressuposto, podemos distinguir duas grandes formas de investimento:

- a) Investimentos/proposta fixas (*fixed-claims*), que têm subjacente um rendimento fixo/constante, conferindo ao empreendedor uma maior estabilidade societária/económica e uma maior autonomia na direção da empresa. Tal situação verifica-se quando o investimento se consubstancia em **dívida não convertível ou em ações preferenciais**.
  
- b) Investimentos/propostas variáveis (*residual claims*)<sup>93</sup>, que têm subjacente um rendimento variável, conferindo ao investidor o poder de limitar a ação do empreendedor, o que pode ter, porventura, implicações na organização societária. Tal situação verifica-se quando o investimento está consubstanciando em **dívida convertível e ações ordinários/quotas**.

Pela sua relevância prática e por serem de utilização mais frequente, elegemos como objeto do nosso estudo comparativo os instrumentos de investimento acima citados: 2.1.1) a dívida (não convertível), 2.1.2) a dívida convertível, 2.1.3) as ações preferenciais e 2.1.4) as ações ordinárias/quotas.

### 2.1. Instrumentos de financiamento

#### 2.1.1 Dívida (não convertível)

Os instrumentos de dívida são compostos por duas partes essenciais: a obrigação principal e o juro associado.

---

<sup>92</sup> Ex: emissão de licenças, testes clínicos, entre outros

<sup>93</sup> Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014, p. 40.

Os instrumentos de dívida gozam, pela sua natureza, de uma garantia geral, em comparação com outros instrumentos de financiamento, como ações preferenciais e ações ordinárias. Os detentores de dívida (credores) têm direito a ver os seus créditos graduados preferencialmente em relação aos titulares do capital social, respondendo todos os bens do devedor suscetíveis de penhora<sup>94</sup>.

De acordo com as características já enunciadas, relativamente aos instrumentos de dívida, podemos afirmar que esta forma de investimento envolve um menor risco para o investidor mas também um menor nível de retorno. Assim, o titular da dívida apenas poderá ambicionar o cumprimento da obrigação por parte do devedor, estando o prémio de risco implícito na taxa de juro aplicada à operação. Deste modo, o investidor não beneficiará, diretamente, com a valorização da empresa, visto que o seu nível de retorno já se encontra definido *a priori*<sup>95</sup>.

Em suma, os instrumentos de dívida têm como elementos essenciais no “pacote” de remuneração, a obrigação principal, a taxa de juro e o valor patrimonial da empresa que serve de garantia/salvaguarda da obrigação.

### **2.1.2 Dívida convertível**

Os instrumentos de dívida convertível estão, por norma, relacionados com casos de incumprimento, sendo o valor em dívida transformado em capital. No entanto, não deve ser excluída a possibilidade de resultar do contrato constitutivo da sociedade, reunidas que estejam certas condições pré-definidas da vida e da evolução do negócio societário, tal dívida ser convertida em capital social<sup>96</sup>. Neste sentido, as partes poderão acordar, em caso de valorização da empresa, a possibilidade de atribuir ao investidor o direito de: 1) transformar a dívida em capital, 2) a opção de adquirir parte do capital<sup>97</sup>.

---

<sup>94</sup> No ordenamento jurídico português, a garantia geral das obrigações está prevista no art.º 601.º do Código Civil (C.C).

<sup>95</sup> Funções de *payoff* mediante instrumento financeiro. Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A, *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014. Cfr. Anexo 18.

<sup>96</sup> Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014, p. 40

<sup>97</sup> Preço acordado *a priori*.

No caso de exercer este tipo de opções, o investidor perde os direitos creditícios sobre a dívida de que era titular, mas aumenta, por sua vez, as perspectivas de retorno<sup>98</sup>.

### **O modo de investimento**

De acordo com a nossa visão, a utilização de dívida numa nova empresa deve ser alocada tendo em conta um conjunto de pressupostos:

#### **i) Perfil de risco assumido pelo investidor**

Os instrumentos de dívida são, por norma, uma forma de investimento mais conservadora, normalmente utilizada em projetos mais ambiciosos, de modo a salvaguardar o capital já investido.

#### **ii) Nível de autonomia e controlo a exercer pelo investidor**

A utilização de dívida permite ao empreendedor uma maior liberdade na direção do rumo negocial da empresa, não tendo o investidor (credor) um papel ativo nesse âmbito. Ao financiar a empresa com dívida, o investidor submete-se a um papel menos ativo na empresa. No entanto, a dívida convertível tem a virtualidade de permitir ao empreendedor um grau de autonomia inicial da sua atividade, garantindo ao investidor o direito de, preenchidas determinadas condições, vir a ter uma participação mais ativa na vida societária, vendo satisfeito o seu crédito através da participação no capital.

#### **iii) Carácter complementar do investimento.**

O financiamento por dívida é tido como uma forma complementar de investimento por parte de investidores, tendo em vista fazer face, regra geral, a problemas de tesouraria/operacionais da empresa, com vantagens comparativas relativamente a outras formas de financiamento que envolvam reforço de capital.

### **2.1.3 Ações preferenciais (sem direito de voto)**

As ações preferenciais são uma parcela de capital social da sociedade, sem direito de voto, mas contando com um privilégio na distribuição de dividendos, em relação aos demais acionistas, garantindo o direito a um dividendo fixo.

---

<sup>98</sup> Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A. ob. cit. Cfr. Anexo 19.

O regime jurídico das ações preferenciais é passível de ser mais ou menos rígido, consoante as jurisdições<sup>99</sup>, permitindo, dessa forma, uma maior discricionariedade no desenho do investimento.

Importa ter presentes três planos de análise: o plano jurídico, o de investimento e o societário.

No plano jurídico, tomando como exemplo o caso português, a lei dispõe expressamente que a ação preferencial é um título que garante o direito a um dividendo fixo, não inferior a 1% do respetivo valor nominal, ou valor de emissão, e ao reembolso prioritário, em relação aos demais acionistas (ordinários), do seu valor nominal na liquidação da sociedade. Estas ações conferem todos os direitos inerentes às ações ordinárias, exceto o direito de voto<sup>100</sup>. Outra das especificidades deste título é a possibilidade da atribuição de direito de voto, caso o dividendo prioritário não seja integralmente pago durante dois exercícios sociais<sup>101</sup>.

No plano do investimento, as ações preferenciais são vistas como instrumentos de financiamento de risco intermédio. A nível estrutural, as ações preferenciais contemplam um dividendo fixo, que se prolonga ao longo da vida da própria sociedade, atribuindo, assim, uma remuneração estável e duradoura, não sujeita a prazos, conforme se verifica noutros instrumentos de dívida, como as obrigações.

No plano das relações societárias, a inexistência do direito de voto implica uma limitação dos poderes do acionista preferencial, não podendo participar ativamente na vida da sociedade, como os demais acionistas. No entanto, por virtude das vicissitudes previstas na lei, através da possibilidade da aquisição do direito de voto<sup>102</sup>, bem como a

---

<sup>99</sup> As ações preferenciais no regime americano podem ser divididas em várias classes e tipos, permitindo uma maior facilidade no desenho do investimento. Um dos exemplos dessa flexibilidade é a possibilidade de o dividendo ser cumulativo. No caso do dividendo cumulativo, na eventualidade de não pagamento do dividendo, a empresa fica obrigada a ressarcir o investidor na próxima distribuição de dividendos, cumulativamente por esse valor. Maynard, Therese H.; Warren, Dana, *Business Planning – Financing the startup Business and Venture Capital Financing*, 2ª ed., Wolters Kluwer, 2014, pp. 479-490.

<sup>100</sup> De acordo com art.º 341º do Código das Sociedade Comerciais (CSC).

<sup>101</sup> Art.º 342, nº 3, do CSC

<sup>102</sup> Art.º 342, nº 3, do CSC.

convertibilidade em ações ordinárias, o investidor poderá, eventualmente, vir a ser chamado a exercer uma maior participação na vida da sociedade.

### **Modo de investimento**

As ações preferenciais são dos instrumentos de financiamento mais utilizados pelos investidores em capital de risco, que as consideram vantajosas pelos seguintes motivos:

i) O acesso a instrumentos de dívida normalmente concedidos a *startups* por instituições de crédito é invulgar, tendo em conta o alto risco inerente a estes projetos/empresas, não existindo um alinhamento com o modelo de negócio bancário conforme o conhecemos. Noutra prisma, mesmo que a instituição financeira concordasse com a atribuição do crédito, o respetivo prémio de risco (juro) e custos financeiros seriam de tal forma elevados que a empresa não os conseguiria suportar, pondo em causa a sua atividade operacional<sup>103</sup>. Por último, este modo de financiamento permite não só uma menor pressão sobre a tesouraria, mas também um reforço da rúbrica de capital próprio, assegurando uma maior solidez financeira e garantindo, por isso, maiores facilidades em futuras operações de crédito.

ii) As ações preferenciais são um ativo de menor risco em comparação com as ações ordinárias. O privilégio na liquidação da sociedade, preferencial relativamente aos demais acionistas, bem como o estabelecimento de um dividendo fixo, permite ao investidor um nível de rendimento constante e relativamente seguro.

iii) Outra das vantagens, para empresa, das ações preferenciais reside na possibilidade de não pagamento do dividendo estabelecido em todos os exercícios, o que faculta uma maior autonomia financeira da nova empresa, permitindo alocar os recursos necessários para o seu crescimento.

#### **2.1.4 Participações Sociais (*stricto sensu*) - Ações ordinárias / Quotas (*common stock*)**

No regime português das sociedades comerciais, a participação social é globalmente entendida como o conjunto de direitos e obrigações de um sócio/acionista. O detentor da participação social tem, por um lado, o direito a quinhão nos lucros, a participar nas deliberações de sócios/acionistas, a obter informações sobre a vida da sociedade e a

---

<sup>103</sup> Recursos financeiros necessários para o desenvolvimento da empresa seriam alocados ao pagamento de dívida.

designar pessoas para os órgãos de administração e de fiscalização da sociedade<sup>104</sup>. Por outro lado, os sócios /acionistas são obrigados a realizar as suas entradas e a quinhoar nas perdas<sup>105</sup>.

Fazendo uma transposição do entendimento jurídico de participação social para o mundo financeiro, as ações<sup>106</sup> são o instrumento de investimento por excelência. As ações, como partes representativas do capital da empresa, representam a medida entre ganhos e perdas, não existindo, ao contrário de outros títulos, direito a dividendos fixos nem juros estabelecidos contratualmente. Em suma, a remuneração do titular do capital dependerá do valor intrínseco da própria empresa (valor residual), bem como da sua capacidade para gerar lucro (estimativa de dividendos futuros). A estimativa de retorno para o investidor tanto pode ser nula (perda do capital investido), como atingir níveis de valorização ilimitados, tendo em conta que não existe um patamar pré-definido na valorização de uma parte representativa de uma empresa<sup>107</sup>.

### **Modo de investimento**

As ações ordinárias (*common equity*), como referido, são um instrumento que se enquadra no conceito de investimento/proposta residual (*residual claim*). Na operação de aquisição de capital, os investidores devem perceber de antemão o valor da empresa, bem como perspetivar os possíveis rendimentos futuros, de forma a justificar o investimento efetuado. Atendendo ao nível de risco e retorno associados a este tipo de empresas, também o nível de intervenção e participação societária exigidos aos investidores é muito superior ao inerente a todos os outros instrumentos já abordados.

O investidor, para além de poder exercer poderes de administração, poderá, entre outros, participar em processos de recrutamento, decisões comerciais, despendendo um capital não financeiro e não mensurável igualmente importante: o tempo.

Em suma, a aquisição de capital numa nova empresa deve ter em conta não só as perspetivas de risco (estando o investidor disposto a assumir como possível e eventual a

---

<sup>104</sup> Art.º 21º CSC.

<sup>105</sup> Art.º 20º CSC.

<sup>106</sup> E só a estas nos referimos, pelo facto de a sociedade anónima ser a forma societária mais vocacionada para este tipo de investimento.

<sup>107</sup> Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014. Ver Anexo 20.

perda total do investimento), a possibilidade de rendimentos e valorização futura, mas também o tempo e monitorização necessários para a sua rentabilização.

### 3. Questão conexa: os problemas de agência em *venture capital*

A propósito do investimento em *venture capital* importa, ainda que sumariamente, fazer alusão a um problema conexo com esta matéria que, não sendo exclusivo da mesma, também aqui tem relevância prática.

Os problemas de agência<sup>108</sup> têm origem na relação entre o principal e o agente, em que o primeiro contrata o segundo para prosseguir os seus interesses económicos mas, no entanto, por questões de assimetria de informação, bem como pela impossibilidade de prever e reger todas as vicissitudes contratuais (incompletude contratual), o agente não atuará conforme os objetivos previamente traçados, *sobrepondo os seus próprios interesses aos do seu mandante*<sup>109</sup>.

Um exemplo clássico da relação principal-agente reside na relação empregador-empregado, sendo impossível à entidade patronal monitorizar a atividade do seu empregado, de forma a garantir que este atua, continuamente, segundo os seus interesses económicos. Deste modo, o desenho contratual revela-se fundamental para mitigar os problemas de agência inerentes à relação laboral e permitir que exista um alinhamento de interesses entre o agente e principal. A estruturação de uma política salarial, e a conjugação nesta de uma componente fixa com uma componente variável, possibilita a criação de um esquema de incentivos e permite, não só a diminuição dos custos de monitorização do principal, mas também um ganho económico para ambas as partes.

No *venture capital*, os problemas de agência assumem relevância a vários níveis<sup>110</sup>:

- i) Problemas entre investidores institucionais (*limited partners*) e sociedade de *venture capital*.
- ii) Relação entre sociedade de *venture capital* e empreendedor.

---

<sup>108</sup> Tomamos para os presentes efeitos, o conceito e definição de *principal* e *agente* enunciado por Ferreira Pinto, Fernando A, *Contratos de Distribuição – Da tutela do distribuidor integrado em face da cessação do vínculo*, Universidade Católica Editora, 2013, pp. 185-187.

<sup>109</sup> Op.cit. Ferreira Pinto, Fernando A., *Contratos de Distribuição – Da tutela do distribuidor integrado em face da cessação do vínculo*, Universidade Católica Editora, 2013, p. 186.

<sup>110</sup> Ver Anexo 21.

- iii) Relação entre duas sociedades de *venture capital* (sindicato de investimento) e o empreendedor.

Neste estudo, apenas iremos referir os problemas de agência mais recorrentes na relação entre a sociedade de *venture capital* e o empreendedor, de natureza pré e pós contratual, sendo de destacar: 3.1) a seleção adversa; 3.2) o *hold up* e 3.3) o *window dressing*.

### 3. 1 Seleção adversa

A seleção adversa nasce dum problema de agência pré-contratual (*ex ante*), fundamentada na ideia de que diferentes tipos de contrato atraem diferentes tipos de contrapartes, em consequência da assimetria de informação existente entre principal e agente<sup>111</sup>.

No *venture capital*, o problema da seleção adversa tem especial relevância na relação entre investidor e empreendedor, sendo que diferentes tipos de instrumentos de investimento atraem diferentes tipos de empreendedor/projetos (por vezes, não desejáveis).

A opção entre dívida e capital (*equity*) é um dos exemplos que pode revelar diferenças entre projetos seleccionados, como a seguir se exemplifica.

Imaginemos duas empresas com o mesmo valor, mas com níveis de risco de diferentes. Na primeira empresa (empreendedor 1) existe uma grande probabilidade de a mesma se tornar um grande sucesso (*home run*) ou, pelo contrário, de entrar em insolvência. A segunda empresa (empreendedor 2), por sua vez, tem fraca probabilidade de se tornar muito valiosa, mas também o risco de insolvência é muito menor.

Ora, o empreendedor 1 terá maior receptividade a um investimento recorrendo a dívida (não convertível) tendo em conta que, caso o projeto venha a ter sucesso, não divide os lucros com os restantes investidores, apenas assumindo o cumprimento das obrigações creditícias existentes. Em caso de insucesso, o empreendedor/empresa pode declarar insolvência, perdendo, apenas, a sua participação, muitas vezes de valor residual quando comparada com a totalidade de investimento. Por este facto, o custo de participação no capital da empresa é subvalorizado, existindo relutância na abertura de capital aos investidores. Em suma, o investimento por dívida atrai, por norma, investimentos

---

<sup>111</sup> Macho-Stadler, Inés; Pérez-Castrillo, J. David, *An Introduction to the Economics of Information – Incentives and Contracts*, 2ª ed., Oxford University Press, 2001, pp. 101-106.

demasiado arriscados (*nuts*), existindo uma divergência no risco percebido pelo investidor e pelo empreendedor<sup>112</sup>.

Por seu turno, o empreendedor 2, pela fraca probabilidade de valorização em comparação com o projeto do empreendedor 1, estará disposto a ceder parte do capital, a um custo inferior, esperando a valorização da empresa/projeto com a ação do investidor. Se considerarmos, ainda, a diferença de valor expectável em ambos os projetos, sendo o valor expectável do projeto do empreendedor 1 superior ao do empreendedor 2, concluímos que o investimento através de recurso a capital apenas atrairá os chamados *lemons*<sup>113</sup>, uma vez que as empresas com valor expectável mais elevado recorrem a investidores dispostos a oferecer dívida não (convertível)<sup>114</sup>

Em jeito de conclusão, assumimos duas ideias-chaves: “dívida atrai investimentos demasiado arriscados (*nuts*)” e “capital atrai investimentos de valor reduzido (*lemons*)”<sup>115</sup>, razão pela qual entendemos que estes objetivos devem estar presentes e claramente definidos (*ab initio*), entre investidor e empreendedor, por forma a mitigar o problema de seleção adversa.

### **3.2 Hold up**

Numa relação contratual em que uma das partes dispõe de um poder negocial muito superior à outra, podendo ser criada uma situação de aproveitamento (expropriação), existe a probabilidade de adopção de comportamentos oportunistas do tipo “*hold up*”.

Na relação entre empreendedor e investidor, o *hold up* pode verificar-se de ambas as partes, sendo, no entanto, mais frequente a existência de maior poder negocial por parte do investidor comparativamente ao empreendedor, normalmente o elo mais fraco da relação. Ora, se considerarmos que o empreendedor apenas beneficia de um único investidor, este poderá exigir, a cada ronda de investimento, condições menos favoráveis para a sua contraparte, beneficiando da incapacidade do empreendedor em financiar-se junto de terceiros. A situação inversa acontece quando um investidor tem uma participação elevada na empresa/projeto do empreendedor, estando a subsistência desse

---

<sup>112</sup> Anexo 22, ilustrativo da situação apresentada.

<sup>113</sup> Investimento com valor reduzido.

<sup>114</sup> Ver Anexo 23, ilustrativo da situação apresentada.

<sup>115</sup> Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014, p. 48.

mesmo investimento dependente da ação do empreendedor, devido às suas idiossincrasias (capacidade de influência, patente do produto, entre outros aspetos).

### **3.3 *Window dressing***

O conceito de *window dressing* está relacionado com a forma de dissimulação do verdadeiro valor da empresa/projeto, tornando-a, deste modo, mais atrativa para todos os *stakeholders*. Como forma mais usual de *window dressing* destacamos os encobrimentos contabilísticos - visíveis, por exemplo, no caso Enron e Arthur Anderson que levou ao desperecimento de ambas as empresas. No *venture capital* o caso mais comum de *window dressing* está relacionado com falsas projeções/avaliações de projeto elaboradas por empreendedores, de forma a alcançar os objetivos de financiamento, só mais tarde os investidores se apercebendo do verdadeiro valor da empresa/projeto.

\*

\*

\*

Enunciados os principais problemas de agência que podem afetar as decisões de negócios do investidor, resta acrescentar que o desenho contratual se revela essencial para mitigar os problemas de agência, bem como para potenciar a valorização do investimento.

O clausulado contratual é uma componente tão, ou mais, importante que o instrumento de financiamento. A inclusão de cláusulas de exclusividade e de obrigação de *due dilligence*, permitirão alinhar os incentivos de ambas as partes no contrato, otimizando a performance da empresa a longo prazo.

## Conclusão

O investimento em *venture capital* tem como principal pressuposto que as *startups* falham, caso contrário não estaríamos perante um verdadeiro investimento em capital de risco.

Falham, em primeiro lugar, porque qualquer empresa está sujeita às condições de mercado que podem ditar o seu sucesso ou insucesso. Este fenómeno, conhecido como risco de mercado, é uma variável inerente a todos os sectores da economia, não sendo possível ao investidor/empreendedor garantir um sucesso pleno da empresa.

Em segundo lugar, o portefólio de investimento de uma sociedade de *venture capital* engloba, em regra, um conjunto de empresas/*startups* associadas a um alto nível de risco, em comparação com outros investimentos, sendo natural uma elevada taxa de insucesso/incumprimento de boa parte destes projetos. O nível de diversificação de uma carteira de investimento<sup>116</sup> é uma característica necessária para o bom acompanhamento das empresas/projetos. No entanto, o sucesso de uma empresa integrante de um portefólio, mesmo que pouco diversificado, permitirá, em princípio, cobrir os custos de todas as outras operações associadas à carteira, bem como alcançar os objetivos financeiros traçados pelos investidores.

Deste modo, podemos afirmar que, embora o risco de mercado não possa ser negligenciado, o risco associado ao modo de investimento e gestão, o chamado risco idiossincrático/específico, assume papel preponderante no sucesso de uma sociedade de *venture capital*. A gestão deste tipo de risco, através dos mecanismos de investimento, de monitorização e contratuais (já referenciados neste estudo), é a chave do sucesso de uma sociedade de *venture capital*, tendo a sua gestão influência direta nos níveis de retorno e desempenho dos ativos investidos.

O alto nível de retorno e risco associados são as principais características que motivam os investidores desta indústria, sendo essencial para o seu sucesso a existência de um mercado de capitais evoluído, de modo a criar oportunidades de desinvestimento. As oportunidades de saída/*exit* permitem, por sua vez, estimular o mercado – uma vez que

---

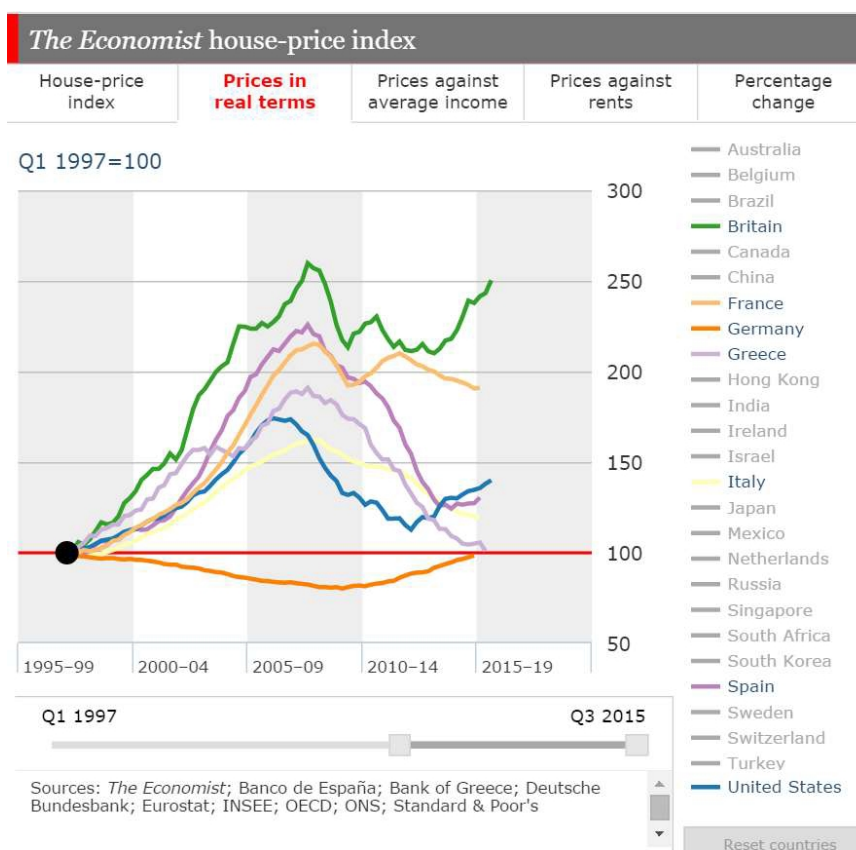
<sup>116</sup> Uma sociedade de *venture capital* tem, em regra, entre 8 a 50 empresas/projetos no seu portefólio de investimento. Cumming, Douglas J; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*; 2º ed, Elsevier, 2014, p.537.

um maior número de transações e uma maior liquidez dos títulos –, atenuar a dependência das instituições financeiras por parte das empresas, bem como reduzir os seus níveis de endividamento – um dos principais problemas empresariais do século XXI.

Por fim, o investimento em *startups*, através do *venture capital*, para além de constituir uma forma eficiente de alocação de capital pelos investidores tem, também, um papel importante no desenvolvimento, não só como alavanca do movimento empreendedor, mas também como promotor de novos avanços tecnológicos na sociedade, permitindo aumentar os seus níveis de eficiência e, conseqüentemente, a melhoria da qualidade de vida.

# Anexos

## Anexo 1: Índice relativo ao mercado imobiliário a preços reais (UE/EUA).



Fonte: <http://www.economist.com/blogs/dailychart/2011/11/global-house-prices>

## Anexo 2: Sumário estatístico dos programas de aceleração.

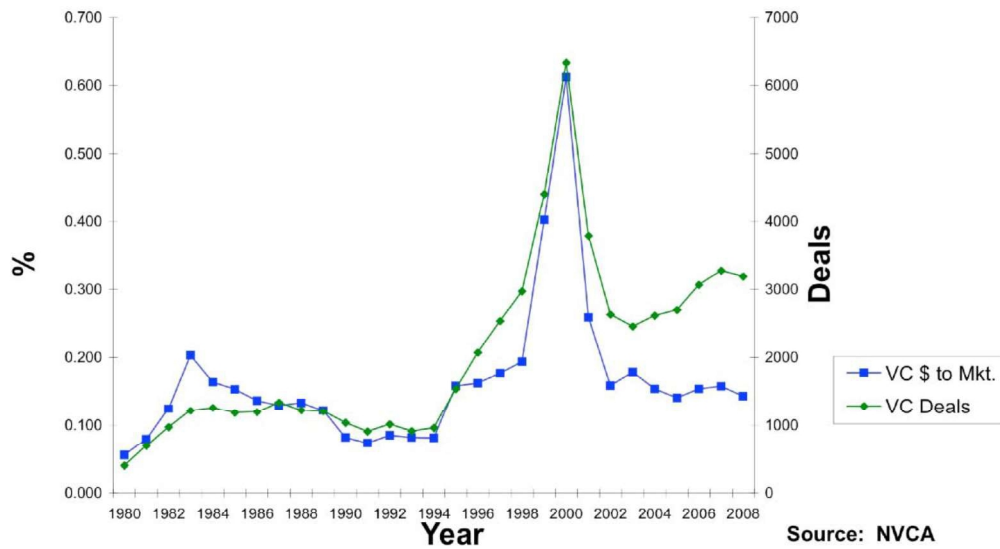
**Table 1.**  
**Summary Statistics for Accelerator Programs from 2012 Seed Accelerator Rankings**

	Mean	Range
Stipend provided (in \$ thousands)	\$22.89	\$0 – 50
Equity stake taken by accelerator in return for stipend and mentorship program	6%	5-8%
Percentage of graduates receiving subsequent financing of \$350K or more within one year of graduation	41%	5% - 78%
Percentage of graduates who successfully exited via sale or IPO (\$1M or more) as of EoY 2011	4%	0%-13%

Fonte: Cohen, Susan; Hochberg, Yael; “Summary Statistics for Accelerator Programs from 2012 Seed accelerator rankings, - Table 1”; março 2014.

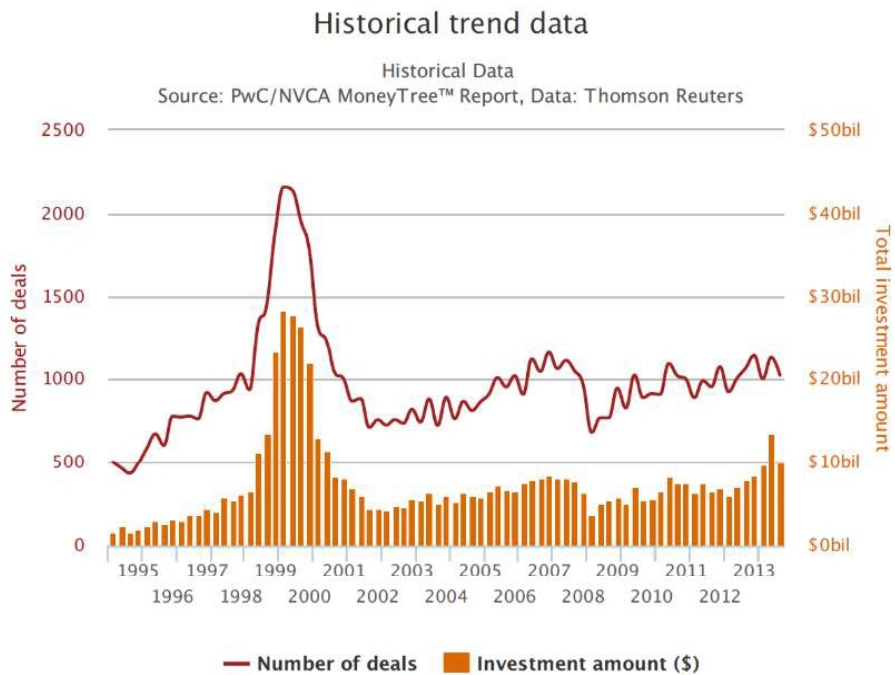
**Anexo 3: Valor relativo ao montante investido face ao número de negócios realizados em 2002.**

**U.S. VC Deals and \$ Invested (as % of Mkt.)**



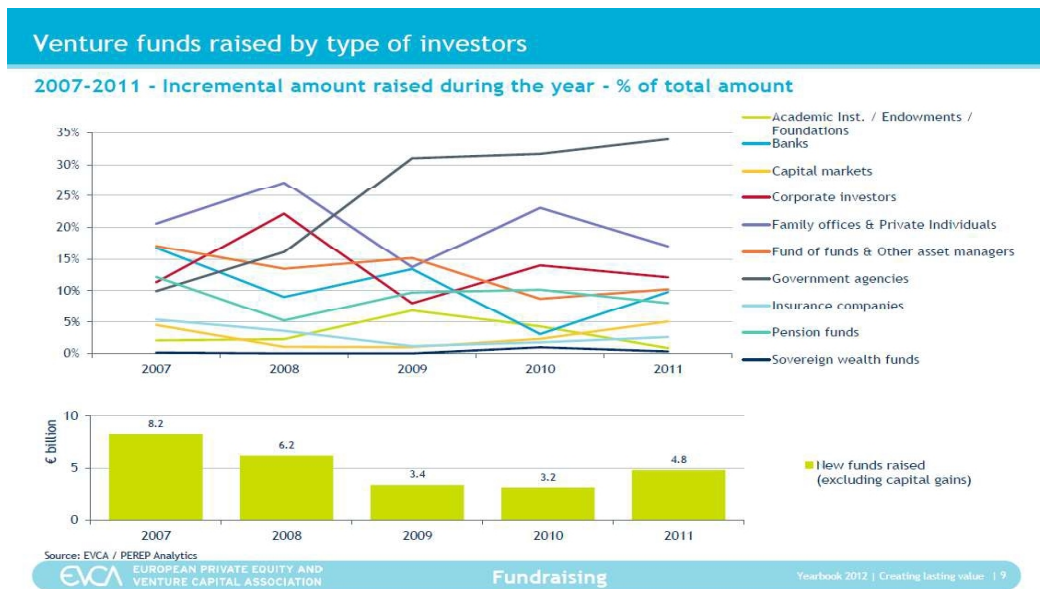
Fonte: PwC/NVCA, “MoneyTree™ Report”, 2002.

**Anexo 4: Valor relativo ao montante investido face ao número de negócios realizados em 2009.**



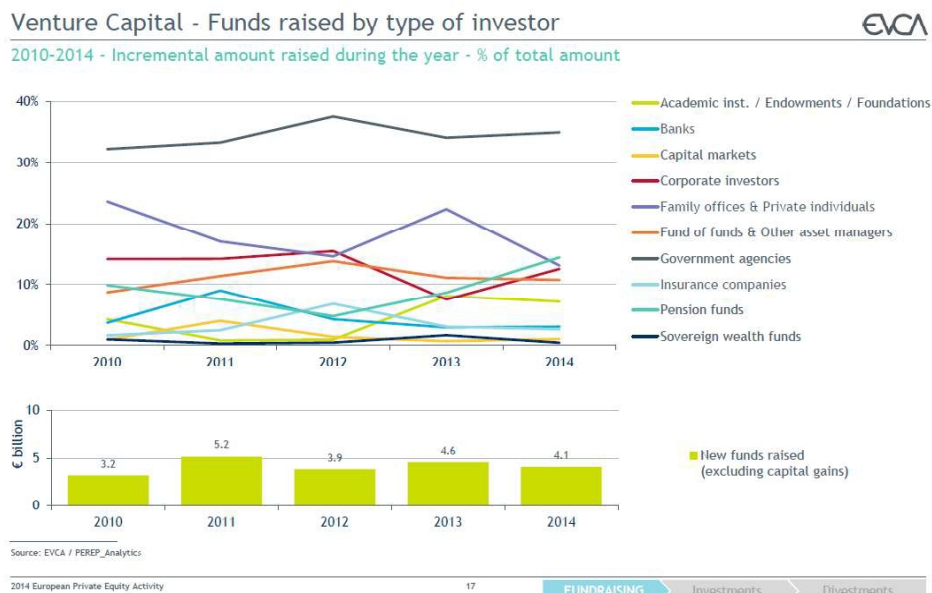
Fonte: PwC/NVCA; “MoneyTree™ Report”, 2014.

## Anexo 5: Gráfico Fundraising, principais investidores europeus



Fonte: EVCA 2007-2011

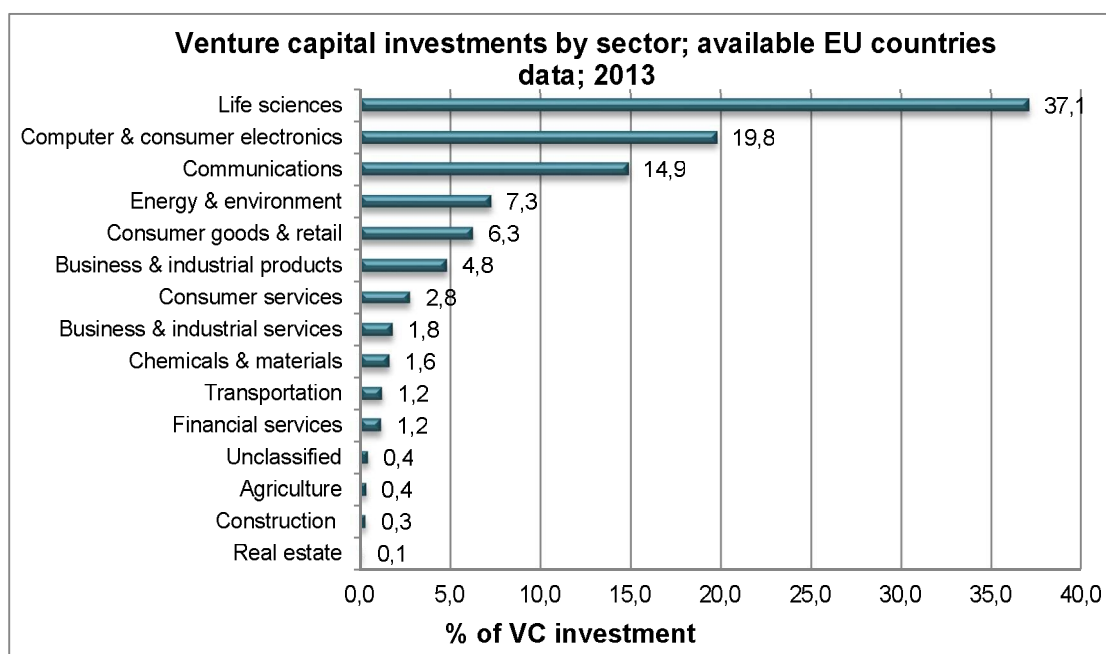
## Anexo 6: Gráfico Fundraising, principais investidores europeus.



Fonte: EVCA 2014

## Anexos 7 e 8: Evolução do tipo de investimento na Europa, por sector.

	2007		2008		2009		2010		2011		2012		2013															
	Amount	%	Number of companies	%	Amount	%	Number of companies	%	Amount	%	Number of companies	%	Amount	%														
Amounts in € thousands																												
Agriculture	30 514	0,5	24	0,7	42 975	0,7	28	0,8	18 394	0,5	19	0,6	12 465	0,3	16	0,5	7 701	0,2	15	0,5	8 056	0,3	17	0,6	12 054	0,4	17	0,6
Business & industrial products	364 214	6,1	350	10,5	417 493	6,5	395	10,8	262 010	6,9	320	10,1	249 800	6,8	294	9,7	131 706	3,6	209	7,0	116 801	3,6	239	8,0	163 006	4,8	211	7,0
Business & industrial services	170 532	2,8	157	4,7	270 859	4,3	222	6,1	107 511	2,8	232	7,4	123 334	3,4	252	8,3	92 688	2,5	233	7,9	54 293	1,7	136	4,6	61 528	1,8	130	4,3
Chemicals & materials	94 621	1,6	73	2,2	96 057	1,5	84	2,3	72 980	1,9	80	2,5	86 055	2,4	87	2,9	76 843	2,1	63	2,1	48 940	1,5	63	2,1	55 252	1,6	61	2,0
Communications	922 652	15,3	502	15,0	1 084 436	17,2	591	16,1	695 376	16,9	464	14,7	562 893	15,4	453	14,9	664 921	18,0	494	16,7	593 431	18,5	482	16,2	503 144	14,9	506	16,7
Computer & consumer electronics	1 280 475	21,3	732	21,9	1 140 280	18,1	800	21,8	711 876	18,6	675	21,4	737 857	20,2	646	21,3	674 942	18,3	625	21,1	606 413	18,9	681	22,8	669 326	19,8	711	23,4
Construction	46 214	0,8	45	1,3	86 661	1,4	56	1,5	12 701	0,3	26	0,8	19 890	0,5	25	0,8	13 384	0,4	19	0,6	8 439	0,3	17	0,6	10 426	0,3	18	0,6
Consumer goods & retail	301 981	5,0	196	5,9	322 153	5,1	213	5,8	201 270	5,3	162	5,1	159 443	4,4	157	5,2	159 490	4,3	154	5,2	199 008	6,2	130	4,4	212 047	6,3	200	6,6
Consumer services	263 331	4,4	150	4,5	156 045	2,5	133	3,6	111 800	2,9	91	2,9	94 636	2,6	107	3,5	113 416	3,1	116	3,9	154 813	4,8	128	4,3	94 245	2,8	132	4,4
Energy & environment	602 941	10,0	203	6,1	1 023 166	16,2	274	7,5	472 878	12,4	242	7,7	406 055	11,1	235	7,7	419 433	11,4	257	8,7	376 792	11,7	279	9,4	246 038	7,3	241	7,9
Financial services	144 832	2,4	30	0,9	119 369	1,9	37	1,0	34 907	0,9	28	0,9	48 602	1,3	27	0,9	101 167	2,7	16	0,5	48 457	1,5	29	1,0	39 948	1,2	41	1,4
Life sciences	1 462 642	24,8	640	19,2	1 399 102	22,2	690	18,8	1 084 196	28,4	678	21,5	1 093 358	29,9	683	22,5	1 166 114	31,6	696	23,5	942 044	29,4	664	22,3	1 255 025	37,1	695	22,5
Real estate	70 432	1,2	11	0,3	45 718	0,7	12	0,3	12 089	0,3	11	0,3	12 024	0,3	8	0,3	12 210	0,3	5	0,2	7 383	0,2	8	0,3	3 150	0,1	6	0,2
Transportation	64 604	1,1	41	1,2	77 387	1,2	55	1,5	24 457	0,6	36	1,1	50 270	1,4	35	1,2	45 615	1,2	30	1,0	37 903	1,2	25	0,8	41 860	1,2	32	1,1
Unclassified	160 942	2,7	185	5,5	37 212	0,6	77	2,1	50 523	1,3	91	2,9	4 693	0,1	14	0,5	15 599	0,4	33	1,1	4 108	0,1	23	0,8	15 155	0,4	33	1,1
Total investment	6010926,97	100	3339	100	6308935,27	100	3667	100	3822996,31	100	3155	100	3661374,94	100	3039	100	3695229,07	100	2965	100	3206839,74	100	2981	100	3382204,36	100	3034	100
Subtotal High-Tech	2 551 264	42,4	1 129	33,8	2 451 143	38,9	1 211	33,0	1 767 922	46,2	1 128	35,8	1 747 162	47,7	1 097	36,1	1 820 431	49,3	1 167	39,4	1 481 779	43,7	1 120	37,6	1 458 369	43,1	1 092	36,0

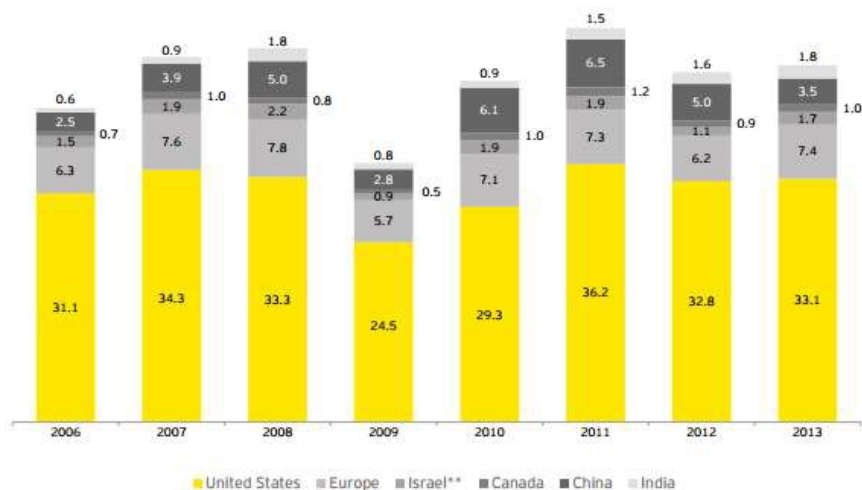


Fonte: EVCA 2007-2013

## Anexos 9 e 10: Investimento global em *venture capital* e dados estatísticos.

Global annual VC Investment 2006-13

Totals: (Rounds)	4,991	5,805	5,435	4,748	5,349	5,820	5,741	5,753
Totals: (US\$b)	42.7	49.7	50.8	35.2	46.4	54.7	47.6	48.5



Source: Dow Jones VentureSource, 2014.  
\*\*All-site Israeli companies

### Key US VC statistics

	2010	2011	2012	2013
Invested capital (US\$b)	29.2	36.2	32.8	33.1
Invested rounds	3,161	3,600	3,649	3,480
Median round size (US\$m)	4.16	4.86	4.12	4.20
Number of VC-backed IPOs	47	46	50	74
Dollars raised (US\$b)	3.2	5.3	11.2	8.2
Median time to exit (years)	8.0	6.4	7.4	6.8
Number of VC-backed M&As	593	562	490	436
Median M&A valuations (US\$m)	37.8	60.0	60.0	57.5
Median time to M&A (years)	5.3	5.3	5.2	5.0

Source: Dow Jones VentureSource, 2014

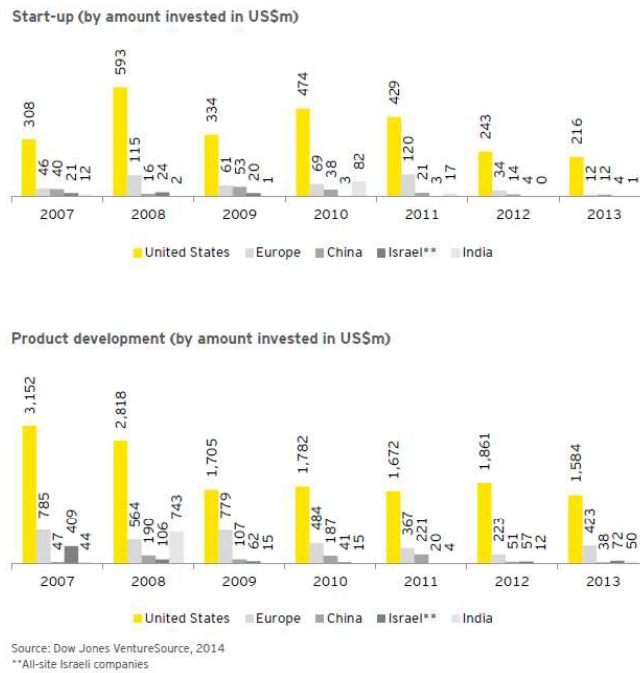
### Key Europe VC statistics

	2010	2011	2012	2013
Invested capital (US\$b)	7.1	7.3	6.2	7.4
Invested rounds	1,411	1,322	1,320	1,395
Median round size (US\$m)	2.45	2.14	1.96	1.98
Number of VC-backed IPOs	18	15	16	15
Dollars raised (US\$b)	0.6	1.0	0.5	0.6
Median time to exit (years)	3.8	9.2	6.2	6.3
Number of VC-backed M&As	217	216	162	157
Median M&A valuations (US\$m)	23.0	40.5	26.7	63.8
Median time to M&A (years)	5.7	5.5	5.9	6.3

Source: Dow Jones VentureSource, 2014

Fonte: Ernst and Young; “Global venture capital insights and trends 2014 – Global annual Vc investment 2006-2013 e Key stats 2014”; 2014

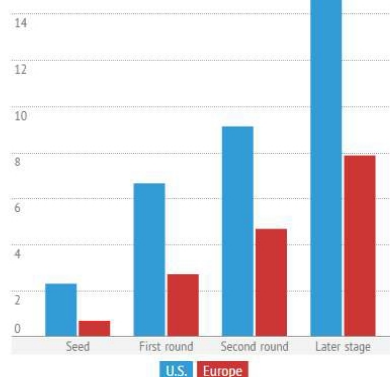
## Anexo 11: Investimento em startups e desenvolvimento de produto (seed-stage).



Fonte: Ernst and Young; “Global venture capital insights and trends 2014 – Global annual Vc investment 2006-2013 e Key stats 2014”; 2014

## Anexo 12: Montantes relativos aos negócios realizados, numa média a 10 anos.

### U.S. Vs Europe Average Deal Size (\$m)



Figures are from VentureSource, and are 10 year average

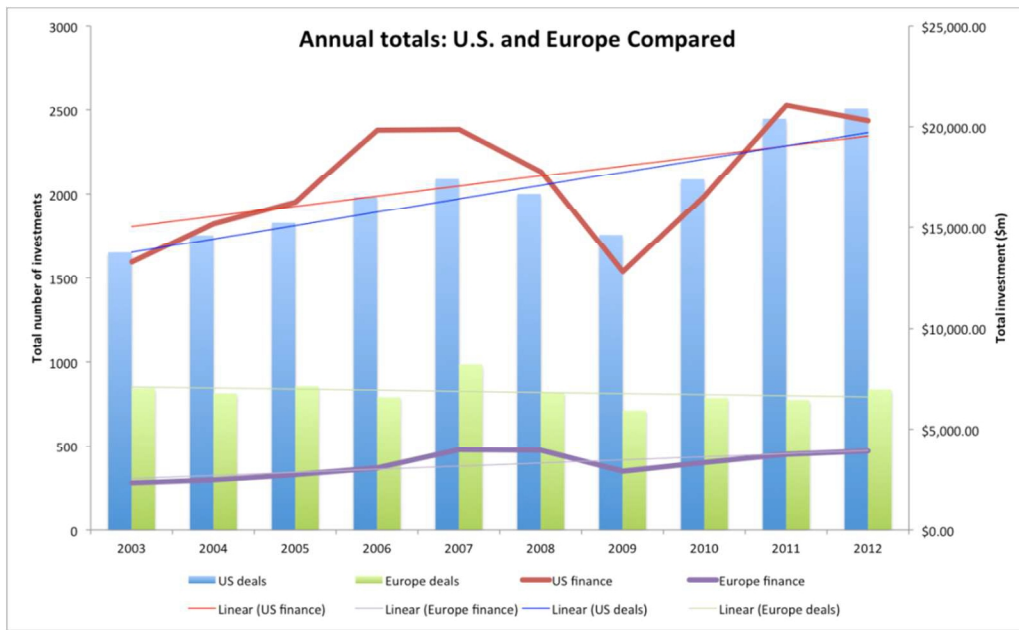
Share

Create infographics

infogr.am

Fonte: Wall Street Journal (WSJ); <http://blogs.wsj.com/tech-europe/2013/07/31/venture-capital-in-the-u-s-and-europe-compared/>; 2013.

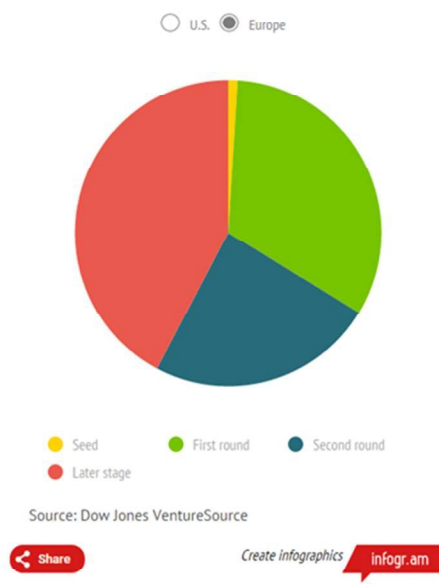
### Anexo 13: Comparação do valor total de investimento entre a Europa e EUA.



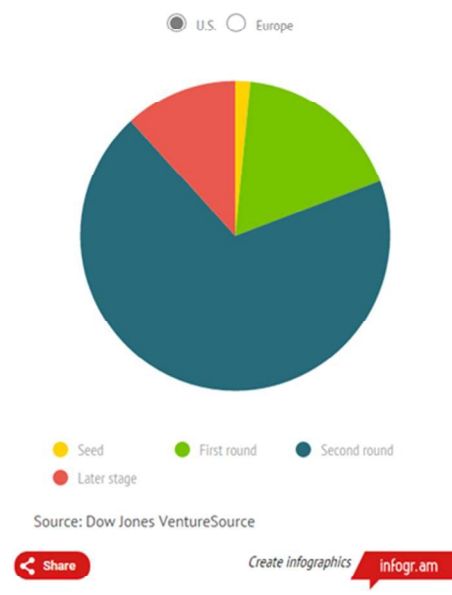
Fonte: Wall Street Journal (WSJ); <http://blogs.wsj.com/tech-europe/2013/07/31/venture-capital-in-the-u-s-and-europe-compared/>; 2013.

### Anexo 14: EUA Vs. Europa montante investido, por fase.

Europe Vs U.S. Investment by Deal Stage



Europe Vs U.S. Investment by Deal Stage



Fonte: Wall Street Journal (WSJ); <http://blogs.wsj.com/tech-europe/2013/07/31/venture-capital-in-the-u-s-and-europe-compared/>; 2013.

**Anexo 15: Dados estatísticos relativos a ofertas públicas iniciais (OPI/IPO), no seu todo e operações de OPI/IPO apoiada por sociedades de *venture capital*.**

**Figure 6—US IPO value and volume 2000–2014**



Source: PwC US IPO Watch



\*Excludes greenshoe.  
Note: Excludes IPOs on Borsa Istanbul, Zagreb Stock Exchange and Bucharest Stock exchange pre 2011

**Key US VC statistics**

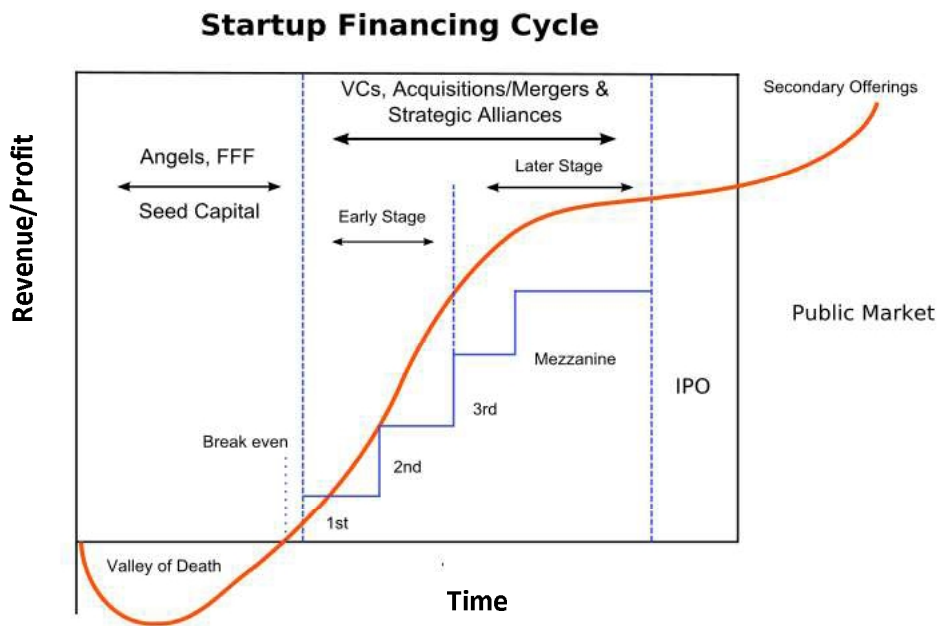
	2010	2011	2012	2013
Invested capital (US\$b)	29.2	36.2	32.8	33.1
Invested rounds	3,161	3,600	3,649	3,480
Median round size (US\$m)	4.16	4.86	4.12	4.20
Number of VC-backed IPOs	47	46	50	74

**Key Europe VC statistics**

	2010	2011	2012	2013
Invested capital (US\$b)	7.1	7.3	6.2	7.4
Invested rounds	1,411	1,322	1,320	1,395
Median round size (US\$m)	2.45	2.14	1.96	1.98
Number of VC-backed IPOs	18	15	16	15

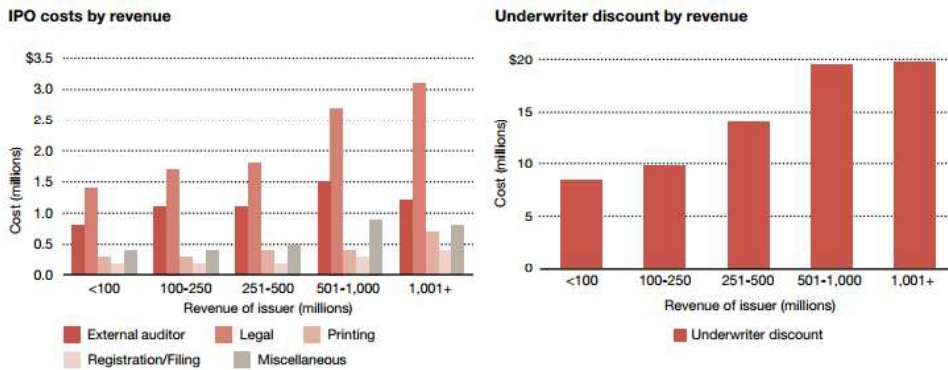
Fonte: PricewaterhouseCoopers (PwC); “IPO Watch US and UK”, 2014; (Anexo 15).  
Ernst Young; “Global venture capital insights and trends 2014, Key stats”, 2014.

**Anexo 16: Fases de Financiamento.**



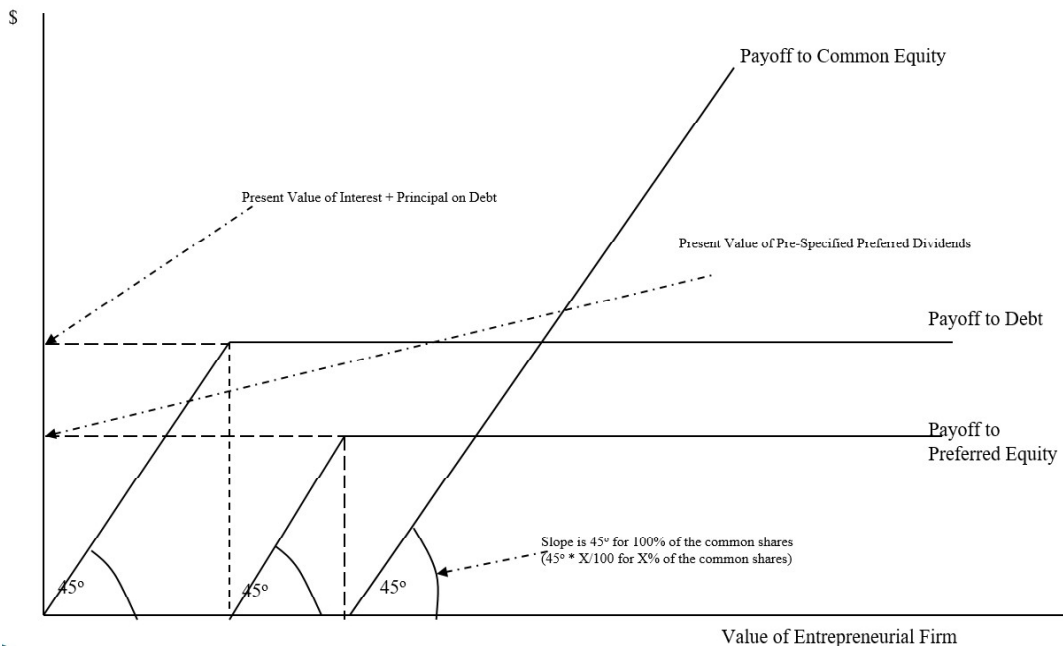
Fonte: Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014

**Anexo 17: Custos associados a ofertas públicas iniciais (OPI/IPO).**



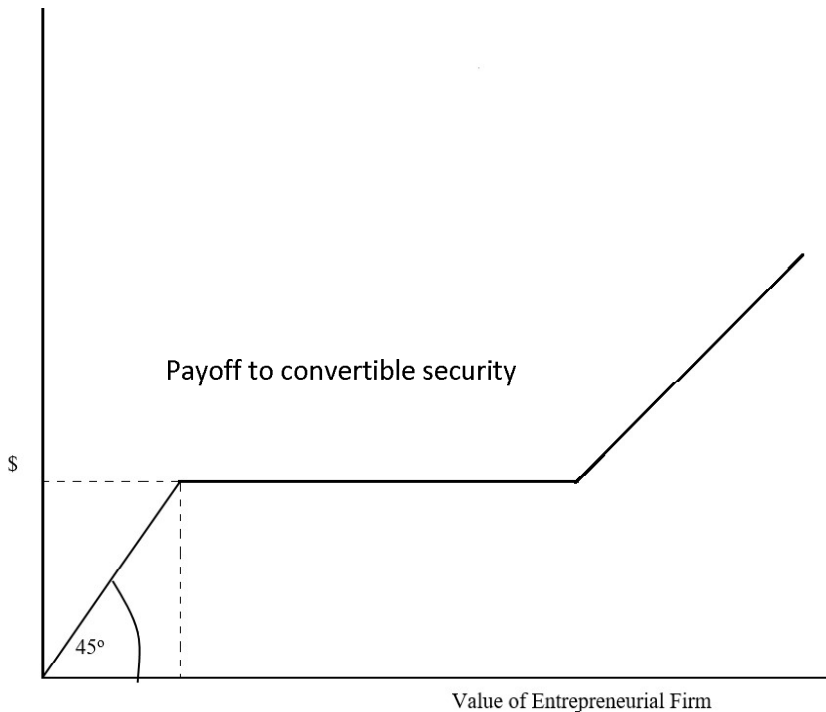
Fonte: Pricewaterhousecoopers (PwC); “Considering an IPO?The costs of going and being public may surprise you” PwC - A publication from PwC”; setembro 2012

**Anexo 18: Funções de *payoff* mediante instrumento financeiro.**



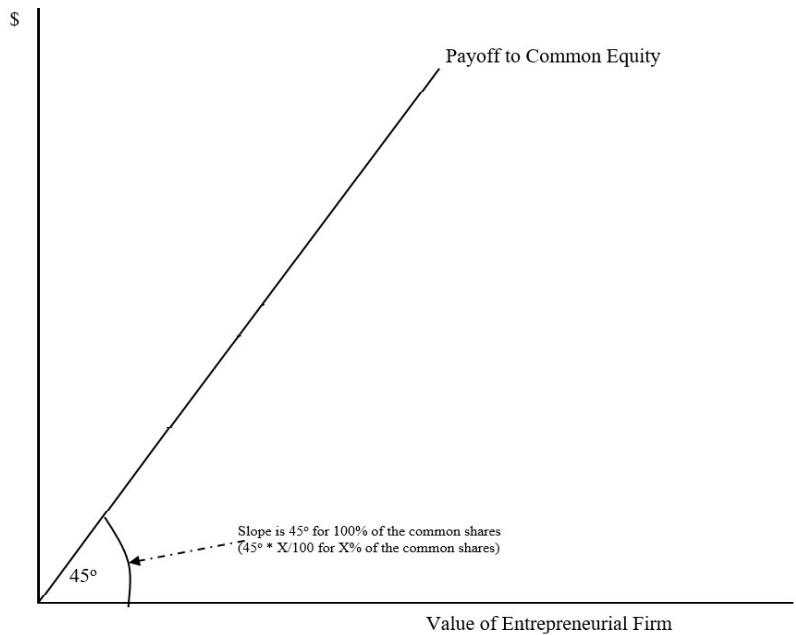
Fonte: Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014

**Anexo 19: *Payoff* título convertível.**



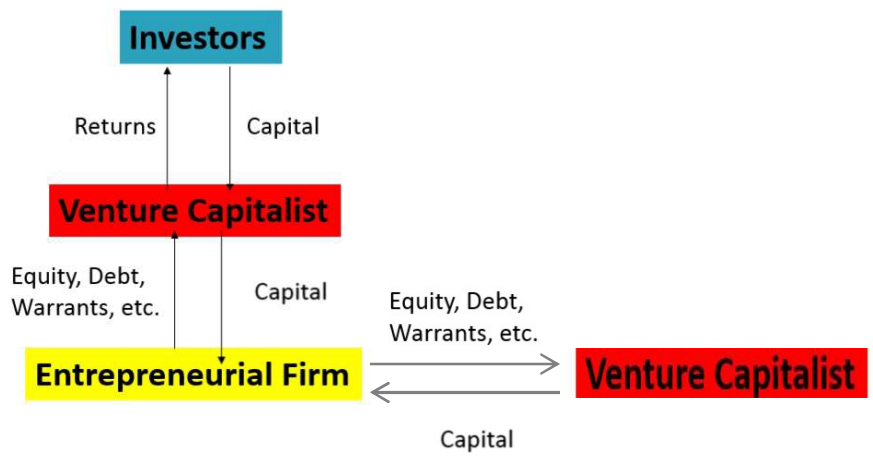
Fonte: Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014.

**Anexo 20: Payoff ações ordinárias (common stock).**



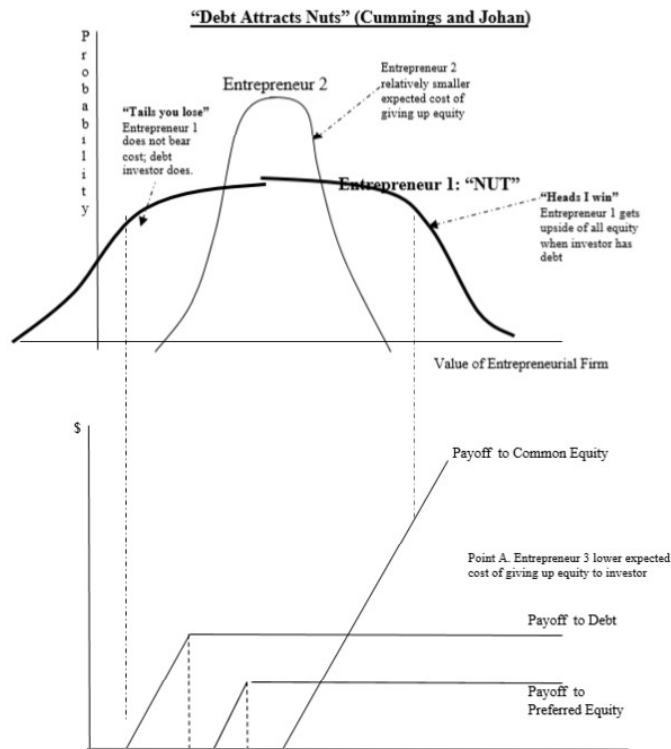
Fonte: Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014.

**Anexo 21: Potenciais problemas de agência.**



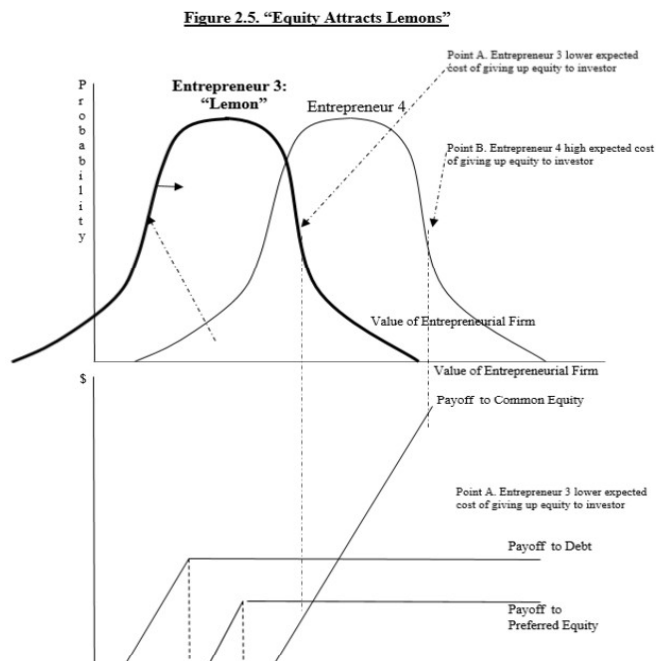
Fonte: Cumming, Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014.

**Anexo 22: Debt attracts “nuts”.**



Fonte: Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014.

**Anexo 23: Equity attracts “lemons”.**



Fonte: Cumming, Douglas J.; Johan, Sofia A., *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014.

## **Bibliografia**

### **• Autores Portugueses**

FERREIRA PINTO, Fernando A., *Contratos de Distribuição – Da tutela do distribuidor integrado em face da cessação do vínculo*, Universidade Católica Editora, 2013.

OLAVO CUNHA, PAULO, *Direito das Sociedades Comerciais*, 5ªed., Edições Almedina, 2012.

### **• Autores Britânicos**

ABRAHAMSON, Mark; JENKINSON, Tim; JONES, Howard, “Why don’t U.S. issuers demand European fees for IPOs?”, dezembro 2010.

### **• Autores Americanos**

COHEN, Susan; HOCHBERG, Yael, “Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon”, março 2014.

CUMMING, Douglas J; JOHAN, SOFIA A, *Venture Capital and Private Equity Contracting – An International Perspective*, 2ª ed., Elsevier, 2014.

FREEMAN, R. Edward; REED, David L, “Stockholders and Stakeholders: A new perspective on Corporate Governance”, *California Management Review*, vol. 25, Issue 3, 1983.

GOMPERS, Paul; LERNER, Josh, “The Venture Capital Revolution”; *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, nº 2, 2001.

HELLMANN, T., “Venture capital and the allocation of control rights”, *Rand Journal of Economics*, vol. 29, nº 1, 1998.

HORNGREN, Charles T, *Cost Accounting: A Managerial Emphasis*, 14ªed., Pearson, 2014.

KAPLAN, Steven; LERNER, Josh, “It Ain’t Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital”, *Journal of Applied Corporate Finance*, vol.22, nº 1, 2009.

LILES, P., “Sustaining the Venture Capital Firm”, *Cambridge: Management Analysis Center*, 1977.

MORDUCH, J., “The microfinance promise”, *Journal of Economic Literature*, vol. 37, dezembro 1999.

MAYNWARD, Therese H; WARREN, Dana, *Business Planning – Financing the startup Business and venture Capital Financing*, 2ªed, Wolters Kluwer, 2014.

O’KELLEY, Charles R.T; THOMPSON, Robert B., *Corporations and Other Business Associations – Cases and Materials*, 7ªed, Wolter Kluwer, 2014.

SHANE, Scott., “The importance of angel investing in financing the growth of entrepreneurial ventures”, Small Business Administration of Advocacy Working Paper, nº 331, setembro 2008.

#### • Autores Dinamarqueses

POETZ, M., SCHREIER, M., “The value of crowdsourcing: can users really compete with professionals in generating new product ideas?”, *Journal of Product Innovation Management*, vol. 29, março 2012.

#### • Autores Espanhóis

MACHO-STADLER, Inés; PÉREZ-CASTRILLO, J. David, *An Introduction to the Economics of Information – Incentives and Contracts*, 2ª ed., Oxford University Press, 2001.

#### • Autores Italianos

BOTAZZI, Laura; DA RIN, Marco, “Venture capital in Europe and the financing of innovative companies”, *Economic Policy*; vol. 17, nº. 34, 2002.

#### • Relatórios consultados

European IPO Task Force, “Rebuilding IPOs in Europe Creating jobs and growth in European capital markets”, março 2015.

Ernst Young, “Global venture capital insights and trends 2014, Key stats”; 2014.

Pricewaterhousecoopers (PwC), “Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you” PwC - A publication from PwC”; setembro 2012.

PricewaterhouseCoopers (PwC), “IPO Watch US and UK”, 2014.

PwC/NVCA, “MoneyTree™ Report”, 2002.

PwC/NVCA, “MoneyTree™ Report”, 2014.

Relatório da Comissão Europeia, “Risk capital: a key to job creation in the European Union”, 1998.

Relatório do Committee of Wise Men sobre a regulação europeia dos valores mobiliários e dos mercados, “Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Market”, 2001.