



João José Alves da Silva Santos Oliveira

# Financiamento em *Startups* Tecnológicas

Capital de Risco – Um caso de insucesso

Relatório de Estágio apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra  
para obtenção do grau de Mestre em Gestão

Dezembro de 2015



UNIVERSIDADE DE COIMBRA





FEUC FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

João José Alves da Silva Santos Oliveira

# Financiamento em *Startups* Tecnológicas

## Capital de Risco – Um caso de insucesso

Relatório de Estágio apresentado à Faculdade de Economia  
da Universidade de Coimbra para a obtenção do grau de  
Mestre em Gestão

**Entidade de Acolhimento:** Maps With Life, S.A.

**Orientador Académico:** Doutora Isabel Maria Correia Cruz

**Supervisor Profissional na Entidade de Acolhimento:** Doutor Hugo Grácio

Coimbra, 2015

Imagem da capa: Adaptado de Pictures of Money  
Disponível em: <https://www.flickr.com/photos/pictures-of-money/17123254699/>

## **Agradecimentos**

Este relatório marca o fim de mais uma etapa no meu percurso acadêmico. Apesar de se tratar de um trabalho individual, muitas pessoas contribuíram direta ou indiretamente para o seu desenvolvimento, A estas, gostaria aqui, então, deixar uma palavra de apreço.

Aos meus pais pelo carinho, compreensão e paciência que tiveram para comigo ao longo destes anos e pelas oportunidades que me proporcionaram. Um agradecimento particular à minha mãe, pelo apoio dado na elaboração do relatório.

À Maps With Life, especialmente ao Hugo e ao Pedro, pela integração na empresa e pelos conhecimentos transmitidos e experiência proporcionada.

À minha orientadora, a professora Doutora Isabel Cruz, pelas recomendações, críticas e disponibilidade que foram essenciais para a conclusão do trabalho.

Aos meus amigos, por todos os momentos.



## Resumo

O presente relatório aborda o tema do Capital de Risco e resulta do estágio curricular no âmbito do Mestrado em Gestão da Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, na empresa Maps With Life. Deveria ter decorrido no período compreendido entre 3 de fevereiro e 8 de junho, mas, devido ao imprevisível encerramento da empresa, terminou a 8 de maio. Inicialmente, o estágio iria versar apenas a área financeira, no entanto, pelo facto do plano inicialmente previsto ter sido cumprido em muito menos tempo que o estipulado, o âmbito foi alargado à área de desenvolvimento do negócio. A empresa, investida por duas Sociedades de Capital de Risco, viu o seu financiamento cortado durante os primeiros seis meses da sua fase *early stage*. Conflitos de interesses no seio da empresa foi a alegada razão para a cessação do investimento. No entanto, a indiferença e passividade demonstrada pelos investidores despertaram a curiosidade sobre outras causas que pudessem estar presentes. Assim, socorrendo-se da literatura disponível, o presente relatório aprofunda o tema Capital de Risco e tem como objetivo investigar possíveis razões que levaram ao encerramento da empresa. Ainda que estas não sejam possíveis de concluir com exatidão, são formuladas várias teorias que podem ter provocado essa decisão. Foi possível clarificar que não é apenas o capital que interessa. Para além dele, um bom relacionamento Capitalista de Risco-Empresa é importante, mas antes disso é essencial existir uma boa relação entre os sócios da empresa e que, possíveis divergências que possam surgir sejam solucionadas a partir de um diálogo interno.

**Palavras-chave:** Capital de Risco; *Startup*; Empreendedorismo; Conflito de Interesses; Financiamento



## **Abstract**

The following report addresses the venture capital topic and it's a result of an internship of the Master in Management from the University of Coimbra in the company Maps With Life. It should have occurred between February 3rd and June 8th, but due to an unforeseen closure of the company, was completed on May 8th. Initially, the internship ought to address only the financial area, however, due to an early finish of the planned tasks, its scope was extended to business development area. The company, invested by two venture capital firms, got their funding cut during the first six months of their early stage phase. Conflicts of interest within the company were the alleged reason for the termination of the investment. However, unconcern and apathy shown by investors awakened the curiosity about other potential causes that might have ended the company. Therefore, using the available literature, this report researches the subject Venture Capital and aims to investigate possible reasons for the company's closure. Although it is not possible to conclude with accuracy these reasons, several theories that may have caused this decision will be formulated. It was possible to clarify that it is not only the capital that matters. Besides this, a good Venture Capitalist-Entrepreneur relationship is important, but before that, it is essential a good relationship between partners and that possible differences that may arise within the company are resolved with an internal dialogue.

**Keywords:** Venture Capital; Startup; Entrepreneurship; Conflict of Interests; Financing



## Lista de Siglas

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento

ARD – American Research and Development

BVCA – British Private Equity & Venture Capital Association

CEO – *Chief Executive Officer*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

EVCA – European Private Equity & Venture Capital Association

FCR – Fundo de Capital de Risco

IAPMEI - Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

IPN – Instituto Pedro Nunes

IPO – Initial Public Offering

MBI – *Management Buy-in*

MBO – *Management Buyout*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

SCR – Sociedade de Capital de Risco

SBIC – *Small Business Investment Corporations*

VC – *Venture Capitalist*



## Lista de Figuras

Figura 1 - Organograma da Maps With Life S.A. ....	3
Figura 2 - Montante Investido em Capital de Risco de 1969 a 1999 .....	18
Figura 3 - Investimento de <i>Venture Capital</i> entre 2005 e 2013 na Europa e EUA .....	35
Figura 4 - Rácio entre Investimento em <i>Venture Capital</i> e PIB em 2014 .....	36
Figura 5 - Evolução do Investimento Europeu por Fases de <i>Venture Capital</i> .....	37
Figura 6 - Investimento de <i>Venture Capital</i> por Setor na Europa de 2007 a 2014 .....	37
Figura 7 - Evolução do número de SCR em Portugal entre 1986 e 1998 .....	38
Figura 8 - Montante Investido em <i>Venture Capital</i> em Portugal.....	39
Figura 9 - Número de empresas investidas em Portugal .....	39
Figura 10 - Evolução do Investimento Europeu por Fases de <i>Venture Capital</i> .....	40
Figura 11 - Investimento de <i>Venture Capital</i> por Setor em Portugal de 2007 a 2014.....	41



# Índice

<b>I.</b>	<b>Introdução.....</b>	<b>1</b>
I.1.	Motivação .....	1
I.2.	Estrutura do relatório .....	1
<b>II.</b>	<b>A Empresa .....</b>	<b>3</b>
II.1.	Apresentação da Empresa .....	3
II.2.	Estrutura Organizacional .....	3
II.3.	História.....	4
<b>III.</b>	<b>O Estágio .....</b>	<b>9</b>
III.1.	Objetivos do Estágio .....	9
III.2.	Tarefas Realizadas .....	10
III.2.1.	Modelos Financeiros.....	10
III.2.2.	Levantamento de possíveis parceiros e respetivo contacto.....	11
III.2.3.	Testes à aplicação .....	11
III.2.4.	Manual de utilização para <i>beta testers</i> e futuros colaboradores.....	12
III.2.5.	Início do documento de Pedido Provisório de Patente .....	12
III.2.6.	<i>Business Plan</i> .....	13
III.3.	Escolha do tema .....	13
<b>IV.</b>	<b>Revisão Teórica.....</b>	<b>15</b>
IV.1.	Breve introdução aos tipos de financiamento de Startups.....	15
IV.2.	História do Capital de Risco .....	17
IV.3.	Noção de Capital de Risco .....	20
IV.4.	Fases do Capital de Risco.....	24
IV.5.	Tipos de Investidores em Capital de Risco.....	27
IV.5.1.	<i>Venture Capitalists</i> – Sociedades e Fundos de Capital de Risco .....	27
IV.5.2.	<i>Business Angels</i> .....	29
IV.5.3.	<i>Corporate Venturing</i> .....	31
IV.6.	Processo de Investimento .....	31
IV.7.	Desinvestimento ( <i>Exit</i> ).....	33
IV.8.	Capital de Risco na Europa e em Portugal .....	34
IV.8.1.	Na Europa.....	34

IV.8.2. Em Portugal .....	38
<b>IV.9. Fatores determinantes no Capital de Risco .....</b>	<b>42</b>
<b>IV.10. Conflitos VC-Empreendedor .....</b>	<b>43</b>
<b>V. Capital de Risco – Caso Maps With Life.....</b>	<b>45</b>
V.1. PNV Capital e Portugal Ventures.....	45
V.2. Processo de Investimento .....	46
V.3. Ocorrências.....	48
V.4. Teoria vs. Prática.....	49
V.5. Possíveis motivos para o desinvestimento .....	50
<b>VI. Conclusão .....</b>	<b>53</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>55</b>
<b>Anexos</b>	

# **I. Introdução**

## **I.1. Motivação**

Chegados ao último ano do Mestrado em Gestão, os alunos são confrontados com uma tomada de decisão em relação à conclusão dos seus estudos para a obtenção do grau de mestre: a elaboração de uma tese ou a frequência de um estágio curricular, durante um período de aproximadamente quatro meses, numa empresa disposta a acolhê-los. Considerando a segunda opção como a oportunidade ideal para aplicar, aperfeiçoar no mundo empresarial, os conhecimentos teóricos adquiridos ao longo do curso e minimizar o impacto da transição entre os estudos e o mundo do trabalho, decidi então enveredar por esta última solução.

O presente relatório resulta da frequência de um estágio curricular na empresa Maps With Life, S.A., inicialmente prevista para o período entre 3 de fevereiro e 8 de junho. Tem como objetivo apresentar a organização, as tarefas nela desenvolvidas e, de uma forma concisa, as inesperadas ocorrências na organização durante este período. Pretende, ainda, elaborar uma componente teórica cujo tema – Capital de Risco – foi escolhido não apenas pelo seu papel no financiamento de *startups* e o crescimento significativo que sofreu nos últimos 25 anos (Caetano, 2013, p. 13), mas, principalmente, pelos acontecimentos ocorridos durante o estágio, que conduziram ao encerramento da empresa.

## **I.2. Estrutura do relatório**

Para além deste primeiro capítulo, em que se resume a motivação e a estrutura do relatório, esta dissertação é composta por mais cinco.

No segundo capítulo é apresentada a entidade de acolhimento, onde se expõe a história da empresa e se esquematiza a sua estrutura organizacional.

Prossegue-se com o terceiro capítulo, onde são enumerados os objetivos previstos para o estágio, é feita uma descrição detalhada das tarefas realizadas e, por último, é explicada a escolha do tema Capital de Risco.

O enquadramento teórico do tema escolhido é feito no quarto capítulo. São abordados todos os pontos considerados essenciais à sua compreensão, começando com um resumo generalizado dos vários tipos de financiamento a *startups*, seguindo-se uma breve composição da história da indústria do capital de risco, seu conceito, tipos de investidores, fases e processo de investimento. É, posteriormente, realizada uma resenha histórica desta indústria, na Europa e em Portugal. O capítulo é concluído com a apresentação dos fatores determinantes para o sucesso do capital de risco e dos possíveis conflitos que possam ocorrer durante o investimento numa empresa.

No quinto capítulo, com base na revisão bibliográfica sobre o tema escolhido, é feito um confronto entre o que prescreve a literatura e a realidade vivenciada na empresa. Faz-se uma caracterização das Sociedades de Capital de Risco que investem na empresa, uma descrição do processo de investimento que a Maps With Life sofreu e, ainda, um relato dos acontecimentos ocorridos nesta empresa.

Para finalizar, no sexto e último capítulo, será redigida uma conclusão com base num confronto entre as situações presenciadas ao longo do estágio e a literatura estudada. Será também realizado um balanço das aprendizagens adquiridas no estágio e serão apresentadas sugestões para futuras investigações.

## II. A Empresa

### II.1. Apresentação da Empresa

A Maps With Life, S.A. é uma startup portuguesa criada em agosto de 2013, de um *spin-off* da iNovmapping, Lda., e está atualmente sediada na incubadora de empresas do Instituto Pedro Nunes (IPN), em Coimbra - vencedor do prémio de Melhor Incubadora de Base Tecnológica do Mundo, em 2010.

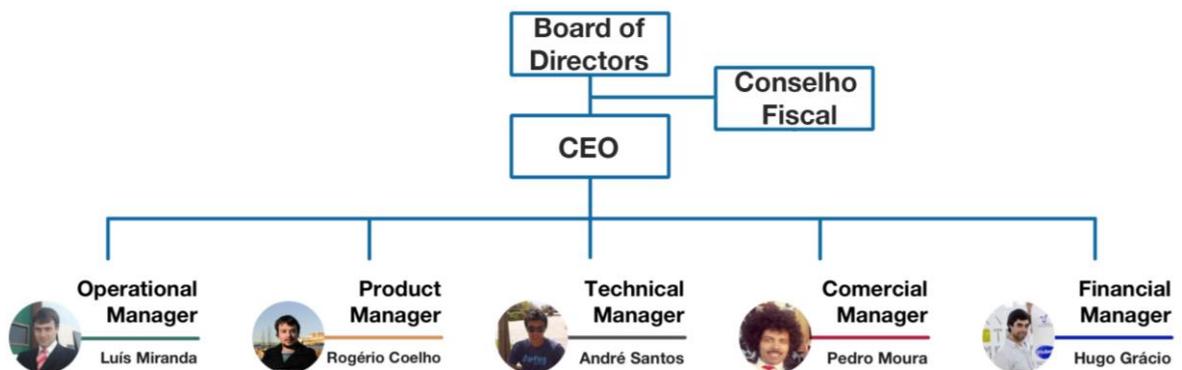
A empresa foi fundada pelos cinco sócios que detinham a iNovmapping, em conjunto com as Sociedades de Capital de Risco (SCR) Portugal Ventures e Busy Angels (através da PNV Capital).

Assim como a sua empresa-mãe, a Maps With Life é uma empresa de base tecnológica que tem como atividade a programação de *software* para plataformas de internet com animação informática e conteúdos geográficos, cujo desenvolvimento dos seus produtos abrange não só a *web*, mas também aplicações *mobile*.

### II.2. Estrutura Organizacional

A Maps With Life foi constituída sob forma de uma sociedade anónima com capital social de 50.000€, repartido entre sete partes: os cinco sócios provenientes da iNovmapping e duas Sociedades de Capital de Risco.

Figura 1 - Organograma da Maps With Life S.A.



A estrutura organizacional da Maps With Life encontra-se sintetizada no seguinte organograma (ver figura 1), por forma a esquematizar os cargos, e as respetivas funções, de cada um dos sócios.

Visto tratar-se de uma Sociedade Anónima, tem um Conselho de Administração (*Board of Directors*), composto por cinco membros: três colaboradores da empresa – Dr. Hugo Grácio (Presidente do Conselho de Administração), Dr. Pedro Moura, Dr. Rogério Coelho – e um membro de cada SCR. Para além do Conselho de administração, existe, ainda, um Conselho Fiscal composto pelo sócio Hugo Grácio e um membro de cada SCR.

Como apresentado no organograma, o reduzido número de pessoal leva a que cada colaborador da empresa seja responsável por uma distinta secção que vai ao encontro das suas aptidões, sendo:

- Departamento operacional – Dr. Luís Miranda, responsável pela gestão administrativa e dos recursos humanos da empresa;
- Departamento de projetos – Dr. Rogério Coelho, responsável pela assistência, monitorização e conceptualização de projetos desenvolvidos;
- Departamento tecnológico – Eng.º André Santos, responsável pela estruturação e arquitetura de programação e *software* e por toda a conceção dos projetos;
- Departamento comercial – Dr. Pedro Moura, responsável pela gestão e desenvolvimento do negócio e atividades de *marketing*;
- Departamento financeiro – Dr. Hugo Grácio, responsável pela gestão e controlo financeiro da empresa e por garantir o equilíbrio e solidez financeira.

Devido à falta de pessoal técnico, sendo uma empresa do ramo tecnológico, esta encontrava-se em fase de recrutamento, a fim de acelerar o processo de desenvolvimento do projeto vigente.

### **II.3. História**

Tudo começou com o youbeQ, um projeto que teve génese dentro da iNovmapping, empresa criada em 2009, por dois estudantes finalistas da Licenciatura em Geografia, a partir de um projeto iniciado na Universidade de Coimbra, que fazia modelação de mapas 3D para plataformas da Google, cujo modelo de negócio era maioritariamente *Business-to-Business*, como por exemplo:

Câmaras Municipais, Gabinetes de Turismo, Agências Turísticas e outras organizações que pretendessem ver os seus edifícios representados nos mapas da Google. Uma vez que os fundadores se queriam dedicar exclusivamente à parte técnica (modelação 3D) e se verificava um crescimento nas vendas, havia necessidade de contratar alguém para as áreas comercial, financeira e técnica (programação). Foi nesse momento que entraram na empresa três novos colaboradores, Pedro Moura, Hugo Grácio e André Santos, que se iriam dedicar, respetivamente, às áreas referidas anteriormente, com a finalidade de expandir a área de atuação da empresa para novos mercados, colmatando, assim, a lacuna evidente de colaboradores nestas áreas fulcrais – para uma empresa que pretendia crescer e aumentar o seu volume de negócios. A entrada dos três novos trabalhadores, em 2011, coincidiu, no entanto, com o período de crise económica em Portugal, o que impossibilitou a tomada do rumo pretendido.

Nesta nova conjuntura, a empresa enfrentou fortes dificuldades financeiras, causadas pela quebra nas vendas, tendo estado mesmo em vias de fechar portas. No entanto, foi na reunião em que todos pensavam ser a de despedida, que foi decidido unanimemente fazer um último esforço, mesmo não havendo recursos financeiros e avançar com uma ideia interna, totalmente inovadora e com um modelo de negócio *Business-to-Consumer*, diferente da que tinham até então. Dava-se, assim, início ao projeto youbeQ.

Esta nova ideia aproveitava aquilo que a empresa sabia fazer bem, modelação 3D sobre as plataformas da Google, aliando-lhe uma forte componente de vertente social. O youbeQ consistia numa rede social, em que o utilizador tomava a forma de um *avatar* que podia viajar livremente pelo mundo – representado no Google Earth, usando os modelos 3D criados pela empresa – e conhecer, virtualmente, cidades, sendo que, caso outro utilizador se encontrasse na mesma localização (virtual), estes se conseguiriam ver, comunicar entre si e juntos conhecer, por exemplo, apenas uma cidade ou até o mundo inteiro, estando, no entanto, em localizações (físicas) distintas. Estava, assim, criada a primeira rede social mundial sobre o Google Earth. O *buzz* criado à volta desta nova plataforma

passou além-fronteiras, o que fez o youbeQ angariar milhares de utilizadores (atualmente 165.000<sup>1</sup>), sem qualquer investimento.

Este enorme crescimento, sem qualquer investimento, despertou a curiosidade de algumas SCR, nomeadamente, PNV Capital e Portugal Ventures que, mesmo não tendo experiência no mercado que o youbeQ explorava, demonstraram interesse na ideia. Uma vez que estas SCR queriam exclusivamente o youbeQ e não outro qualquer produto da iNovmapping, este foi transferido para propriedade dos seus cinco criadores, os trabalhadores da iNovmapping e, posteriormente, integrado numa nova empresa – a Maps With Life, S.A. – que iria receber coinvestimento por parte destas SCR.

O investimento recebido tinha o propósito da empresa ir a Silicon Valley validar a ideia com os melhores empreendedores do mundo e, em caso afirmativo, negociar uma nova ronda de investimento.

A resposta de Silicon Valley foi, no entanto, negativa. Mesmo elogiando o trabalho de engenharia e a tecnologia desenvolvidos, o modelo de negócio já tinha entrado em desuso. Primeiro, angariar o máximo número possível de utilizadores e, apenas depois, procurar formas de monetizar a plataforma, já não era considerado um plano válido. O youbeQ era uma plataforma muito ambiciosa e com grande potencial, graças às suas inúmeras utilidades. Pretendia resolver vários problemas, no entanto, devido à sua complexidade, não conseguia resolver qualquer um. Mesmo assim, e devido ao bom trabalho realizado até então, foi sugerido aproveitar parte da tecnologia desenvolvida, transacioná-la para o mercado *mobile* e resolver de forma simples um problema concreto, continuando, da mesma forma, a trabalhar sobre mapas, área onde a empresa detinha o seu *know-how*.

Após o regresso, a equipa entrou em fase de *brainstorming* a fim de encontrar uma ideia em conformidade com as recomendações recebidas em Silicon Valley. Foi a dificuldade recorrente em explicar a localização da sua casa, que serviu de mote a Pedro Moura, para a idealização e, após aprovação unânime de todos os sócios, a consequente conceção do mais recente produto da empresa, o

---

<sup>1</sup> Fonte: [www.youbeq.com](http://www.youbeq.com), consultado a 24 de Junho de 2015.

*joinmymap*, que, por motivos de confidencialidade, não poderá ser descrito. Esta nova ideia permitia à empresa combinar parte da tecnologia desenvolvida com a plataforma *mobile*, aproveitando assim as sugestões trazidas de Silicon Valley.

Foi desenvolvido um protótipo para que, após o desenvolvimento de um plano de negócios, recomeçassem as reuniões para uma nova ronda de investimento. O produto foi recebido com grande entusiasmo por parte dos investidores e a novembro de 2014 foi aprovado o novo investimento que teve como objetivo o desenvolvimento e conclusão do produto e a sua introdução e expansão no mercado.

Foi durante esta nova ronda, no decurso do desenvolvimento do produto, e após problemas internos a expor no capítulo V, que levaram ao corte do investimento por parte das SCR, que a empresa encerrou a sua atividade, em maio de 2015.



### III. O Estágio

O estágio, que foi supervisionado pelo *Chief Executive Officer* (CEO) Hugo Grácio e deveria ter decorrido entre 3 de fevereiro de 2015 e 8 de junho de 2015, foi encurtado, terminando a 8 de maio de 2015 quando, em Assembleia Geral, e pelos motivos mais à frente relatados, foi decidido o encerramento da empresa. Esta antecipação não pôs em causa, no entanto, a totalidade das 700h de permanência na empresa devido às horas extraordinárias efetuadas, diariamente, desde o primeiro dia de estágio (realizando tarefas além das previstas no protocolo) e à criação, em abril, de um *business plan* para candidatura a um financiamento de 75.000€ por parte da aceleradora Soul-FI<sup>2</sup>, o que requereu mais de doze horas diárias de trabalho nesse mês.

#### III.1. Objetivos do Estágio

Os objetivos iniciais propostos no protocolo de estágio curricular cingiam-se à área financeira da empresa e pretendiam que fossem desenvolvidas capacidades de *report* de gestão, orçamentação e elaboração de planos de negócio. Visavam uma introdução prática aos conceitos contabilísticos e financeiros no dia a dia das empresas.

Entre as tarefas previstas, pretendia-se:

- Apoio ao desenvolvimento de relatórios de gestão e mapas de tesouraria mensais;
- Análise de Balanços, Balancetes e Demonstrações de Resultados. Desenvolvimento de modelos financeiros em Excel com orçamentação detalhada, análise e previsão de custos e proveitos de rentabilidade.
- Apoio no desenvolvimento de planos de negócio para futuros investimentos;

---

<sup>2</sup> Soul-Fi é uma das aceleradoras do FIWARE – um projeto financiado pela Comissão Europeia no âmbito do programa *Future Internet Public Private Partnership* – e tem como objetivo fazer crescer serviços e soluções inovadores baseados na *web*.

- Acompanhamento da introdução de plano de faturação e pagamentos da empresa a colaboradores e clientes.

Como a realização da maioria das tarefas, de frequência mensal, não necessitava de muitos dias de trabalho, para não estar sujeito a períodos menos produtivos, foi-me proposto dar apoio a outra área da empresa, a de *Business Development*. A determinação de me tornar o mais prestável possível para a empresa, associada a toda a aprendizagem que poderia retirar desta experiência e, ainda, devido ao meu interesse pela área tecnológica onde a empresa operava, fez-me aceitar prontamente este pedido.

## **III.2. Tarefas Realizadas**

Nesta secção será elaborado um resumo das tarefas que me comprometi a realizar. Na sequência de um termo de confidencialidade por mim assinado, o teor destas não poderá ser divulgado.

### **III.2.1. Modelos Financeiros**

Com o objetivo de agregar toda a informação em suporte informático, para facilitar a sua consulta, controlo e a fim de ser utilizada de forma a poder prever gastos ou rendimentos futuros, foi-me solicitada a transcrição de todos os balancetes, balanços e demonstrações de resultados (documentos facultados prontamente no primeiro dia) e a sua atualização mensal, em Excel, em conformidade com o acordo de Sistema de Normalização Contabilística português. O propósito deste documento não era apenas o aumento do controlo interno da contabilidade da empresa ou facilitar a execução dos seus orçamentos anuais, mas também uma exigência dos investidores da empresa, que mensalmente pretendiam verificar a contabilidade.

Dentro desta temática, foi-me ainda requerida a elaboração de um modelo financeiro que previsse os possíveis resultados da empresa. Devido aos diversos fatores externos a que uma empresa está sujeita é vantajosa a sua elaboração, de forma a delinear estratégias de acordo com os vários cenários possíveis. Para a construção deste modelo, visto ter apenas um dado concreto, o valor da subscrição mensal, realizei um levantamento de outras variáveis que considerei fulcrais para

o tornar o mais fidedigno possível, como: a percentagem média de retenção de utilizadores (após a instalação de uma aplicação); a percentagem média de utilizadores que poderiam recomendar a aplicação a amigos; o custo médio que uma empresa tem de investir para adquirir um utilizador; o valor médio de receitas em publicidade dentro da aplicação (na versão que seria gratuita) tendo em conta o número dos utilizadores que a visualizavam e o tempo despendido nela.

Com as variáveis pressupostas, alterando o valor destas, *ceteris paribus*, elaborei o modelo solicitado com várias análises de sensibilidade, de modo a torná-lo o mais fiável e realista possível.

### **III.2.2. Levantamento de possíveis parceiros e respetivo contacto**

De forma a maximizar a utilidade e a rentabilidade do produto, foi-me pedido um levantamento, e posterior contacto, de parceiros que pudessem ser adicionados à aplicação e a criação de uma base de dados. Esta lista estava dividida em dois grupos: os “parceiros de consulta” e “parceiros afiliados”.

O primeiro, tal como o nome refere, seria composto por aqueles a quem íamos pedir o acesso à sua base de dados, de forma a complementar a aplicação (ex. Google Places; TripAdvisor). Dentro desta lista, interessava detalhar os países onde estes parceiros atuavam e o custo do acesso à sua base de dados.

O segundo seria constituído pelos que nos iam permitir aumentar a rentabilidade da aplicação, ao dar uma comissão por cada vez que direccionássemos um utilizador nosso para os seus serviços (ex. Trivago; Uber). Aqui, importava discriminar os países onde estes parceiros estavam presentes e a comissão paga por cada utilizador direccionado.

### **III.2.3. Testes à aplicação**

A fim de no lançamento final da aplicação esta correr sem erros para o utilizador, é necessário um teste constante e exaustivo da aplicação, durante o seu desenvolvimento, e um *report* detalhado de todos os erros encontrados.

Desde o primeiro dia de estágio fui convidado a testar a aplicação de modo a conhecer as suas funções e características e a familiarizar-me o mais possível

com ela. Seguidamente, foi-me pedida a realização de testes semanais com membros da equipa não técnica, onde fossem reportados os erros encontrados, e sugeridas novas funcionalidades e alterações da interface julgadas necessárias. A razão para o não envolvimento da equipa técnica justifica-se pela pretensão de ter uma visão o mais próxima possível daquilo que um utilizador final pudesse experimentar e sentir ao utilizar a aplicação e não uma visão mais técnica de um engenheiro.

#### **III.2.4. Manual de utilização para *beta testers* e futuros colaboradores**

Antes de uma aplicação ser lançada ao público, como já foi referenciado, são necessários inúmeros testes. Primeiro internos e, posteriormente, a um público restrito, denominado *beta testers*, de forma a proceder à procura de possíveis erros e a recolher *feedback* o mais próximo possível do público final. Durante esta fase introduz-se também o produto, já perto da sua finalização, aos futuros colaboradores da empresa. Uma vez que há sempre uma curva de aprendizagem e visto que, com apenas cinco trabalhadores, a empresa podia não ser capaz de dar suporte a todos estes novos utilizadores, elaborei dois manuais de utilização diferentes, um para os colaboradores e outro para *beta testers*, com uma explicação, passo a passo, da utilização da aplicação e com as repostas às questões mais prováveis e pertinentes que estes pudessem ter.

#### **III.2.5. Início do documento de Pedido Provisório de Patente**

A empresa pretendia patentear parte da tecnologia envolvida por detrás desta inovadora aplicação. Uma vez que o trabalho ia ser executado por advogados norte americanos, estes necessitavam de ter informações sobre a plataforma. Como no momento já detinha um conhecimento aprofundado, foi da minha responsabilidade descrever detalhadamente cada função e característica da plataforma e elaborar diagramas elucidativos do seu funcionamento.

### **III.2.6. Business Plan**

Durante o crescimento de uma empresa, há maiores necessidades de financiamento e esta não era exceção, estando constantemente à procura de novos fundos. Através do IPN foi tomado conhecimento do Soul-Fi, que concedia um financiamento, a 50 empresas, de 75% dos gastos previstos no plano de negócios a apresentar, até um máximo de 75.000€, sem requerer em troca qualquer participação. Estávamos, contudo, a competir com centenas de empresas mundiais. Visto que para além da vertente de negócio este *business plan* envolvia também uma parte técnica, o mesmo não foi exclusivamente elaborado por mim, mas também por um consultor informático externo à empresa.

### **III.3. Escolha do tema**

Durante o período do estágio é aconselhado ao aluno escolher um tema que, preferencialmente, vá ao encontro dos objetivos delineados no protocolo de estágio e esteja relacionado com as tarefas realizadas na empresa. Após a sua seleção, deve ser aprofundado teoricamente e ser feita uma aplicação prática na empresa, construindo um estudo/ferramenta que possa ter utilidade para esta. Dadas as circunstâncias em que ocorreram o estágio que, como já foi referido, teve o seu término antecipado devido ao encerramento da empresa, não era pertinente seguir estas recomendações, uma vez que a empresa não vislumbrava um futuro para além do muito curto prazo. Após uma discussão com o coordenador e o orientador do estágio, optei pela investigação do tema Capital de Risco, com o objetivo de averiguar possíveis desvantagens deste tipo de financiamento, ao identificar razões que possam ter impulsionado a empresa para o seu fim.

Ainda que a decisão de fechar a empresa possa ser explicada, em parte, por divergências no seio desta, o voto de desconfiança que se traduziu no corte do investimento por parte das SCR foi determinante para o seu encerramento. Perante o sucedido, surgiu a curiosidade de investigar o tema Capital de Risco, nomeadamente a sua origem, abrangência e objetivos. É um tipo de financiamento em expansão muito divulgado nos dias de hoje, principalmente, pelos casos de sucesso que parte dos *media* tendem a enaltecer, estabelecendo uma visão utópica de que as pessoas apenas precisam de uma boa ideia, investimento e tempo para

verem os proveitos da sua criação quando, na realidade, são em maior número os casos mal sucedidos<sup>3</sup>.

Não podia, portanto, deixar passar o facto de ter vivenciado um caso de insucesso, pretendendo com este estudo procurar possíveis razões, para além das já mencionadas, que levaram ao encerramento da empresa, analisando toda a literatura teórica, contrastando-a com os acontecimentos presenciados durante o estágio.

---

<sup>3</sup> Fonte: <http://www.forbes.com/sites/neilpatel/2015/01/16/90-of-startups-will-fail-heres-what-you-need-to-know-about-the-10>, consultado a 15 de outubro de 2015. O artigo indica que 90% das *startups* falham.

## IV. Revisão Teórica

### IV.1. Breve introdução aos tipos de financiamento de Startups

O presente *boom* tecnológico e da internet que se atravessa nos dias de hoje, está a ser um dos grandes potenciadores que conduz à conceção de novos produtos que, conseqüentemente, levam à criação de novas empresas. No entanto, por muito boa que seja uma ideia, nem todas as pessoas são capazes de criar, fazer crescer e gerir um negócio estável mantendo o entusiasmo necessário para continuar e enfrentar as diversas adversidades encontradas durante esse processo. Mesmo aqueles que reúnam todas essas características deparam-se, a certa altura, com uma limitação crucial, o financiamento. Seja qual for a área onde um negócio se enquadre, qualquer empreendedor ir-se-á deparar a certa altura com o dilema de saber como financiar a sua empresa, de modo a que esta cresça de forma sustentável, esteja na fase introdutória, de crescimento ou de expansão.

Segundo Wasserman (2006, p. 2), numa *startup*, o empreendedor tem um papel crítico na forma como pretende montar a empresa, e as suas escolhas iniciais vão ter um papel fulcral na evolução da sua organização. Depara-se, frequentemente, com uma escassez de recursos que necessita para iniciar e evoluir a sua organização, sendo que a angariação desses recursos essenciais, permite aos empreendedores aumentar a taxa de crescimento da organização e reduzir o seu risco de insucesso, potenciando assim um aumento do valor da sua empresa opinião que é também partilhada também por Cassa (2004, p. 263).

Wasserman (2006, p. 2) alerta, no entanto, que para o empreendedor, a angariação de recursos externos introduz uma tensão fundamental uma vez que, pode entrar em conflito com as razões que o levaram a tornar-se empreendedor, pois este "terá que escolher entre atrair recursos que o irão ajudar a construir uma empresa valiosa – sendo que no processo irá perder muita da sua participação na empresa e o controlo das decisões – ou então manter a sua participação e controlo, não sendo, no entanto, capaz de construir uma empresa valiosa" (Wasserman, 2006, p. 2). Não obstante os seus inconvenientes, o financiamento é um bem essencial a qualquer empreendedor. Alguns autores (veja-se, por exemplo, Čalopa,

*et al.* (2014, pp. 25-28), Bocken (2015, p. 648) e Hellmann & Thiele (2015, p. 642)) referem que os principais recursos a que os empreendedores têm acesso na fase embrionária da sua ideia/negócio, caso não possuam recursos financeiros próprios para avançar autonomamente sem a necessidade de um investidor externo<sup>4</sup>, são: a própria família e amigos <sup>5</sup>, aceleradoras/incubadoras, fundos/prémios universitários, subsídios governamentais (ex. QREN, Portugal 2020), *crowdfunding*, *business angels*, *venture capital*<sup>6</sup>, e por último os empréstimos bancários.

De modo a diferenciar claramente os vários tipos de financiamento, estes serão divididos em dois grandes grupos: aqueles que requerem que se abdique de parte da participação na empresa e aqueles em que os empreendedores podem angariar capital sem ceder qualquer participação.

Dentro do grupo de financiamento que não requer a cedência de qualquer participação, conhecido também por *debt financing*, destacam-se maioritariamente os empréstimos bancários, os empréstimos obtidos de família e amigos, certos subsídios governamentais e determinados tipos de *crowdfunding* (*debt crowdfunding*).

Por sua vez, dentro dos grupo de financiamento que exige a cedência de parte da empresa, conhecido também por *equity financing*, encontram-se segundo Sherman (2012, p. 11) os *business angels* e as *Venture Capital Firms*, conhecidas como Sociedades de Capital de Risco (SCR). Podem ainda incluir-se nesta lista certas aceleradoras/incubadoras e outro tipo de *crowdfunding*, o *equity crowdfunding*.

Ficam de fora destes dois grandes grupos os fundos/prémios universitários e parte dos subsídios governamentais visto que estes são dados muitas vezes como créditos a fundo perdido.

---

<sup>4</sup> A este modo de financiamento dá-se o nome de *bootstrapping* (Čalopa, *et al.*, 2014, p.25).

<sup>5</sup> A quem se dá normalmente a abreviação 3F que se decompõe em *family, friends and fools* (Čalopa, *et al.*, 2014, p.26).

<sup>6</sup> Ainda que o principal foco destes não seja tanto numa fase tão primária, sendo esse um papel mais associado aos *business angels*. Tema a debater na secção IV.5.2.

Dentro de todos estes tipos de financiamento, e pelas razões explicadas na secção III.3, far-se-á um estudo aprofundado do capital de risco, fazendo também uma breve referência aos *business angels*.

## **IV.2. História do Capital de Risco**

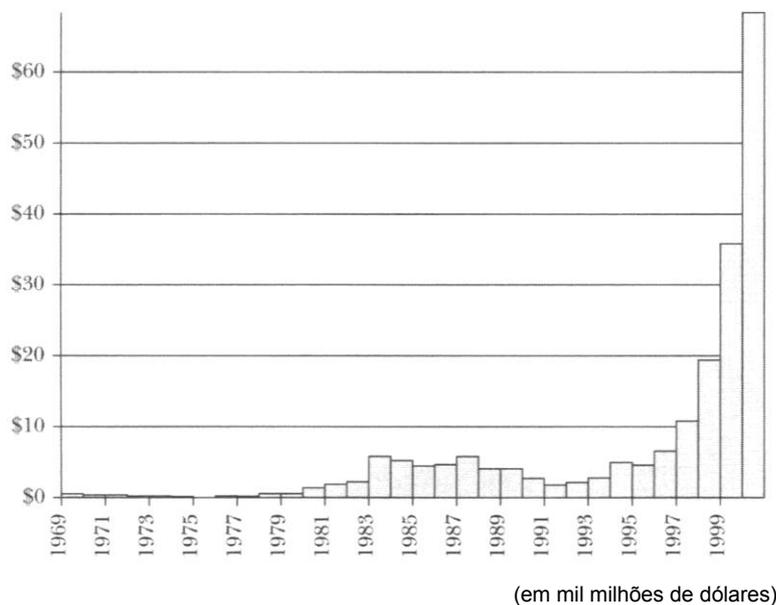
De modo a dar a conhecer uma melhor visão sobre a evolução do capital de risco, é necessário saber como este surgiu e as mudanças mais relevantes que sofreu, até à sua moderna definição.

Não há uma data exata que indique o início da atividade do capital de risco. Segundo Caetano (2013, p. 9) e Caselli (2010, p. 3), há indícios que os seus primórdios ocorreram na Roma Antiga, cerca de 100 anos Antes de Cristo, quando na Roma de Júlio César, Marco Crasso, um rico comerciante, financiava novos empreendimentos quando o império tomava um território novo, recebendo mais tarde os lucros desse investimento. Já o Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI)/ Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento (APCRI) (2006, p. 7) afirmam que a origem do capital de risco remonta ao século XV, quando as primeiras expedições marítimas eram financiadas com expectativas nos lucros delas decorrentes. Caetano (2013, p. 9) e IAPMEI/ APCRI (2006, p. 7), concordam, contudo, que foi a Revolução Industrial que, por volta de 1850, deu um grande impulso ao capital de risco, com investimentos em sistemas de produção em série e infraestruturas, navios a vapor e caminhos de ferro. “Em 1901, em pleno processo de industrialização americana, o banqueiro J.P. Morgan levou o modelo de capital de risco aos Estados Unidos, ao comprar a siderúrgica Carnegie Steel Company (...) por 480 milhões de dólares” testemunhando-se nesta altura o primeiro *buyout* (Caetano, 2013, p. 10).

Enquanto atividade organizada, o capital de risco surgiu em meados dos anos 40, nos Estados Unidos da América (EUA), vítima da industrialização, que trouxe segundo Gompers & Lerner (2001, p. 146) a primeira SCR, dando-se, assim, início oficial à atividade de capital de risco como é atualmente conhecida. Sendo constituída em 1946, após a Segunda Guerra Mundial, de seu nome American Research and Development, (ARD) a organização realizou investimentos em empresas emergentes cujos negócios se baseavam em tecnologias desenvolvidas

para a guerra. Devido ao sucesso e ao potencial deste tipo de financiamento, “em 1958, o presidente dos Estados Unidos (...) sancionou o *Small Business Act*, que permitia que firmas conhecidas como *Small Business Investment Corporations* (SBICs), tomassem dinheiro emprestado a taxas inferiores às do mercado para investir em novas empresas” (Caetano, 2013, p. 10). Assistia-se então à profissionalização da atividade capitalista de risco<sup>7</sup> e a um encorajamento ao seu crescimento. Esta legislação criada, segundo Kenney (2000, p. 5) provocou duas importantes contribuições para o desenvolvimento desta indústria: para além da supra citada garantia de empréstimos a taxas reduzidas, que permitiu a estas firmas alavancar os seus fundos privados, a criação da legislação da SBICs atenuou as leis criadas durante a grande depressão, que proibiam os bancos de deter mais de 5% de participação de capital em qualquer empresa. Após esta lei ser aprovada, os bancos foram autorizados a ter grandes participações em empresas através dos seus investimentos em capital de risco.

**Figura 2 - Montante Investido em Capital de Risco de 1969 a 1999**



Fonte: Gompers & Lerner (2001, p. 148)

De acordo com Kenney (2000, p. 5), isto fez com que durante os anos 60 e 70, os bancos fossem uma fonte significativa de capital de risco, devido a, segundo Gompers & Lerner (2001, pp. 147-148), este programa de incentivo ao

<sup>7</sup> *Venture Capitalist* (VC), em inglês

capital de risco ter problemas estruturais, que desencorajavam as sociedades de capital de risco a participar nele, pelas suas extensivas normas, levando-o ao seu colapso no início dos anos 70.

Conforme os mesmos autores, no fim dos anos 70 e início dos anos 80, os investimentos em capital de risco tiveram um grande aumento (ver figura 2) fortemente relacionado com o incentivo por parte do governo americano que, ao promulgar a lei *prudent man*<sup>8</sup>, passou a autorizar explicitamente o investimento de fundos de pensões em ativos de maior risco, que incluía o capital de risco, “e reduz a quota de impostos sobre os ganhos de capital de 49,5% para 20%” o que resultou num aumento de 15% para 50% da totalidade do investimento em capital de risco em apenas 8 anos, tendo este período sendo reconhecido como o primeiro “ano de ouro” do capital de risco (Caetano, 2013, p. 11).

Foi então, nessa altura, que o capital de risco financiou a ascensão da indústria de alta tecnologia, estando empresas como a Apple Computers, Microsoft e Cisco Systems incluídas nessa lista. Segundo Caetano (2013, p. 11), o segundo “ano de ouro” do capital de risco ocorreu em 1983 com o mercado de ações em alta histórica ao registar mais de 100 *Initial Public Offering*<sup>9</sup> (IPO), pela primeira vez na história dos EUA.

A primeira grande onda de *private equity*<sup>10</sup> chega ao seu ápice em 1988, com a oferta de 25 mil milhões de dólares da KKR pela RJR Nabisco. Esta transação, porém, sustentava-se nos chamados *junk bonds* e entraria para a História como a que fez rebentar a bolha das “compras alavancadas”. Com o colapso do mercado, a indústria de *private equity* entrou em queda livre. (Caetano, 2013, p. 11)

De acordo com Metrick & Yasuda (2010, p. 13), em meados dos anos 90 a indústria do capital de risco volta a recuperar muito por culpa do aparecimento da internet, provocando um *boom* nos mercados (ver figura 2) que trouxeram rendimentos extraordinários e progressivos investimentos que atingiram o seu auge no fim do ano 2000, com o rebentar da bolhas das *dot-com*. O desaparecimento da euforia dos capitalistas de risco nestes tipos de empresas, provocou uma quebra

---

<sup>8</sup> Lei do Homem Prudente, em português.

<sup>9</sup> Oferta Pública de Inicial, em português.

<sup>10</sup> Vertente de capital de risco a explicar na secção IV.3.

de investimentos para cerca de metade, do quarto trimestre de 2000 para o primeiro 2001. No entanto, o balanço positivo a longo prazo do investimento neste tipo de empresas (ex. Microsoft, Apple, Amazon, Google, Yahoo, Ebay) levou ao renascimento do capital de risco, que está agora direcionando para a alta tecnologia (Caetano, 2013, p. 11).

### IV.3. Noção de Capital de Risco

Criar e/ou expandir uma empresa requer dinheiro e angariar o investimento pretendido ainda é um desafio para a maioria das empresas. A carência de capital é uma barreira ao crescimento, que nem sempre pode ser colmatada pelos 3F, *business angels* ou bancos (European Private Equity & Venture Capital Association - EVCA, 2007, p. 3). O capital de risco tem recebido uma atenção acrescida nas últimas três décadas e já é reconhecido como uma fonte importante de capital que promove a inovação (Flor & Grell, 2013, p. 216) sendo, segundo Cumming, *et al.* (2014, p. 1) e Fitza, *et al.* (2009, p. 389) aquele que mais se adapta às jovens empresas de alta tecnologia uma vez que os *venture capitalists* (VC)<sup>11</sup>:

- fornecem a estas empresas os recursos financeiros que lhes faltam, entrando no capital social (*equity*) da empresa sob forma de ações ou obrigações convertíveis em ações<sup>12</sup>;
- são uma mais valia, pois participam em várias atividades dentro da empresa em que investem, com a partilha do seu *know-how* para o acompanhamento, aconselhamento e monitorização da sua atividade e, também, no auxílio da formulação estratégica até à execução desse mesmo plano. Assim como o CEO, um VC pode desempenhar um papel ativo nas empresas em que investe, uma vez que tem representação no Conselho de Administração;
- aumentam a credibilidade de uma *startup* uma vez que, ao investir, estão a transferir o seu *status* para a empresa, o que pode facilitar a

---

<sup>11</sup> Investidores de capital de risco.

<sup>12</sup> Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital, *Guida Pratica Al Capitale Di Rischio*, Itália, Junho 2000, p. 6.

contratação de pessoal ou a obtenção de financiamento numa ronda futura;

- partilham o acesso à sua rede de contactos facilitando alianças/parcerias estratégicas com outras empresas.

Devido à longa existência do capital de risco e a um progresso variável, geograficamente, (Caselli, 2010, p. 3) os modelos de capital de risco não são, unânimes entre os vários sistemas jurídicos e económicos mundiais, não havendo, portanto, uma definição internacional universal. O modelo que vigora nos EUA, por exemplo, não é conforme com o europeu, o que faz com que não exista uma definição universal deste tipo de financiamento, tornando passível uma dificuldade de compreensão em relação àquilo em que este realmente consiste. Após um breve esclarecimento inicial entre os diferentes sistemas, serão apresentadas várias definições de capital de risco que vão das mais pormenorizadas às mais latas, de forma a melhor compreender este tipo de investimento.

Ana Maria Rodrigues (1994, p. 18) afirma que parte da confusão sobre a definição deste tema está relacionada com a tradução do termo *venture capital* para o francês como *capital-risque*<sup>13</sup>, o que confere um parecer mais negativo, de risco – *risque* – em vez de aventura – *venture* – que salienta um aspeto mais dinâmico e aventureiro do investimento. Portugal seguiu a tradução francesa denominando de capital de risco, optando por não se basear nas suas origens anglo-saxónicas. Esta escolha leva a uma diferenciação nas definições deste tipo de investimento com os EUA.

Segundo Caetano (2013, p. 14), nos EUA estão bem caracterizadas duas formas fundamentais de investimento em capital de risco:

- o *private equity*, que o define como investimento aplicado na aquisição de participações em empresas já existentes, independente da sua dimensão e com pouca ou nenhuma intervenção a nível da gestão e administração, com vista à valorização da participação e;

---

<sup>13</sup> Capital de Risco, em português.

- o *venture capital*, que o define como investimento em empresas pequenas, ou mesmo em projetos empresariais iniciais (*start-up*), nas quais o investidor acompanha de perto a gestão da empresa.

No entanto, de acordo com o mesmo autor, na Europa, o *private equity*<sup>14</sup> tende a designar toda a indústria do capital de risco, incluindo também o *venture capital*, fugindo assim do sentido mais estrito oferecido pela expressão anglo-saxónica.

Segundo Kortum & Lerner (2000, p. 676) a definição de capital de risco (*venture capital*) advém da criação da ARD e consiste em investimentos no capital de empresas privadas, novas, onde o investidor é um intermediário financeiro e tem um papel ativo na empresa investida como diretor, consultor ou até gestor da mesma.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico - OCDE (2013, p. 88) define o *venture capital* como um subconjunto de capital de risco, referindo-o como investimentos de capital feitos para apoiar o desenvolvimento de empresas em fases de pré-lançamento, lançamento ou na fase inicial do seu negócio, indo ao encontro do conceito americano. Este relatório refere também que este tipo de financiamento é particularmente importante para empresas inovadoras e com potencial de crescimento, que possuem modelos de negócio ainda não testados e carecem de dados históricos.

A EVCA (2007, p. 6) segue a mesma definição que a OCDE de capital de risco, na sua vertente de *venture capital*. No entanto, acrescenta também a vertente *private equity*, que segundo esta, não cobre apenas o investimento necessário para criar um negócio, mas também fases de desenvolvimento posteriores no seu ciclo de vida. Mesmo que estas duas vertentes atuem sobre fases distintas de investimento, a EVCA decide “simplificá-las” e apelidá-las de *private equity*<sup>15</sup>.

---

<sup>14</sup> O autor define *private equity* como capital captado por uma empresa de forma privada, sem recorrer ao mercado público, referindo que em vez dos fundos serem provenientes de contactos pessoais ou familiares, evoluíram para investimentos em capital, reunidos por empresas privadas de capital de risco.

<sup>15</sup> Em português traduzido para capital de risco. Segundo o relatório, a organização decidiu fazer esta junção que justifica como uma simplificação, uma vez que considera que a definição essencial de ambos os conceitos é a mesma: “investimento de capital, depois de um processo de negociação entre o gestor do fundo de investimento e o empreendedor, com o objetivo de desenvolver o negócio e criar valor”.

Já o IAPMEI/APCRI (2006, pp. 5-6) simplifica mais a definição de capital de risco, considerando-o como uma forma de investimento empresarial, com o objetivo de financiar as empresas, apoiando o seu desenvolvimento e crescimento, com fortes reflexos na gestão. Caracterizam-no como materializado por profissionais que investem em empresas com elevado potencial de crescimento, através da aquisição de participações (geralmente minoritárias) no capital social de empresas não cotadas em bolsa, com a expectativa de obter dentro de um curto ou médio prazo, mais-valias decorrentes do investimento. A British Venture Capital Association - BVCA (2012, p. 6) dá uma definição semelhante, no entanto, refere que o compromisso de investimento deve ir de médio a longo prazo – ao invés do curto a médio prazo que o IAPMEI/APCRI considera – que, devido à incerteza do negócio e à sua introdução ou expansão no mercado, parece ser um intervalo de tempo mais realista, para se obterem os retornos expectáveis.

Ana Maria Rodrigues (1994, p. 22) cita Zopounidis que defende que o investimento de capital de risco deve ser entendido como um processo de investimento sequencial, com imobilização dos capitais por longos prazos, com elevada iliquidez no curto prazo, sem ser contratualmente limitado no tempo, não gozando de quaisquer tipos de garantia e com remuneração esperada incerta.

Caetano (2013, p. 14) refere ainda que este é um investimento no capital social ou outros ativos patrimoniais de pequenas e médias empresas (PME) ou na sua criação ou desenvolvimento, em setores de mercado altamente competitivos e caracterizados pela inovação e com grande potencial de crescimento e rentabilidade. Caracteriza-o ainda como um investimento de longo prazo, temporário, que proporciona financiamento a companhias ao longo das diferentes fases do seu desenvolvimento, tendo como objetivo final montar uma Oferta Pública Inicial<sup>16</sup>, ou completar um acordo de venda a uma grande corporação.

Poser (2003, p. 36), afirma que as várias definições que cada autor ou organização constrói, em conjunto, contribuem para uma compreensão geral do capital de risco. Assim, de forma a sintetizar a informação recolhida, poderá decompor-se nos seguintes tópicos a essência do capital de risco:

---

<sup>16</sup> *Initial Public Offering* (IPO), em inglês.

- Investimento em empresas com grande potencial de crescimento e fortes expectativas de valorização, não gozando de qualquer tipo de garantia e com uma remuneração esperada incerta.
- Participação, geralmente minoritária, no capital social ou outros ativos patrimoniais de uma empresa privada, normalmente PME, independentemente da sua fase de desenvolvimento.
- Para além do dinheiro, o capital de risco procura um papel ativo na supervisão, aconselhamento e acompanhamento das empresas investidas.
- Investimento de médio a longo prazo, temporário, com o objetivo de maximizar o retorno financeiro, montando um IPO ou vendendo a empresa a uma grande corporação.

Na elaboração deste relatório, devido à grande abrangência da definição europeia de capital de risco e, visto que será dada uma maior ênfase ao *venture capital* (fase de investimento em que a Maps With Life se encontrava), para auxiliar a sua compreensão, far-se-á uma distinção entre este e *private equity* quando necessário.

#### **IV.4. Fases do Capital de Risco**

Os capitalistas de risco, normalmente, não disponibilizam todo o capital que uma empresa requer para implementar um plano de negócios. Conforme os estádios de desenvolvimento do ciclo de vida em que uma empresa se encontre, existe um determinado tipo de financiamento de capital de risco, que se propõem a dar o investimento necessário a essa fase. A indústria cobre a totalidade do ciclo, esteja a empresa no início, meio ou fim deste. A diferença fundamental destas fases é manifestada pela divergência do montante a investir, progredindo este conforme o crescimento e necessidades da empresa. Geralmente, fases posteriores de financiamento estão sujeitas ao cumprimento *milestones* que a empresa se tenha proposto na atual fase de investimento<sup>17</sup> (Denis, 2004, p. 313).

---

<sup>17</sup> O faseamento do capital tem dois objetivos. Primeiro, preserva o direito da SCR abandonar o investimento caso este deixe de ser atrativo e benéfico para os investidores. Segundo, incentiva o empreendedor a gerir bem o capital e focar-se em atingir as *milestones* necessárias para chegar à próxima ronda de financiamento.

Como já foi referido, o termo *private equity*, na Europa, tende a designar todo o mercado de capital de risco, tanto o investimento nas empresas em fase inicial, como nas que já estão estabelecidas no mercado. No entanto, de forma a ter uma visão mais ampla na linha do mercado mais desenvolvido de capital de risco, os Estados Unidos, para delimitar e clarificar os diferentes objetivos das vastas fases, e visto que o presente relatório terá mais incidência na vertente de capital de risco que apoia a criação, desenvolvimento e expansão de novos negócios, diferenciar-se-ão os investimentos em *venture capital* e em *private equity*. Segundo Jeng & Wells (2000, p. 243) o capital de risco na sua vertente *venture capital* divide-se em *seed*, *early stage* e *later stage* e Caetano (2013, pp. 17-19) define as diferentes fases da seguinte forma:

- **Seed Capital** – Financiamento dirigido a projetos empresariais em fase de projeto/conceito, antes da instalação do negócio. Tem por objetivo o apoio a estudos de mercado para determinar a viabilidade de um produto/serviço, produção de um plano de negócios e protótipos do produto.
- **Early Stage (Start-Up)** – Investimento em empresas já existentes e em atividade, ou em processo final de instalação, com projeto desenvolvido, mas que ainda não iniciaram a comercialização dos seus produtos ou serviços. O investimento é destinado ao marketing inicial e ao lançamento dos seus produtos/serviços.
- **Other Early Stage** – Investimento dirigido a empresas recém-instaladas, que completaram a fase de desenvolvimento de produto e que possam ter iniciado a comercialização, mas ainda sem lucros. Tem por destino a melhoria dos processos de fabrico, de comercialização e o marketing.
- **Later Stage (Expansion Capital)** – Investimento destinado a empresas que atingiram a maturidade, mas que não têm capacidade própria para expandir o seu negócio, aumentar a sua capacidade de produção ou desenvolver técnicas de comercialização e promoção. Promove o apoio a desafios de crescimento específico, como a entrada num novo mercado, o desenvolvimento de um novo produto ou uma estratégia de aquisição.

Por sua vez, na vertente *private equity*, o investimento encontra-se, segundo Caetano (2013, pp. 19-22), dividido em:

- **Buyout** – Investimento na aquisição total ou da maioria da participação de uma empresa. Envolvem, normalmente, empresas maduras/ estabelecidas (ao contrário do *venture capital* e a sua aptidão para empresas *startup*) com um grande potencial de geração do *cash flow*. É uma técnica comum usada para ganhar acesso a novos mercados e um dos métodos mais usados para desenvolver um negócio de forma inorgânica<sup>18</sup>.
- **Leverage Buyout** – Investimentos na aquisição de empresas estabelecidas, com *cash flows* estáveis, financiados através de elevados níveis de endividamento de forma a atingir o valor necessário da compra. Muitas vezes, os ativos da empresa a adquirir são usados como garantia para os empréstimos, para além dos ativos da sociedade incorporante. Tem por objetivo permitir fazer grandes aquisições sem ter necessidade de ter disponível um grande montante de capital<sup>19</sup>.
- **Management Buyout (MBO)** – Investimento destinado a apoiar a aquisição do controlo da empresa por parte da administração ou sócios minoritários.
- **Management Buy-In (MBI)**– Financiamento destinado a suportar a tomada de controlo de uma empresa por uma equipa externa de gestores.
- **Buy-in Management Buyout** – Financiamento destinado a permitir o controlo da empresa pela Administração, auxiliada pela entrada de uma equipa externa de gestores (funde o MBO e o MBI).
- **Institutional Buyout** – Investimento destinado a permitir a uma SCR ou ao investidor o controlo da empresa. É geralmente precursor de um MBO.

---

<sup>18</sup> Fonte: [www.investopedia.com/terms/b/buyout.asp](http://www.investopedia.com/terms/b/buyout.asp), consultado a 8 de outubro de 2015.

<sup>19</sup> Fonte: [www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp](http://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp), consultado a 8 de outubro de 2015.

- **Replacement Equity** – Permite ao investidor tradicional da empresa (não relacionado com capital de risco) adquirir parte ou a totalidade da participação de outro investidor.
- **Refinancing Bank Debt** – Investimento com o objetivo de reduzir o nível de alavancagem da empresa.
- **Bridge Financing** – Investimento destinado a suportar a transição de uma empresa para cotação em mercado de bolsa.
- **Turnaround** – Destinado a empresas com uma situação financeira difícil. Tem como objetivos implementar projetos de reestruturação económica e recuperação financeira.
- **Public to Private** – Modalidade de investimento, também designada por Oferta Pública de Aquisição de exclusão, que visa adquirir a totalidade do capital de uma sociedade cotada em mercado de bolsa para a retirar desse mercado.

## IV.5. Tipos de Investidores em Capital de Risco

Existem várias formas de participação no capital de risco. Estas podem ser efetuadas direta ou indiretamente. Na primeira modalidade, os investidores aplicam o capital diretamente na empresa que pretendem investir. Aqui podemos encontrar os *Venture Capitalists*, *Business Angels* e *Corporate Ventures*. A segunda modalidade é praticada por investidores institucionais, através de Fundos de Capital de Risco (FCR) ou também *Corporate Ventures*, os quais aplicam o capital nas empresas pretendidas, mediante um intermediário, as SCR.

### IV.5.1. *Venture Capitalists* – Sociedades e Fundos de Capital de Risco

As SCR são empresas responsáveis por encontrar oportunidades de investimento com potencial de valorização e, por meio dos seu *venture capitalists*<sup>20</sup>, concretizar o financiamento de capital de risco através dos fundos por si geridos, os FCR. É frequente que SCR bem sucedidas giram mais que um FCR

---

<sup>20</sup> Trabalhadores da sociedade.

simultaneamente (Kenney, 2000, p. 3). Mesmo fazendo parte de diferentes modalidades de participação em capital de risco, estas têm uma relação intrínseca, que não permite que sejam completamente dissociadas uma da outra, obrigando a que se definam de forma conjunta.

Os FCR são, segundo Caetano (2013, p. 23), uma modalidade de fundos de investimento mobiliário cujo património é composto por quotas de capital, ações e obrigações não cotadas em bolsa; são fechados, devendo o montante de capital a investir ser obrigatoriamente fixado no momento da sua constituição. Estes fundos têm um órgão de gestão<sup>21</sup>, nomeado pelos seus investidores, sendo a sua administração da exclusiva responsabilidade das SCR. No entanto, bancos comerciais, bancos de investimentos e sociedades de investimento, podem também exercer, desde que na qualidade de SCR (ex. Caixa Capital, ES Ventures). SCR são empresas que gerem FCR cujo dinheiro advém de um conjunto de investidores institucionais, geralmente: fundações, bancos, fundos de pensões, seguradoras, grupos familiares e gestores de ativos (Cumming, *et al.*, 2014, p. 1). Investir num FCR significa aliar-se, a longo prazo, a uma parceria com outros investidores e uma SCR sendo que, para um bom funcionamento deste, é essencial o alinhamento dos interesses e riscos, dos participantes (Caetano, 2013, p. 24). Segundo Mathonet & Meyer (2007, p. 11), devido aos FCR serem ativos de grande risco e ilíquidos<sup>22</sup>, quando comparados com outras classes de ativos (como ações ou obrigações), estão reservados a quem tenha disponibilidades financeiras de longo prazo, que possam ter o seu dinheiro bloqueado por longos períodos de tempo, e que suportem vir a perder grande parte dele. Geralmente, as SCR realizam investimentos para manter e desenvolver num prazo de três a sete anos (Caetano, 2013, p. 23) sendo que o período de vida de um fundo pode ir de 7 a 10 anos, havendo muitas vezes uma provisão para uma extensão de mais 2 ou 3 anos, se necessário (Mathonet & Meyer, 2007, p. 13). Segundo Kenney (2000, p. 3), durante este período de tempo, o FCR paga:

---

<sup>21</sup> Que não tem de ter necessariamente uma participação.

<sup>22</sup> Durante o período de vida do fundo, os investidores não estão autorizados a resgatar o seu investimento ou a cancelar os principais compromissos.

- à SCR uma *management fee* pela participação na sociedade. Este valor pode ir de 2 a 3% e serve para cobrir os custos operacionais da empresa e salários (incluindo o dos VCs);
- uma taxa compensatória à SCR, conforme o desempenho do FCR, que varia entre os 20 a 30% dos ganhos totais;
- uma recompensa aos gestores do fundo caso este tenha obtido um ganho substancial.

Antes do investimento da SCR numa empresa, tanto a própria sociedade como os FCR que esta gere conduzem uma pesquisa financeira, legal e comercial aprofundada do negócio e a sustentabilidade das suas projeções antes de investir na empresa (Caetano, 2013, p. 23). Após essa investigação, a que se dá o nome de *due diligence*, conforme a viabilidade do negócio, os gestores da SCR (os VCs) investem o dinheiro do FCR nas empresas escolhidas. De forma a minimizar o risco, o portfólio de empresas investidas deve conter empresas em diversos estados de desenvolvimento e o intervalo de tempo entre as rondas de financiamento também deve variar conforme as necessidades de cada uma (Fitza, *et al.*, 2009, p. 389), tendo o objetivo de, no fim de vida do fundo, lucrar através de um IPO ou da venda a uma empresa ou outra SCR (Cumming, *et al.*, 2014, p. 2)

Para além de atuarem como intermediários financeiros, as SCR oferecem, ainda, orientação técnica, serviços de consultoria e auxiliam a atividade da empresa através dos VCs que nela investiram (Fitza, *et al.*, 2009, p. 389).

#### **IV.5.2. Business Angels**

*Business Angels* são indivíduos com meios financeiros que estão disponíveis para investir o seu próprio capital<sup>23</sup> em ideias/empresas novas, com grande potencial de crescimento, e ter uma participação ativa na empresa, como *advisor* ou membro do Conselho de Administração, por exemplo. Normalmente estes investidores são gestores reformados que receberam avultadas quantias em prémios/compensações e empreendedores que ficaram ricos com o seu negócio e que agora, com a fortuna e experiência adquirida, estão prontos a investir em novas

---

<sup>23</sup> O que os distingue dos FCR que são compostos por investidores institucionais cujo capital provém de fontes como fundos de pensões, bancos, fundações universitárias, seguradoras, etc.

empresas de forma a ajudar novos empreendedores, lucrando simultaneamente com isso (Ramadani, 2009, p. 250).

O mercado de *business angels* é muito maior do que as pessoas pensam. Mesmo tendo um montante mais limitado de capital por investidor, em países como os Estados Unidos ou Reino Unido, nos últimos 10 anos, o valor investido por *business angels* tem dominado<sup>24</sup> o investimento por parte de VCs, nas fases tanto de *Seed Capital* como de *Early Stage* (OECD, 2011, p. 10). De acordo com Maxwell, *et al.* (2011, p. 212), os VCs têm a tendência de investir em empresas num estado de desenvolvimento mais avançado<sup>25</sup> (*Later Stage*), sendo que os *business angels*, investem nelas quando ainda estão numa fase mais embrionária<sup>26</sup> (*Seed Capital/ Early Stage*). Isto faz com que estes sejam considerados muito mais importantes nesta fase, sendo o prévio investimento por parte de um *business angel* cada vez mais um pré-requisito para obter financiamento por parte de VCs. Segundo Fairchild (2011, pp. 360-361), mesmo assumindo o pressuposto que os *business angels* sejam investidores pouco sofisticados que não acrescentam tanto valor como um VC poderia vir a adicionar, o empreendedor tem normalmente a tendência de escolher *business angels* devido a estes tenderem a ter uma relação mais informal e próxima e também por não exigirem tanto controlo quando comparados com um VC.

A possibilidade de escolha por parte de um empreendedor, entre um *business angel* e um VC, pode levantar a questão de como se relacionam os dois tipos de investidores. Segundo Hellmann & Thiele (2015, p. 652), por um lado, estes podem considerar-se “amigos”, como os autores referem, pois dependem uns dos outros para investirem<sup>27</sup>, tendo papéis complementares no processo de investimento; por outro lado, um *business angel* e um VC podem ser “inimigos” uma vez que, numa fase mais avançada, após o investimento dos VCs, estes deixam de

---

<sup>24</sup> Exceto na era das *dot-com* no fim de 1990 e durante a crise financeira.

<sup>25</sup> Visto que estes oferecem um ciclo de desinvestimento mais curto e têm uma apetência mais reduzida ao risco.

<sup>26</sup> Também devido a uma maior limitação de capital.

<sup>27</sup> Os *business angels* fazem o investimento inicial, no entanto, devido a fundos limitados, necessitam dos VCs para o financiamento numa *Later Stage*. Por sua vez, VCs dependem dos *business angels* para o seu fluxo de negócios visto que estes, ao terem já investido e validado a ideia da empresa, aumentam a perceção de risco ao VC, reduzindo, à partida, o risco de investimento.

precisar dos *business angels*. Neste sentido, os VCs fazem uma avaliação inferior àquela que a empresa vale, conseqüentemente reduzindo investimento nela, o que diminui o ganho que o *business angel* iria ter com a sua saída. Este poder de negociação depende, no entanto, da competitividade do mercado de capital de risco e da proteção legal que os *business angels* têm.

### **IV.5.3. Corporate Venturing**

O *Corporate Venturing*, segundo a BVCA (2012, p. 11), ocorre, diretamente, quando grandes corporações compram uma participação minoritária numa empresa não cotada. Pode também ocorrer, indiretamente, quando uma empresa investe nos FCR, geridos por SCR independentes. As *Corporate Ventures*, angariam o seu capital através da própria organização mãe e/ou de fontes externas. A BVCA afirma que este tipo de investimento ainda representa uma pequena fração da indústria, apesar de ter registado um rápido crescimento nos últimos anos.

## **IV.6. Processo de Investimento**

Há autores que definem o processo de decisão de investimento exaustivamente, por variadas fases graduais, sucintas e bem explícitas (Bloomfield, 2005, pp. 65-66), enquanto outros não demarcam as fronteiras de cada etapa de forma tão minuciosa (Kenney, 2000, p. 7), (Gompers & Lerner, 2001, pp. 154-157), (Maxwell, *et al.*, 2011, pp. 213-216). No entanto, de uma forma geral, em todas as definições, os pontos essenciais estão presentes. Tyebjee & Bruno (1984, pp. 1052-1054) analisaram a atividade do *venture capital*, de forma mais pormenorizada, em termos de etapas, do que Bloomfield, aglomerando-as em grandes grupos e referindo-se a ela como um processo sequencial que envolve as seguintes cinco fases: origem de oportunidade (*deal origination*), seleção (*screening*), avaliação (*evaluation*), estruturação do negócio (*deal structuring*) e atividades pós-investimento (*post investment activities*).

- **Origem da oportunidade** – Consiste na altura em que uma SCR tem conhecimento de potenciais negócios a investir. Segundo Tyebjee & Bruno (1984, p. 1055), esta toma conhecimento das propostas,

principalmente através de empresas do seu portfólio e das outras SCR<sup>28</sup>. Apesar de menos frequentes, também ajudam a aumentar o número de potenciais negócios as abordagens por parte de empreendedores, a pesquisa ativa por parte da SCR e a consulta a bancos de investimento.

- **Seleção** – Devido ao número reduzido de pessoas que trabalham em SCR e à grande quantidade de propostas que estas recebem, nesta fase, após a tomada de conhecimento das potenciais empresas a investir, a SCR seleciona apenas uma fração destas de modo a reduzir o conjunto a uma quantidade razoável de negócios. Há uma tendência para limitar os investimentos a áreas em que os VCs estejam familiarizados, particularmente, em termos do âmbito tecnológico, produto e mercado da empresa. Os critérios de seleção iniciais têm em conta o montante a investir, a política de investimento da SCR/FCR, o mercado onde a empresa se encontra, a tecnologia que desenvolve, a sua localização geográfica e a fase de investimento em que se encontra (Tyebjee & Bruno, 1984, p. 1057).
- **Avaliação** – Envolve uma avaliação do risco e do retorno de um negócio que tem como critérios: a atratividade do mercado, a diferenciação do produto, as competências dos sócios, a capacidade de resiliência do negócio a ameaças externas e a facilidade de desinvestimento na empresa (Tyebjee & Bruno, 1984, p. 1059).  
Se o resultado do processo de avaliação for favorável, o capitalista de risco entra em processo de negociação com a potencial empresa a investir.
- **Estruturação do negócio** – Após o VC decidir que o negócio é benéfico, o investimento será apenas realizado se conseguir chegar a acordo com o empreendedor. Este contrato irá estabelecer o montante a investir, a percentagem de participação que o empreendedor abdica em troca do

---

<sup>28</sup> Um valor substancial das referências feitas por SCR têm por fim a participação de outra sociedade no investimento. Dá-se a estas parcerias o nome de sindicalização e fazem-se a fim de diversificar o portfólio destas (Tyebjee & Bruno, 1984, pp. 1056-1057), minimizar o risco do investimento e aumenar o leque de contactos e consultores para a empresa a investir (Kenney, 2000, p. 8).

capital e as cláusulas de proteção<sup>29</sup>, que limitam despesas e os salários dos sócios.

- **Atividades pós-investimento** – A partir do momento em que o negócio é consumado, o VC passa de investidor a colaborador e o seu novo papel poderá passar por uma representação formal no Conselho de Administração e/ou por um apoio na gestão e planeamento estratégico da empresa como já foi referido. O VC terá também um papel importante para a preparação do plano de desinvestimento.

## IV.7. Desinvestimento (*Exit*)

Como referido anteriormente, parte do conceito de capital de risco caracteriza-se por um investimento temporário, de média/longa duração, feito numa empresa, com o objetivo de lucrar aquando o término deste. Visto que a maioria das *startups*, inicialmente, não geram lucros, paga dividendos ou recompra ações, a *exit*<sup>30</sup> é a principal forma dos investidores obterem um retorno sobre o seu investimento (Schwienbacher, 2008, p. 1888). Logo, o maior risco que os investidores e capitalistas de risco enfrentam, é o de poderem não reaver o seu dinheiro. A existência de um mecanismo de desinvestimento<sup>31</sup> é, portanto, extremamente importante no desenvolvimento da indústria do capital de risco (Jeng & Wells, 2000, p. 254).

Há cinco formas principais de desinvestimento que, dispostos por ordem decrescente da qualidade da empresa, segundo Cumming, *et al.* (2005, pp. 218-219)<sup>32</sup> são:

- 1) **IPO** – A empresa é listada pela primeira vez na bolsa de valores. Esta forma de desinvestimento distingue-se da *trade-sale*, pois permite aos

---

<sup>29</sup> As cláusulas também estabelecem como o VC vai entrar para o Conselho de Administração, o número de lugares que a SCR pode ocupar, o controlo que este vai ter na gestão da empresa e como vai proceder ao seu desinvestimento. Podem também restringir o CEO de diluir a participação do seu investidor original, aquando de uma nova ronda de investimento com outra SCR.

<sup>30</sup> Saída de um VC de uma empresa (*venture*).

<sup>31</sup> *Exit*, em inglês.

<sup>32</sup> De acordo com o autor, a característica principal subjacente a esta ordenação está relacionada com a assimetria de informação, uma vez que quando esta é mais baixa os novos proprietários estão dispostos a pagar mais pela empresa.

empreendedores manter o controlo da empresa depois da saída dos VC.

- 2) **Trade-sale** (aquisição) – A empresa é comprada por uma grande corporação, tipicamente uma aquisição estratégica e, tanto o VC como o empreendedor vendem a sua participação na empresa.
- 3) **Venda secundária** – As SCR vendem a sua participação a outra, no entanto, o empreendedor mantém a sua.
- 4) **Buyback** – O empreendedor volta a comprar a participação à SCR.
- 5) **Write-off** (liquidação) – Os investidores saem do investimento com pouco ou nenhum rendimento.

## **IV.8. Capital de Risco na Europa e em Portugal**

### **IV.8.1. Na Europa**

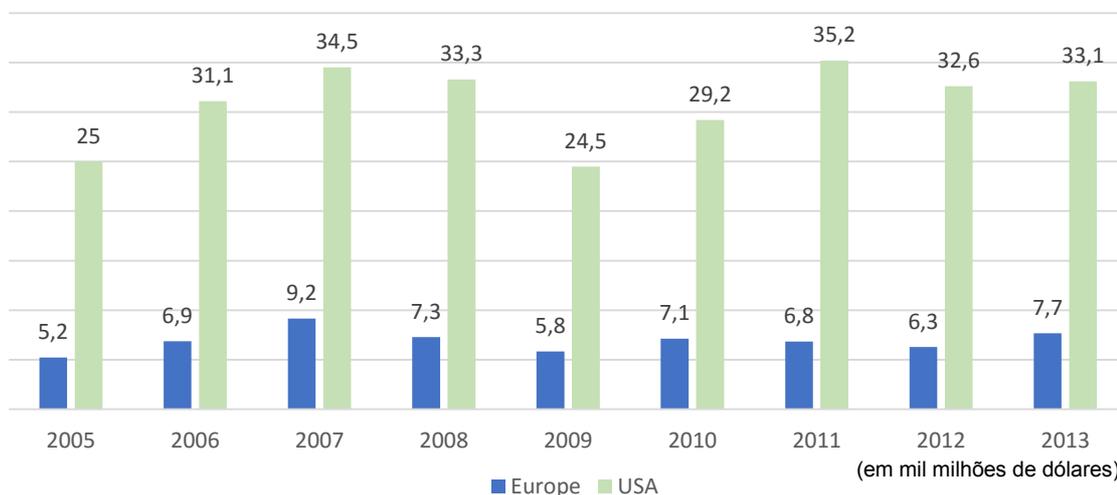
A indústria do capital de risco começou nos EUA e, lentamente, foi-se expandindo no resto do mundo. Enquanto este mercado já amadurecia nos EUA, começava a emergir na Europa. No fim dos anos 70, o Reino Unido e a Irlanda foram os países europeus pioneiros nesta área, sendo os FCR iniciais angariados por filiais de SCR dos EUA, provindo, deste país, o capital e o *know-how* para os referidos fundos. Apenas no início dos anos 80, este tipo de investimento chegou à Europa continental, sendo os FCR existentes provenientes maioritariamente dos maiores bancos comerciais de cada país (Gregoriou, *et al.*, 2007, p. 4). Com o objetivo de representar a indústria na Europa e de a promover no mundo, foi constituída, em 1983, a European Private Equity & Venture Capital Association.

Mesmo seguindo de perto o modelo norte americano, a indústria europeia não gozou do mesmo desenvolvimento. Segundo Bertoni, *et al.* (2015, p. 545), ainda que a Europa seja uma das regiões do mundo onde a indústria do capital de risco está mais desenvolvida, existe uma diferença significativa neste mercado quando comparada com os EUA.

Como se pode verificar pelos dados do Dow Jones VentureSource na figura 3, existe uma diferença significativa no investimento entre a Europa e os EUA, tendo em 2014, segundo a OCDE (2015, p. 103), atingido o equivalente a 4,7 mil

milhões de dólares e 49,5 mil milhões de dólares, respetivamente, uma disparidade de 44,8 mil milhões de dólares.

**Figura 3 - Investimento de *Venture Capital* entre 2005 e 2013 na Europa e EUA**

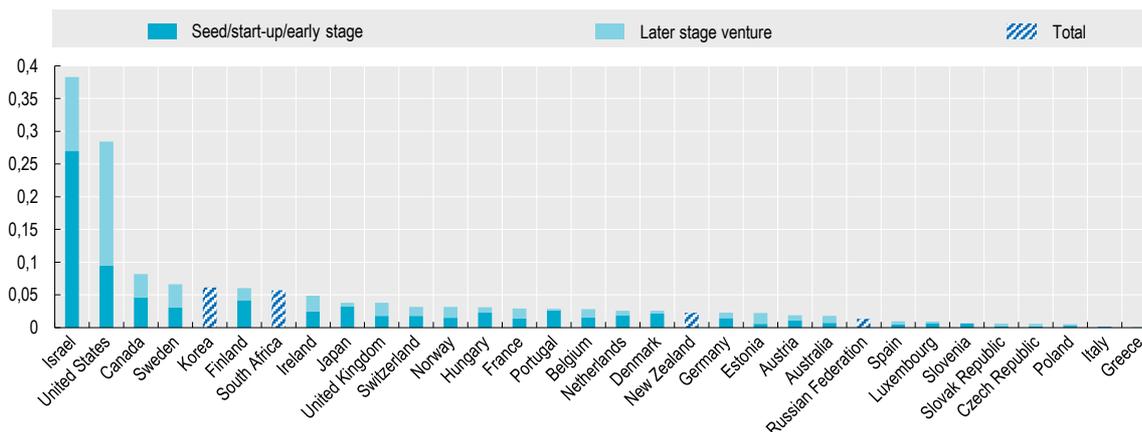


Ao confrontar o rácio entre o investimento em *venture capital* e o Produto Interno Bruto (PIB) de cada país europeu com os dos EUA, poderão ser encontradas grandes discrepâncias. De acordo com dados de 2014 da OCDE (2015, p. 103), (ver figura 4) este rácio é 4 vezes mais alto nos EUA (0,28%) que no país europeu que mais investe nesta indústria, a Suécia (0,07%), cerca de 7 vezes maior do que no Reino Unido (0,04%) e mais de nove vezes maior que em Portugal (0,03%). Por sua vez, na economia europeia, a média deste rácio encontra-se, em 2014, segundo dados da EVCA (2015, p. 49) apenas em 0,024%, 10 vezes menor que nos EUA.

Esta disparidade, segundo Bertoni, *et al.* (2015, p. 545) e Gregoriou, *et al.* (2007, p. 4), é motivada pelas diferenças nos quadros económicos e jurídicos – nomeadamente fiscais e de valores mobiliários – que regem os investimentos de capital de risco nos diferentes países da Europa. Esta indústria requer um ambiente legal favorável aos negócios e, apesar dos esforços regulamentares significativos feitos pelos países europeus para melhorar a sua atratividade, a Europa ainda não fechou o fosso histórico com os EUA em termos de fatores, tais como: o nível de proteção dos acionistas, a eficácia da governação societária (*corporate*

*governance*), a lei da falência e a rigidez do mercado de trabalho. Além de regulamentação, é essencial o desenvolvimento do mercado de capitais visto que um maior volume de IPO, fusões e aquisições, acelera e alarga as possíveis *exits* dos investidores (Bertoni, *et al.*, 2015, p. 545).

**Figura 4 - Rácio entre Investimento em *Venture Capital* e PIB em 2014**



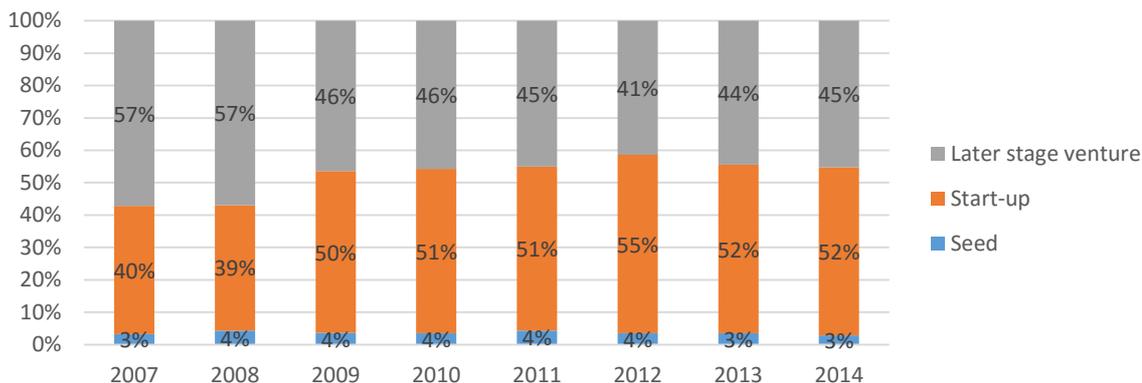
Fonte: OECD (2015, p. 103)

#### IV.8.1.1 Análise de dados estatísticos

Tal como comprovado na figura 3, o mercado de *venture capital* europeu tem verificado uma oscilação durante os anos 2000, tendo sido investida uma média anual de 5,2 mil milhões de euros entre 2007 e 2013. Com o objetivo de melhor caracterizar esta indústria, analisar-se-á a evolução, tanto por fases como por setores de investimento (os dados estudados respeitam ao período de 2007 a 2014 e pertencem à EVCA).

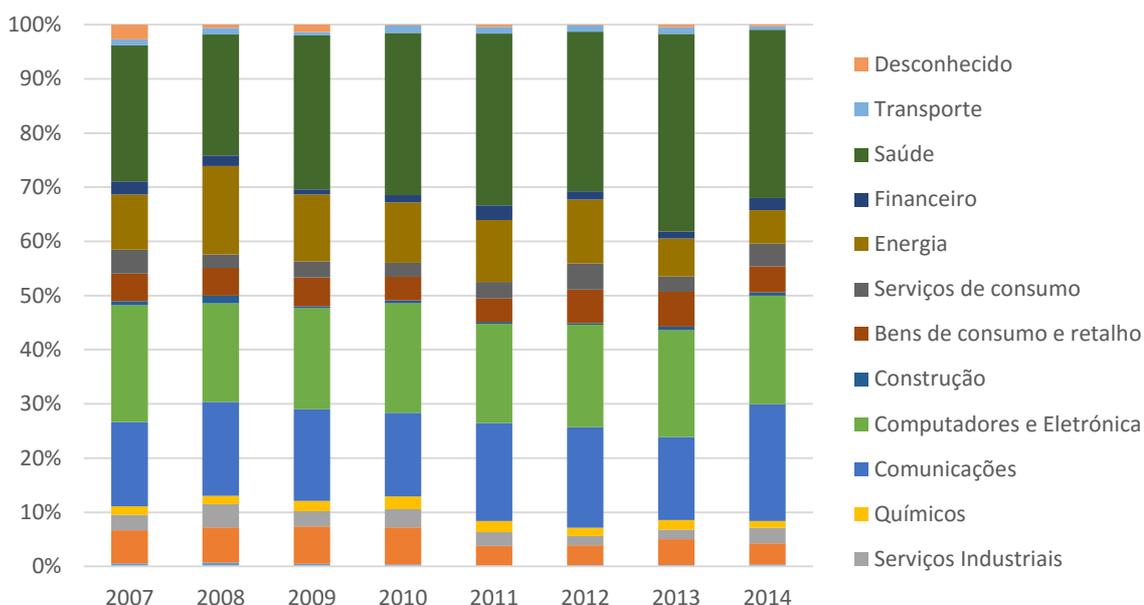
Como é possível verificar na figura 5, as fases de investimento dentro do *venture capital* que dominam o mercado são a *Start-up* e *Later Stage*, ficando a *Seed* com uma parte residual. Entre os anos de 2007 e 2012 verificou-se um aumento do investimento em *Start-up* fazendo desta fase aquela em que os investidores mais apostaram, ainda que tenha tido uma ligeira queda nos anos seguintes. Estes montantes investidos em *venture capital* são, no entanto, uma pequena parte daquilo que é o mercado do Capital de Risco total (ver Anexo 1).

**Figura 5 - Evolução do Investimento Europeu por Fases de *Venture Capital***



Fonte: Elaboração própria. Dados EVCA (2015)

**Figura 6 - Investimento de *Venture Capital* por Setor na Europa de 2007 a 2014**



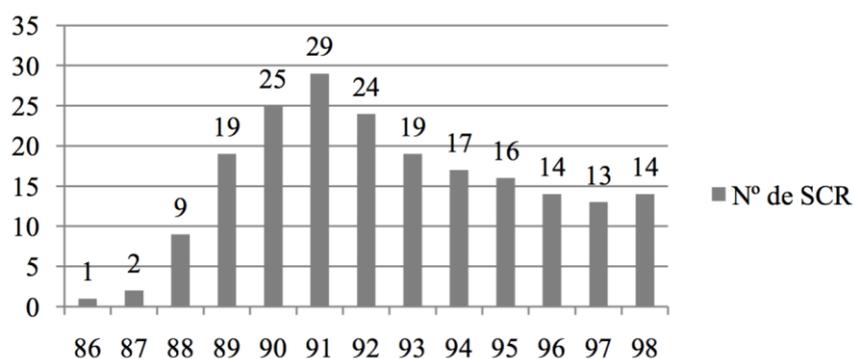
Fonte: Elaboração própria. Dados EVCA (2015)

Como se pode verificar na figura 6, no período entre 2007 e 2014 houve uma predominância de investimento de *venture capital* no setor da saúde, seguido do setor de atividade dos computadores e eletrônica e do setor de comunicações. Por sua vez, os setores da agricultura, dos transportes e da construção são os que menos investimento recebem. É de salientar que, apesar dos valores investidos sofrerem alguns desvios anualmente, estes são relativamente constantes.

## IV.8.2. Em Portugal

O início formal do capital de risco em Portugal registou-se em 1986, com a sua regulamentação<sup>33</sup>, que estabeleceu o enquadramento legal das SCR, capacitando-as de exercer a atividade de capital de risco no país. Em março de 1989, foi fundada a estrutura representativa do capital de risco em Portugal, a Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento (APCRI) com a missão de satisfazer os interesses comuns das entidades que realizam investimentos de capital de risco.

**Figura 7 - Evolução do número de SCR em Portugal entre 1986 e 1998**



Fonte: Silva, *et al.* (2000, p. 95)

Segundo Caetano (2013, pp. 41-42) é possível distinguir dois períodos iniciais do capital de risco em Portugal. O primeiro período, de 1986 a 1991, no qual se verificou um rápido crescimento da indústria (de 24,9 milhões de euros para 134,5 milhões de euros, em fundos) estabilizando, no entanto, nos primeiros anos da década de 90. E um segundo período, entre 1991 e 1998 com o seu declínio, sobretudo devido à redução do crescimento da economia nacional, fenómeno que teve um impacto direto na carência de fundos disponíveis para investimento, assim como na redução do número de sociedades de capital de risco ver figura 7 (Caetano, 2013, p. 42).

<sup>33</sup> Publicação do Decreto-Lei nº 17/86, de 5 de Fevereiro.

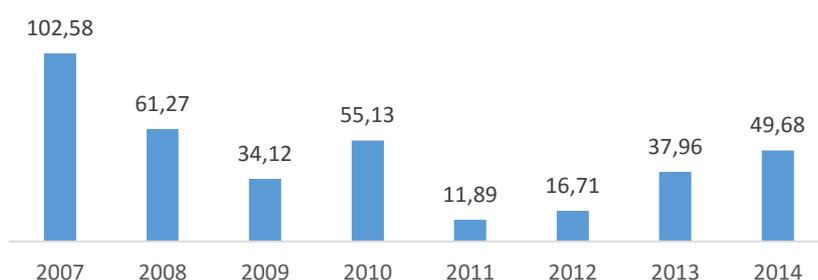
No final dos anos 90, registou-se uma rápida recuperação do mercado, com um elevado aumento investimento, que teve o seu pico no ano de 2000<sup>34</sup>, quebrando novamente em 2001 e tendo um período de oscilação até 2007<sup>35</sup>.

De acordo com a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) existem, atualmente, 84 FCR<sup>36</sup> e 41 SCR<sup>37</sup> em atividade.

#### IV.8.2.1 Análise de dados estatísticos

Para melhor caracterizar a indústria do *Venture Capital* em Portugal, proceder-se-á à análise da evolução dos valores totais investidos em Portugal, desde 2007 a 2014, e ao número de empresas investidas. Analisar-se-á também a a evolução desta indústria, tanto por fases como por setores de investimento (os dados analisados respeitam ao período de 2007 a 2014 e pertencem à EVCA).

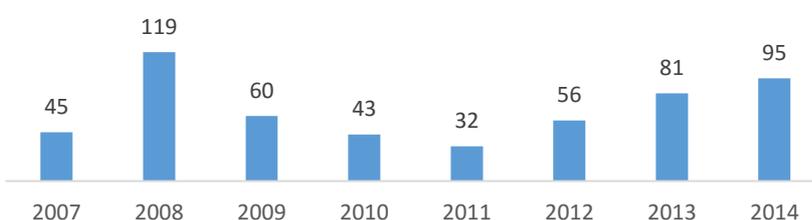
**Figura 8 - Montante Investido em *Venture Capital* em Portugal**



(em Milhões de €)

Fonte: Elaboração própria. Dados EVCA (2015)

**Figura 9 - Número de empresas investidas em Portugal**



Fonte: Elaboração própria. Dados EVCA (2015)

<sup>34</sup> APCRI, A Atividade de Capital de Risco em Portugal em 2003, Abril de 2014, p.3

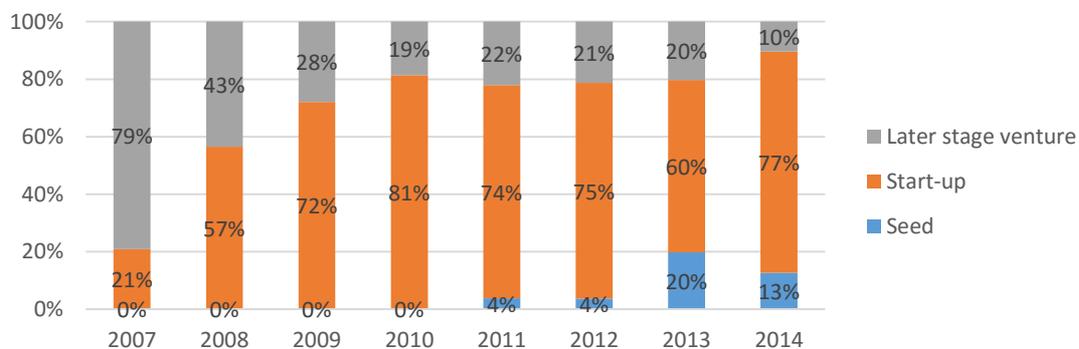
<sup>35</sup> APCRI, Atividade de Capital de Risco em Portugal e na Europa Ano de 2007, Maio de 2008, p.3

<sup>36</sup> Fonte: [http://web3.cmvm.pt/sdi/capitalrisco/pesquisa\\_nome\\_fcr.cfm](http://web3.cmvm.pt/sdi/capitalrisco/pesquisa_nome_fcr.cfm), consultado a 2 de novembro de 2015.

<sup>37</sup> Fonte: [http://web3.cmvm.pt/sdi/capitalrisco/pesquisa\\_scr.cfm](http://web3.cmvm.pt/sdi/capitalrisco/pesquisa_scr.cfm), consultado a 2 de novembro de 2015.

Tal como em anos anteriores, durante este período o mercado sofre oscilações no montante investido, no entanto, estas nem sempre se refletem no número de empresas investidas (ver figura 8 e 9). Como é possível verificar, no ano de 2007, com um investimento de 102 milhões de euros, apenas se realizaram investimentos em 45 empresas enquanto, no ano seguinte, 61 milhões financiaram 119 empresas. Após uma redução em cerca de 50% quer do valor de investimento quer do número de empresas beneficiárias deste tipo de investimento em 2009, em 2010 houve um aumento do investimento e uma redução para apenas 43 empresas que foram alvo deste tipo de financiamento. Em 2011 houve um decréscimo tanto do investimento como do número de empresas, tendo-se registado os valores mais baixos de sempre, no período temporal analisado. Porém, desde 2012, esta indústria tem vindo a crescer progressivamente, tendo o valor ascendido aos 49 milhões de euros em 2014.

**Figura 10 - Evolução do Investimento Europeu por Fases de *Venture Capital***

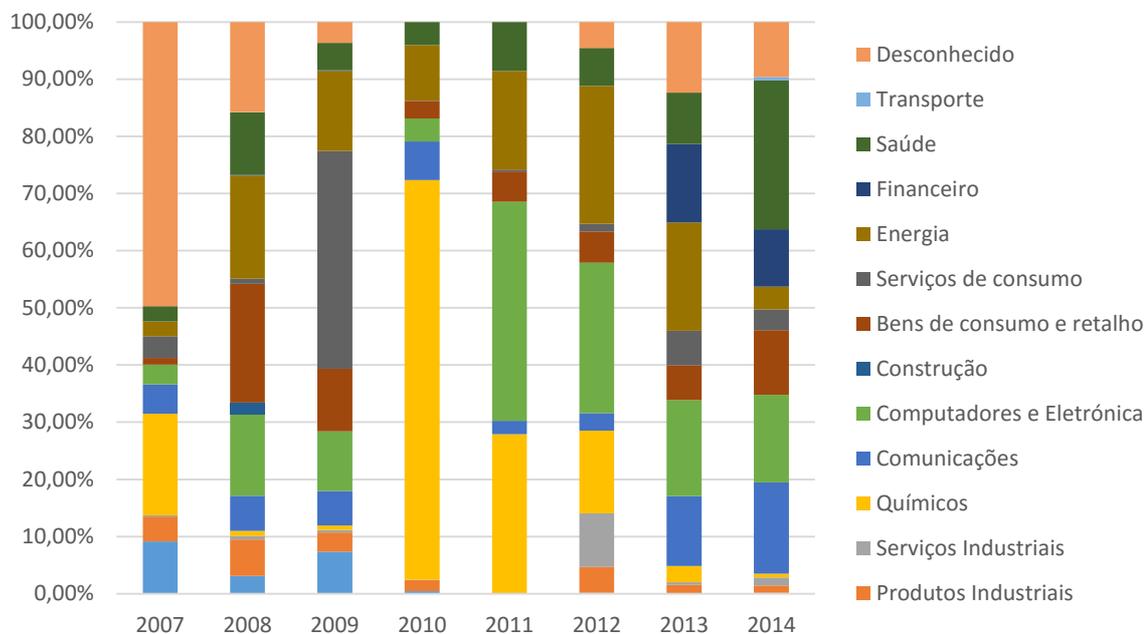


Fonte: Elaboração própria. Dados EVCA (2015)

Como se verifica na figura 10, ao contrário da tendência do mercado total europeu, em Portugal, exceto em 2007, a fase *Start-up* domina o *venture capital*. O investimento em *Later Stage*, teve uma quebra abrupta de 2007 para 2008, e tem, desde então, continuado em declínio. Por sua vez, a fase *Seed capital*, que era até 2011 praticamente inexistente, contou com um grande crescimento em 2013, tendo, no entanto, registado uma quebra no ano seguinte. Assim como a indústria

européia, o *venture capital* é apenas uma pequena parte do mercado de Capital de Risco (ver Anexo 2).

**Figura 11 - Investimento de *Venture Capital* por Setor em Portugal de 2007 a 2014**



Fonte: Elaboração própria. Dados EVCA (2015)

Como é possível observar na figura 11 Portugal segue a tendência do resto da Europa, com os transportes, a construção e a agricultura a serem os setores que menos investimento recebem. É de notar que o setor agrícola, entre 2007 e 2009, representava uma pequena quota do mercado, no entanto, esta dissipou-se nos anos seguintes. Ao contrário da indústria de *venture capital* europeia, em Portugal, esta sofre de uma elevada variação no montante alocado a cada setor, anualmente. Durante este período, a mais notável foi o montante alocado ao setor químico, que ascendeu a quase 70% da totalidade do investimento realizado em 2010, o que contrasta com a maioria dos anos anteriores, onde o montante alocado rondava os 0%. Em média, o setor que recebeu maior percentagem de financiamento foi o químico, claramente enviesado pelo valor de 2010, seguido do setor computadores e eletrónica que manteve uma quota relativamente estável ao longo dos anos.

## IV.9. Fatores determinantes no Capital de Risco

Como já foi anteriormente referido, com as disparidades entre a realidade europeia e americana, a indústria do capital de risco não tem gozado a mesma evolução geográfica. Existem fatores determinantes que conduzem esta indústria, ou não, ao seu sucesso global. Nahata, *et al.* (2014, pp. 1040-1041) analisaram estes fatores e, em conformidade com resultados de outro autores, concluíram que:

- As proteções legais aos investidores/acionistas e um ambiente legal favorável são essenciais para este tipo de investimento.
- Um mercado de capitais (bolsa de valores) desenvolvido, de forma a permitir um desinvestimento através de um IPO, é um estímulo importante ao sucesso do capital de risco, tanto em economias emergentes como desenvolvidas, visto ser a forma mais desejada de desinvestimento por parte dos VC.
- As diferenças culturais influenciam o sucesso. Os autores demonstraram que a possibilidade de um investimento numa empresa estrangeira tem maiores probabilidades de ser bem-sucedido, quanto maior for a distância cultural entre os capitalistas de risco e a empresa, particularmente em mercados emergentes. Este facto é justificado, pois ao esperar as diferenças culturais, os VC fazem um trabalho de triagem de potenciais investimentos mais cuidados, um *due diligence* exaustivo e, após a escolha, uma monitorização mais rigorosa. Isto faz com que eles antecipem e estejam mais bem preparados para possíveis desafios e obstáculos que ocorram.
- O investimento de capitalistas de risco locais pode também aumentar a probabilidade de sucesso, devido ao seu fácil acesso a informações, redes e recursos<sup>38</sup>.

---

<sup>38</sup> Existe quem pense que a separação entre o capitalista de risco e empresa investida não deva ultrapassar os 20 minutos de distância.  
Fonte: [http://www.nytimes.com/2006/10/22/business/yourmoney/22digi.html?\\_r=0](http://www.nytimes.com/2006/10/22/business/yourmoney/22digi.html?_r=0), consultado a 6 de novembro de 2015.

## IV.10. Conflitos VC-Empreendedor

Após o investimento e com o progredir do tempo, vai-se revelando o sucesso ou insucesso da empresa. Zacharakis, *et al.* (2010, pp. 110-111) referem que uma relação de cooperação entre o VC e o empreendedor é mais importante para o êxito do negócio do que o próprio capital investido, no entanto, muitos fatores podem interferir na sua relação e impedir a sua eficácia. Sempre que duas partes colaboram, há um potencial para conflito em relação aos meios (estratégias) a utilizar ou aos fins (metas) a atingir. Em ambientes altamente incertos, como o investimento em capital de risco, a probabilidade destes incidentes ocorrerem aumenta, especialmente, se se enfrentarem dificuldades inesperadas, portanto, durante o período de investimento, conflitos entre empreendedor e capitalista de risco são comuns e expectáveis.

O financiamento e o valor acrescentado que vem com o VC tem um custo – a inevitável renúncia de parte do controlo do empreendedor. A sua entrada, aquando do investimento, pode gerar problemas. O seu poder para influenciar estrutural e estrategicamente a empresa pode entrar em conflito com os interesses do empreendedor (Drover, *et al.*, 2014, pp. 725-726). De acordo com Collewaert & Fassin (2013, p. 636), pesquisas anteriores indicam que, na perspetiva do empreendedor, estas discórdias diminuem a perceção de valor que o VC pode adicionar, aumentando a ambos as intenções de saírem do empreendimento.

Outros conflitos podem surgir com incompatibilidades de objetivos ou meios para os atingir, escassez de recursos, diferenças pessoais ou devido a uma comunicação ineficiente (Collewaert & Fassin, 2013, p. 636).

Segundo Fairchild (2011, p. 361) após o investimento, alguns empreendedores e investidores trabalham de forma conjunta, esforçam e dedicam-se de igual forma ao projeto, no entanto, pode ocorrer que uma parte não se esforce tanto, negligenciando responsabilidades<sup>39</sup>.

Fairchild (2011, p. 361) indica também que, numa determinada fase da vida da empresa, tanto o empreendedor como o VC podem deter um maior poder de negociação<sup>40</sup> e forçar uma renegociação em seu benefício. No caso do

---

<sup>39</sup> Dá-se a este problema o nome *double-sided effort-shirking*.

<sup>40</sup> Dá-se a este problema o nome *hold-up problema*.

empreendedor, pode traduzir-se numa ameaça de abandono do projeto, levando algumas das suas ideias consigo<sup>41</sup> e criando uma nova empresa ou, no caso do VC, a sua saída do empreendimento e a transferência dos seus ativos para as empresas do seu portfólio a fim de lhes acrescentar valor (Cumming, 2010, p. 367).

Podem também ocorrer comportamentos oportunistas de ambas as partes. Um controlo oportunista de um VC pode levar a uma mudança do CEO fundador da empresa, a um investimento numa *round* posterior que dilua a participação dos empreendedores, ou então a uma *exit* forçada que beneficie o VC em detrimento das outras partes envolvidas (Cumming, 2010, pp. 347-348). Por sua vez, de acordo com Cumming (2010, p. 367) um comportamento oportunista por parte do empreendedor pode consistir na sua falta de dedicação à empresa, consumindo recursos excessivos, criando um impacto negativo na *startup*.

Por último, segundo Schwienbacher (2008, p. 1889), perto do fim do período de investimento, empreendedores e VCs podem entrar em desacordo sobre a estratégia de desinvestimento na empresa. Os fatores de desacordo podem ser causados pelo *timing*, pelo tipo de *exit* e/ou os seus termos (Cumming, 2010, p. 368).

Para além dos conflitos entre VC e empreendedor relatados acima, Zacharakis, *et al.* (2010, p. 121) estudou os impactos que a relação entre sócios (*intragrup*) podem ter na relação com o capitalista de risco (*intergroup*). Concluiu que estas estão altamente correladas. Conflitos internos criam situações de *stress* entre os sócios que podem desencadear conflitos com o VC. O autor atribui estas discórdias ao processo de obtenção de financiamento. As negociações de valorização e termos acordados podem ser adversas e não unânimes entre os sócios que podem ter opiniões divergentes sobre o modo como a empresa procedeu, e estas diferentes perspetivas criam *stress* que se prolongam no pós-investimento.

---

<sup>41</sup> Dá-se a este problema o nome *expropriation problem*.

## V. Capital de Risco – Caso Maps With Life

Após a apresentação da empresa (ver capítulo II) e a introdução ao capital de risco (ver capítulo IV), chega o momento de convergir e relacionar estes dois capítulos de modo a esclarecer em que consistiu e como se desencadeou o investimento na Maps With Life e a conceber possíveis cenários que possam justificar o seu insucesso.

Assim, no presente capítulo far-se-á uma apresentação e caracterização das SCR que investiram na empresa, uma análise do tipo e fase de investimento que a empresa obteve e um relato do decurso do processo. Posteriormente, será feita a narração dos incidentes ocorridos na empresa durante o estágio e a descrição da forma como estes afetaram o seu desfecho. Será, ainda, realizada uma análise mais aprofundada a fim de investigar possíveis causas, para além das mais aparentes, que levaram ao encerramento da empresa, recorrendo para isso à revisão da literatura estudada no capítulo IV.

É de realçar que todas as opiniões e ocorrências relatadas neste capítulo são da minha autoria e formadas de acordo com os acontecimentos presenciados na empresa, não havendo, portanto, qualquer influência de terceiros. Devido à assinatura de um termo de confidencialidade, certos dados não poderão ser revelados.

### V.1. PNV Capital e Portugal Ventures

A Maps With Life era investida por duas SCR: a PNV Capital e a Portugal Ventures.

A primeira sociedade, PNV Capital, com sede em Proença-a-Nova, resulta de uma parceria entre a Busy Angels e a Caixa Capital e define-se como “uma sociedade de gestão de participações sociais que investe em empresas nas fases de *startup* e *early stage*”<sup>42</sup>. Complementa que “investe entre 30.000€ e 150.000€ por investimento, sendo possível sindicar operações com outros fundos de *business angel* e capital de risco”, tendo como setores preferenciais tecnologias de

---

<sup>42</sup> Fonte: <http://pnvcapital.pt/#!/pnv-capital>, consultado a 26 de novembro de 2015.

informação, alimentar, ambiente, educação e saúde<sup>43</sup>. Esta sociedade gere um total de 770.000€<sup>44</sup> que conta com o apoio dos FCR: Fundo Empreender Mais e Fundos Finova<sup>45</sup>.

A segunda sociedade, Portugal Ventures, foi criada em 2012, resultante da fusão das três mais representativas SCR em Portugal – AICEP Capital, InovCapital e Turismo Capital<sup>46</sup> com o objetivo de “acabar com a sobreposição de papéis e conseguir através da concentração de meios afirmar um reposicionamento estratégico no setor que potencie o apoio a projetos de valor económico e potencial de exportação, bem como a atração de investimento internacional”<sup>47</sup>. Esta SCR tem sob a sua gestão 26 FCR que perfazem um total de 600 milhões de euros. A intervenção desta sociedade é muito abrangente, incidindo sobre: o lançamento de programas de ignição para geração de negócios com elevado potencial de crescimento; a participação de capital em *startup* de base tecnológica nas fases iniciais do seu desenvolvimento e no crescimento do negócio e; a participação em negócios de reestruturação empresarial, consolidação setorial e apoio a processos de internacionalização. Como setores preferenciais de investimento estão as ciências da vida, tecnologias de informação e comunicação e recursos endógenos (floresta e agroindústria, energia, economia do mar e turismo).<sup>48</sup>

## V.2. Processo de Investimento

A primeira ronda de capital concretizou-se em agosto de 2013, a partir de um coinvestimento entre a Busy Angels/PNV Capital<sup>49</sup> e a Portugal Ventures sob forma de *seed capital*<sup>50</sup>. O montante que a primeira investiu ascendeu aos

---

<sup>43</sup> Fonte: <http://pnvcapital.pt#!/estrategia>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>44</sup> Fonte: <http://www.cm-proencanova.pt/Investimento/Pagina/apoios-existent-no-concelho/97>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>45</sup> Fonte: <http://www.pnvcapital.pt#!/equipa>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>46</sup> Fonte: <http://www.portugalventures.pt/pt-pt/content/sobre-n%C3%B3s>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>47</sup> Fonte: <http://www.ei.gov.pt/noticias/detalhes.php?id=20>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>48</sup> Fonte: <http://www.ei.gov.pt/noticias/detalhes.php?id=20>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>49</sup> Fonte: <http://www.portugalventures.pt/pt-pt/article/portugal-ventures-investe-em-12-novas-empresas-de-base-tecnol%C3%B3gica-0>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>50</sup> Fonte: <https://www.crunchbase.com/organization/yubeq-maps-with-life#/entity>, consultado a 26 de novembro de 2015.

60.000€<sup>51</sup> sendo o restante capital investido pela Portugal Ventures. Foi uma entrada repartida entre o capital social da empresa e suprimentos, e teve como pressuposto a validação da ideia nos EUA através de um programa de aceleração nos escritórios da Portugal Ventures em Silicon Valley. Este financiamento, em novembro de 2012, teve por base a candidatura da Maps With Life à primeira *Call for Entrepreneurship*, o ponto de entrada no Programa de Ignição da Portugal Ventures<sup>52</sup>. A par do que foi mencionado na secção IV.6, para obter o financiamento, a empresa foi alvo de um processo de investimento onde foram superadas várias etapas e desafios impostos pelas SCR. Primeiro apresentou, na fase de submissão, a sua candidatura *online* – Origem da Oportunidade –, que foi aprovada, passando assim a fase da Seleção. Seguiu-se o processo de Avaliação que consistiu em três reuniões presenciais até à efetivação do investimento, sendo que as duas primeiras contaram, apenas, com a presença de analistas e tiveram como objetivo dar a conhecer a estratégia, o negócio, a forma de o monetizar e os passos a seguir para o tornar sustentável. Na terceira e última reunião, já com a presença do Conselho de Administração das SCR, o foco incidiu na avaliação dos empreendedores que delinearam o projeto. Os elementos do Conselho de Administração ficaram persuadidos, e após a Estruturação do Negócio investiram, inicialmente, com o objetivo de validar a ideia e o modelo de negócio<sup>53</sup>. Contudo, a não aprovação de Silicon Valley obrigou a empresa a repensar e a modificar o seu produto se quisesse voltar a receber investimento, como explicado na secção II.3. Após essa mudança, a empresa conseguiu voltar a recuperar a confiança dos investidores, vendo aprovada uma segunda ronda de investimento, em novembro de 2014. Visto a fase já não ser *seed capital* mas *early stage*, contou apenas com

---

<sup>51</sup> Fonte: <http://www.pmeinvestimentos.pt/capital-de-risco/Business-Angels/99/Investimentos-Linha-Financiamento-Investidores-Informais-em-Capital-de-Risco-BA/300/>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>52</sup> O Programa de Ignição “visa possibilitar o acesso a investimento de capital de risco por parte de projetos inovadores de base científica”. Tem como principais objetivos: o reforço do ecossistema empreendedor português; a promoção da valorização económica do conhecimento científico e tecnológico; a atração e retenção de talento e; a facilitação do acesso a investigadores globais e parceiros estratégicos. Fonte: <http://www.portugalventures.pt/pt-pt/content/call-entrepreneurship>, consultado a 26 de novembro de 2015.

<sup>53</sup> Fonte: <http://ineo.pt/2015/03/portugal-ventures-venture-capital-em-portugal>, consultado a 26 de novembro de 2015.

a participação da Portugal Ventures. A empresa, no seu plano de negócios, solicitava valores que excediam meio milhão de euros. Este valor foi superado pelos investidores e, seria desbloqueado de forma faseada, ao longo de 15 meses, tendo em conta o alcance dos objetivos previstos. O montante tinha, como finalidade, o desenvolvimento/conclusão do produto, e a sua introdução e expansão no mercado. Ao contrário do primeiro investimento, que consistiu numa entrada direta no capital social da empresa, o segundo – devido aos montantes mais avultados – normalmente, efetivado através de uma *convertible note*, ou seja, a diluição do capital, ir-se-ia concretizar apenas no fim do prazo, tendo em conta o valor da empresa nessa altura. Esta nova ronda de investimento tinha, ainda, subjacente a entrada, a curto prazo, de um membro de renome internacional, que iria tomar a presidência da empresa, aquando do lançamento da aplicação no mercado.

### **V.3. Ocorrências**

O primeiro impacto sentido, no momento de ingresso na Maps With Life, foi a sua atividade do ponto de vista operacional parecer decorrer com relativa normalidade, com os cinco colaboradores empenhados no desempenho das suas funções, visando contribuir, deste modo, para o êxito da empresa. Contudo, o ambiente interno dava mostras de viver alguma tensão, que se fazia denotar pela escassa comunicação entre os departamentos Técnico, Operacional e de Projetos, onde reinava o silêncio e o funcionamento aparentava tender para um rumo isolado. Apesar de ser a minha primeira semana na empresa e possuir falta de experiência em organizações *startup*, reconheci que a situação poderia ser uma potencial ameaça, no entanto, acabei por desvalorizá-la devido ao meu reduzido tempo de serviço. Nessa mesma semana, o CEO e do diretor do departamento Comercial, fizeram-me o ponto de situação da empresa. Estava a ser desenvolvida uma aplicação que, não obstante se encontrar ainda num estado muito primário, já era sujeita a testes internos. Ao mesmo tempo, a empresa estava em contacto com outras organizações mundiais para poder vir a integrar os serviços destas na sua aplicação. Para além disso, uma vez que o lançamento do seu produto estava previsto para setembro de 2015, de modo a acelerar o seu desenvolvimento, a empresa encontrava-se em fase de recrutamento de pessoal técnico. Era já

aguardada a entrada de dois *designers*, faltando ainda a contratação de três engenheiros, em que um deles detivesse elevada experiência e crédito no ramo, pois iria assumir o papel de Chefe do Departamento Tecnológico. Outros departamentos, como os de Recursos Humanos e Marketing, estavam também no horizonte de contratações da empresa.

No entanto, foi na segunda semana de estágio que os problemas se evidenciaram, quando três dos cinco sócios/trabalhadores deixaram de comparecer na empresa, sem qualquer aviso prévio. Mesmo após várias tentativas de contacto por parte do CEO, a situação prolongou-se durante cerca de um mês e foi, apenas, na sequência de uma reunião com os membros do Conselho de Administração que estes elementos regressaram à empresa. Contudo, o ambiente continuou adverso, com o silêncio a predominar e a falta de comunicação a inviabilizar o normal funcionamento da organização.

Após este período, várias reuniões foram agendadas, sendo, no entanto, marcadas pela ausência de vários membros – tanto sócios como elementos do Conselho de Administração das SCR – ou pelo seu cancelamento, até que numa reunião, no final do mês de março, foi decidido o desinvestimento e consequente liquidação (*write-off*) da empresa. Contudo, esta continuou a operar, dentro da normalidade possível até ao início de maio.

#### **V.4. Teoria vs. Prática**

Após um estudo mais aprofundado do tema Capital de Risco, verificou-se que parte dos pressupostos fulcrais para o seu sucesso, não se evidenciavam, tanto na indústria portuguesa como na empresa investida.

O fraco desenvolvimento do mercado de capitais em Portugal ia, à partida, permitir uma saída com lucro à SCR apenas a partir de uma *trade sale*, alienando-se a possibilidade de um IPO que, devido à reduzida dimensão da bolsa de valores em Portugal, desde 2010, segundo dados da EVCA (2015), não é opção para desinvestimento no país. Este é, no entanto, um fator que apenas poderá desaparecer com o investimento e desenvolvimento do tecido empresarial português, sendo, portanto, um problema apenas passível de se resolver a longo prazo.

No que concerne ao papel dos investidores na Maps With Life, verificava-se que as SCR se encontravam fisicamente distantes da sociedade investida. Isto dificultava não só o agendamento de reuniões que pudessem ser convocadas por ambas as partes, mas também as visitas periódicas à empresa para sua supervisão, aconselhamento e acompanhamento, por parte dos capitalistas de risco nas suas tarefas. Durante o estágio, apesar de não ter participado em nenhuma reunião, visto não ser um trabalhador efetivo da empresa, apercebi-me que estas escasseavam e, das que eram convocadas, parte eram canceladas, e as poucas que se realizavam, não eram presenciais. Esta via, aliada à falta de visitas por parte dos VCs, não permitia ter conhecimento do que realmente se passava na empresa. Apesar dos problemas internos nunca terem sido ocultados aos investidores, as várias versões transmitidas, incapacitava-os de um julgamento adequado e correto. A relação da SCR e VC com a empresa ostentava ser meramente uma formalidade, com a sua presença no Conselho de Administração, afastando-se dos princípios de bom investidor, o qual tem um papel ativo na empresa investida.

## **V.5. Possíveis motivos para o desinvestimento**

Vários tipos de conflitos VC-Empreendedor e Empreendedor-Empreendedor, expostos na secção IV.10, ajudam à formulação de teorias que levaram ao fim da da Maps With Life.

Os conflitos internos presentes na empresa poderão, à partida, aparentar ser a causa de desconfiança de quem nela investiu, provocando o seu encerramento. No entanto, o boicote ao trabalho, por parte de alguns sócios, com o conhecimento dos investidores e a sua apatia perante tal situação, poderá ter evidenciado outras causas. É possível que durante o delineamento do negócio e da estratégia, ainda no processo de investimento, tenha havido sócios com opiniões divergentes das que se efetivaram. Após o ânimo do novo investimento, essas discordâncias poderão ter sido ocultadas. Contudo, na altura de concretizar os objetivos que incitavam o desacordo, por exemplo, as novas contratações que levariam a alterações na estrutura da empresa, os problemas voltaram a surgir, decidindo esses sócios tomar uma atitude. Mesmo estando contra o rumo que a

sua empresa possa tomar, nenhum sócio pretende o insucesso desta. No entanto, era claro que o comportamento que estes decidiram tomar, aliado à falta de diálogo com o CEO, iria provocar consequências graves para o futuro. A demora na tomada de ação por parte dos VCs, sabendo que os trabalhadores estavam a auferir salário sem se apresentarem ao serviço, levantava uma possível suspeita de conluio entre esses sócios, podendo ambas as partes vir a retirar algum benefício com o fecho da empresa.

Como referido anteriormente, de forma a reduzir o risco, as SCR optam por diversificar o seu investimento por várias empresas, de acordo com os seus setores preferenciais, sendo que a mesma filosofia se aplica dentro de cada setor. Um possível excesso de empresas investidas nesta área e/ou a carência de capital para investir em novos projetos, poderá ter levado os investidores a tomar medidas que viessem a pôr fim à Maps With Life, apoderando-se, assim, da sua propriedade intelectual, cedendo-a, posteriormente, a uma outra empresa investida, com a finalidade de aumentar a sua valorização.

A ausência de notícias tanto dos *media* como da própria SCR – que nunca anunciou o novo investimento, nem alterou o seu *status* no *website*, tendo este permanecido em *seed* até ao encerramento, e não *early*, a fase em que se encontrava aquando do encerramento da empresa – leva a questionar o nível de compromisso e dedicação que os VCs tinham perante a sua empresa investida.

Por último, a falta de tradição e experiência em fases de *seed capital* em Portugal, pode ter originado que a SCR se precipitasse a dar seguimento ao seu primeiro investimento. Os pressupostos para uma fase *early stage*, como supracitado, abrangem, para além da existência da empresa, que esta esteja já em processo final de instalação no mercado e que o seu produto esteja num estado avançado de desenvolvimento ou mesmo de conclusão. No entanto, a realidade era que no início do estágio, o estado de desenvolvimento do projeto, mesmo tendo já uma versão funcional, requeria ainda muito trabalho, o que supunha que na altura do processo que precedeu o investimento *early stage*, a empresa tivesse apenas um protótipo do produto. Essa fase de desenvolvimento é propícia a uma ronda *seed capital*. Logo, a partir do momento em que a ideia e o negócio não foram validados por Silicon Valley, o propósito desse primeiro investimento, as SCR que

primeiro investiram deveriam ter optado pelo desinvestimento na empresa. Assim, após a reformulação da ideia, a empresa recomeçaria o processo da estaca zero, obtendo novamente *seed capital*, a fim de desenvolver o seu produto e, aquando da sua iminente conclusão, receber o investimento *early stage* de forma a introduzir o produto no mercado.

## VI. Conclusão

É incontestável afirmar que o capital de risco tem um papel determinante para o financiamento de *startups*. A existência de capital é fulcral para a entrada no mercado e crescimento deste tipo de empresas. Na Europa, esta indústria tem tentado replicar o sucesso norte americano, no entanto, no velho continente esta não goza da mesma evolução, sendo as causas apontadas às diferenças nos quadros económicos e jurídicos. Em Portugal, esta é uma indústria relativamente recente, onde se tem verificado um desenvolvimento oscilante, contudo, nos últimos anos tem alcançado um crescimento progressivo.

O presente relatório demonstrou, no entanto, que dinheiro não é sinónimo de êxito. Apesar da Maps With Life ter sido bem-sucedida numa nova ronda de financiamento, esta acabou por terminar a sua atividade seis meses após o novo investimento. Conflitos de interesses entre os sócios, aparentemente, levaram ao desinvestimento das SCR, no entanto, a indiferença e passividade demonstrada durante todo o processo, suscitou dúvidas sobre o verdadeiro motivo do seu encerramento. Fica, assim, claro que não é apenas o capital que interessa. Para além dele, um bom relacionamento VC-Empresa é importante, mas antes disso é essencial existir um consenso entre os sócios da empresa e que sejam solucionadas possíveis divergências que possam surgir, a partir de um diálogo interno.

Não obstante o ambiente adverso vivido na empresa e o infortúnio do destino que a conduziu e que levou a uma antecipação do término deste estágio, foi um privilégio ter acompanhado os últimos meses da empresa. Ainda que aparente ser um sentimento contraditório, todo o processo que levou à insolvência da Maps With Life permitiu uma aprendizagem única que não se estuda nos livros. O modo como os sócios que continuaram a trabalhar, lidavam diariamente com a tensão e pressão, e a capacidade de estes controlarem as suas emoções para continuarem a desenvolver o projeto e cumprirem os objetivos a que se propuseram, demonstraram-me que perante todas as adversidades que possam surgir, e com trabalho, perseverança e determinação existem sempre formas de as contornar. Para além disso este estágio, permitiu-me ainda consolidar e adquirir novos conhecimentos na área financeira e de desenvolvimento do negócio.

Esta dissertação pode ser ainda um ponto de partida para a realização de futuras investigações sobre a ação do capital de risco nas *startups* portuguesas, a opinião que os empreendedores têm deste tipo de financiamento e os fatores que estes acham determinantes para o seu sucesso.

Concluo assim o relatório, na certeza de que a opção pela realização do estágio foi a mais correta para a conclusão do mestrado, sendo que todas as experiências passadas e aprendizagens adquiridas irão ser determinantes e contribuirão como uma forte referência para o meu futuro.

## Bibliografia

- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Quas, A. (May 2015). The patterns of venture capital investment in Europe. *Small Business Economics*, 45(3), 543-560.
- Bloomfield, S. (2005). *Venture capital funding : a practical guide to raising finance* (1st ed.). Aberystwyth: Kogan Page Limited.
- Bocken, N. (May 2015). Sustainable venture capital - catalyst for sustainable start-up success? *Journal of Cleaner Production*, 108, 647-658.
- BVCA. (2012). *A Guide to Private Equity*. London: BVCA.
- Caetano, P. A. (2013). *Capital de Risco* (1<sup>a</sup> ed.). Lisboa: Actual.
- Čalopa, M. K., Horvat, J., & Lalić, M. (December 2014). Analysis of Financing Sources for Start-Up Companies. *Management*, 19(2), 19-44.
- Caselli, S. (2010). *Private Equity and Venture Capital in Europe - Market, Techniques, and Deals* (1st ed.). Oxford: Academic Press.
- Cassa, G. (March 2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19(2), 261–283.
- Collewaert, V., & Fassin, Y. (April 2013). Conflicts between entrepreneurs and investors: the impact of perceived unethical behavior. *Small Business Economics*, 40(3), 635-649.
- Cumming, D. J. (2010). *Venture Capital: Investment Strategies, Structures, and Policies* (1st ed.). USA: Wiley.
- Cumming, D. J., Fleming, G., & Schwenbacher, A. (September 2005). Legality and venture capital exits. *Journal of Corporate Finance*, 12(2), 214-245.
- Cumming, D. J., Grilli, L., & Murtinu, S. (October 2014). Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis. *Journal of Corporate Finance*, 1-21.
- Denis, D. J. (March 2004). Entrepreneurial finance: an overview of the issues and evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301–326.
- Drover, W., Wood, M. S., & Fassin, Y. (November 2014). Take the money or run? Investors' ethical reputation and entrepreneurs' willingness to partner. *Journal of Business Venturing*, 29(6), 723-740.
- EVCA. (2007). *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. Brussels: EVCA.
- EVCA. (2015). *2014 European Private Equity Activity*. Brussels: EVCA.

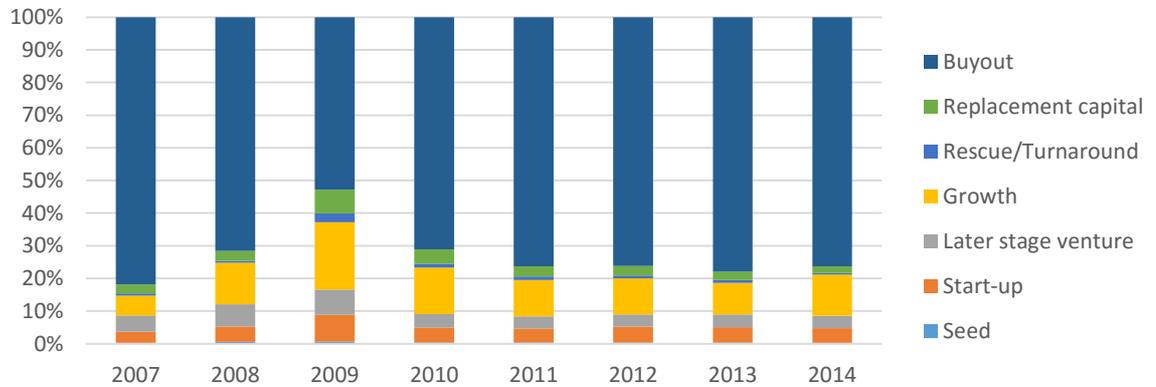
- Fairchild, R. (May 2011). An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach. *Journal of Business Venturing*, 26(3), 359–374.
- Fitza, M., Matusik, S. F., & Mosakowski, E. (April 2009). Do VCs matter? The importance of owners on performance variance in start-up firms. *Strategic Management Journal*, 30(4), 387-404.
- Flor, C. R., & Grell, K. B. (June 2013). Venture capital budgeting — Carry and correlation. *Journal of Corporate Finance*, 21, 216-234.
- Gompers, P., & Lerner, J. (Spring 2001). The Venture Capital Revolution. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
- Gregoriou, G. N., Kooli, M., & Kraeusl, R. (2007). *Venture Capital in Europe*. Oxford: Butterworth-Heinemann.
- Hellmann, T., & Thiele, V. (October 2015). Friends or foes? The interrelationship between angel and venture capital markets. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 639-653.
- IAPMEI e ACPRI. (2006). *Guia Prático do Capital de Risco*. Lisboa: IAPMEI/ACPRI.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (September 2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6(3), 241-289.
- Kenney, M. (2000). Venture Capital - Working Paper. *International Encyclopedia of the Social and Behavioral Science*, 1-9.
- Kortum, S., & Lerner, J. (Winter 2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- Mathonet, P.-Y., & Meyer, T. (2007). *J-Curve Exposure: Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds*. New York: Wiley.
- Maxwell, A. L., Jeffrey, S. A., & Lévesque, M. (March 2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 212–225.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2010). *Venture Capital & The finance of Innovation* (2nd ed.). USA: Wiley.
- Nahata, R., Hazarika, S., & Tandon, K. (August 2014). Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter? *Journal of Financial and Quantitative*, 49(4), 1039–1070.
- OECD. (2011). *Financing high-growth firms: the role of angel investors*. Paris: OECD Publishing.
- OECD. (2013). *Access to finance: Venture capital - Entrepreneurship at a Glance*. Paris: OECD Publishing.

- OECD. (2015). *Entrepreneurship at a Glance 2015*. Paris: OECD Publishing.
- Poser, T. (2003). *The Impact of Corporate Venture Capital - Potentials of Competitive Advantages for the Investing Company* (1st ed.). Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Ramadani, V. (November 2009). Business angels: who they really are. *Strategic Change*, 18(7-8), 249–258.
- Rodrigues, A. M. (1994). Capital de risco : uma forma de apoio à actividade empresarial. *Dissertação de mestrado em Economia Europeia*. Coimbra: FEUC.
- Schwienbacher, A. (November 2007). A theoretical analysis of optimal financing strategies for different types of capital-constrained entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 753-781.
- Schwienbacher, A. (November 2008). Innovation and venture capital exits. *The Economic Journal*, 118(533), 1888–1916.
- Sherman, A. J. (2012). *Raising Capital: Get the Money You Need to Grow Your Business*. New York: AMACOM.
- Silva, P., Martins, A., Rodrigues, A. M., & Gama, P. (2000). *Estudos de Gestão de Empresas* (1ª ed., Vol. II). Porto: Vida Económica.
- Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (September 1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. 30(9), 1051 - 1066.
- Wasserman, N. (August 2006). Rich versus King: The Entrepreneur's Dilemma. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 1-7.
- Zacharakis, A., Erikson, T., & George, B. (April 2010). Conflict between the VC and entrepreneur: the entrepreneur's perspective. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 12(2), 109–126.



# Anexos

## Anexo 1 - Evolução do Investimento Europeu por Fases de todo o Capital de Risco



## Anexo 2 - Evolução do Investimento Português por Fases de todo o Capital de Risco

