

HG 5157.735
2004

RESERVADO



UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

Mestrado em Gestão / MBA

O Private Equity em África

**Sua Aplicabilidade no Financiamento e na Transferência de
Capital Inteligente em Empresas Moçambicanas**

Miguel Micas Langa

Orientação: Prof. Doutor António Saragga Seabra

Júri:

Presidente: Prof. Doutor Vítor Fernando da Conceição Gonçalves

Vogais: Prof. Doutor José Paulo Afonso Esperança

Prof. Doutor António Saragga Seabra

Dezembro de 2004



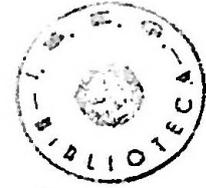
Resumo

O *private equity* é uma fonte de financiamento de longo prazo muito útil para empresas com pouca acessibilidade aos meios tradicionais de financiamento, como é o caso da banca e do mercado de capitais. O estudo constata que em Moçambique, para além do financiamento, o *private equity* pode ser um rico instrumento de criação de valor na empresa ao contribuir no desenvolvimento da proficiência de gestão através do seu capital inteligente, desde que haja envolvimento do *private equity* nessa gestão.

Embora importante para o país, a actividade do *private equity* em Moçambique é dificultada por vários factores (e.g., a forma como os empreendimentos ordenam a suas preferências de financiamento, a inexistência de políticas públicas orientadas para esta actividade e a pouca disposição das empresas de *private equity* em investir na maior parte dos empreendimentos). Constatados estes obstáculos, o estudo apresenta um modelo de actuação que consiste, entre outros aspectos, em as empresas de *private equity* terem presença local e gestores qualificados—suportados por uma rede de contactos que possa permitir a troca de informação e experiência. O modelo enfatiza também a dinâmica na angariação de propostas de parcerias e rapidez na sua análise, tendo em conta que os investimentos de retorno imediato são escassos no país. Para o sucesso deste modelo na orientação do *private equity* em Moçambique e para assegurar a transferência de capital inteligente para os empreendimentos, o estudo recomenda, entre outros aspectos, às empresas de *private equity* a divulgação deste instrumento financeiro e a que elas sejam mais propensas no risco dos investimentos. Aos empreendedores, recomenda-se maior rigor no relato financeiro e na elaboração das suas propostas de pedido de financiamento, e que estejam dispostos a abrir o seu capital a terceiros. Ao governo, o estudo recomenda que incentive a criação de empresas no país e que reduza os custos de entrada na indústria de *private equity*.

Para além de explorar os casos de *private equity* em Moçambique, o estudo aborda também a experiência de outros países africanos, com ênfase para a África do Sul, como base teórico-prática para o desenvolvimento do caso específico de Moçambique, e também pela importância que este instrumento financeiro poderá desempenhar nestes países onde as fontes de financiamento e as habilidades de gestão são escassas.

Palavras chave: *private equity*; capital de risco; capital inteligente; financiamento; Moçambique; países em desenvolvimento



Abstract

Private equity is a very important long-term financing alternative for those companies with difficulties in accessing traditional ways of financing, such as banks or capital markets. This study finds that in Mozambique private equity may be a rich instrument for value creation by allowing the development of a proficient management through the transfer knowledge capital during company's management process.

Although private equity is important for the country, it is however worth to notice that its applicability in Mozambique face significant difficulties (*e.g.*, the way companies choose their financing source, the inexistence of public policies targeting private equity industry and the low level of readiness of the majority of companies to enter into a partnership). Having found those difficulties, this study presents an alternative private equity model in Mozambique. Consisting of some dimensions, this model advocates any private equity company wanting to invest in Mozambique to have a local representation and to operate with high skilled managers, supported by a network of contacts where they can get assistance from and be advised by experienced consultants. In order to achieve the objectives for private equity in the country, the study recommends that private equity companies divulge their activity and that they become less risk averse in their decision to invest. For the entrepreneurs, the study recommends that they must fight against the absence of reliable accounting information in their companies, that they must be careful and accurate when addressing their investment proposals, and that they must be willing to open their equity to other investors. The study also recommends the creation of incentive plans by the government to promote entrepreneurships and private equity activity.

This study also includes an approach of private equity main developments in Africa—with a special emphasis to South Africa—as a base for the development of Mozambican case. That approach was also included as private equity could have an important role in the development of companies in those African countries, once private equity could introduce knowledge capital and transfer know-how to companies allowing them to overcome access financing and management capabilities problems.

Key words: private equity; venture capital; knowledge capital; financing; Mozambique; developing countries

Índice

Resumo	2
Abstract	3
Índice	4
Agradecimentos	7
1 Introdução	8
1.1 Levantamento do Problema	8
1.2 Objectivos do Estudo	10
1.2.1 Objectivos Gerais	10
1.2.2 Objectivos Específicos	11
1.3 Metodologia	11
1.4 Estrutura da Dissertação	12
2 Teoria sobre <i>Private Equity</i>	14
2.1 Evolução Histórica	14
2.2 Conceito de <i>Private Equity</i>	15
2.3 Funcionamento das Sociedades de <i>Private Equity</i>	18
2.4 Condicionamentos do Desenvolvimento do <i>Private Equity</i>	21
2.4.1 Mecanismos de Saída	21
2.4.2 Recursos Humanos	22
2.4.3 Oportunidades de Negócio	23
2.4.4 Instituições de Suporte	24
2.4.5 Política do Governo	24
2.5 Importância do <i>Private Equity</i>	30
2.5.1 Instrumento Financeiro	30
2.5.2 Fonte de Capital Inteligente	31
2.5.3 Fonte de Criação de Emprego	32
2.5.4 Catalisador do Mercado de Capitais	32
2.5.5 Promotor da Inovação e Competição	33
2.5.6 Promotor do Desenvolvimento Regional	33
2.6 Conclusão	33
3 <i>Private Equity</i> nos Países em Desenvolvimento	35
3.1 Caracterização	35
3.2 Actividade do <i>Private Equity</i>	38
3.3 A Situação da África	40
3.3.1 Actividade do <i>Private Equity</i>	41
3.3.2 Algumas Experiências	43
3.3.3 Principais Lições	46
3.4 Conclusão	48
4 <i>Private Equity</i> na África do Sul	50
4.1 Estágio de Desenvolvimento da Indústria	50
4.2 Estrutura dos Fundos de <i>Private Equity</i>	51
4.3 Tipos de Investimentos	52
4.4 Estratégias de Saída	54
4.5 Principais Obstáculos ao Desenvolvimento da Indústria	55
4.6 Intervenção Governamental na Indústria	56
4.7 Conclusão	58

5	<i>Private Equity</i> em Moçambique.....	59
5.1	Enquadramento Legal.....	60
5.2	Caracterização do <i>Private Equity</i> em Moçambique	61
5.3	Análise Global da Indústria de <i>Private Equity</i> em Moçambique	64
5.3.1	Barreiras a Entrada	64
5.3.2	Rivalidade entre os Concorrentes	64
5.3.3	Produtos Substitutos	65
5.3.4	Poder de Negociação dos Clientes.....	66
5.3.5	Poder de Negociação dos Fornecedores	66
5.3.6	Poder Relativo de Outros <i>Stakeholders</i>	66
5.4	Importância do <i>Private Equity</i> para o País	67
5.4.1	Fonte de Capital Inteligente.....	67
5.4.2	Desenvolvimento do Sistema Financeiro	68
5.4.3	Desenvolvimento de Infra-estruturas.....	68
5.5	Actividade do <i>Private Equity</i> em Moçambique.....	69
5.5.1	Mozambique Investment Company (MINCO).....	73
5.5.2	Sociedade de Capital de Risco (GCI)	79
5.5.3	Mozambique Development Venture Capital Fund (DVF)	81
5.5.4	Industrial Development Corporation of South Africa (IDC).....	83
5.5.5	F. Turismo e IPE Capital	86
5.5.6	TT of Canada	86
5.6	O <i>Pecking Order</i> e o <i>Private Equity</i> nas Empresas Moçambicanas.....	87
5.7	Perspectivas e Oportunidades para o <i>Private Equity</i>	92
5.8	Obstáculos ao Desenvolvimento do <i>Private Equity</i>	95
5.9	Um Modelo para o <i>Private Equity</i> em Moçambique.....	100
5.10	Recomendações	104
5.10.1	A Nível das Sociedades de <i>Private Equity</i>	104
5.10.2	A Nível dos Empreendedores	106
5.10.3	A Nível do Governo.....	107
5.11	Conclusão	109
5.12	Análise e Estudos Futuros	111
6	Conclusões.....	112
Anexos	115
	<i>Anexo 1: Funcionamento do private equity independente</i>	115
	<i>Anexo 2: Evolução anual dos fundos de private equity nos países em desenvolvimento (1989-2002)</i>	115
	<i>Anexo 3: Ranking dos 20 países com maior investimento de private equity (2002)</i>	116
	<i>Anexo 4: Alguns indicadores macroeconómicos de países africanos seleccionados</i>	117
	<i>Anexo 5: Comparação da indústria de private equity (EUA, RSA e Moçambique)</i>	118
	<i>Anexo 6: Demonstrações Financeiras da MINCO em 31 de Dezembro de 2003</i>	120
	<i>Anexo 6: Demonstrações Financeiras da MINCO em 31 de Dezembro de 2003 (continuação)</i>	121
	<i>Anexo 6: Demonstrações Financeiras da MINCO em 31 de Dezembro de 2003 (continuação)</i>	121
	<i>Anexo 7: Entidades contactadas</i>	122
	Referências.....	124

Lista de Figuras

<i>Figura 1:</i> Alguns indicadores macroeconómicos de Moçambique	10
<i>Figura 2:</i> Representação de participantes no <i>private equity</i> de fundos independentes ..	20
<i>Figura 3:</i> Estrutura dos fundos de <i>private equity</i> na África do Sul (2003)	52
<i>Figura 4:</i> Estratégias de saída das <i>private equity</i> na RSA (número de transacções)	55
<i>Figura 5:</i> Estratégia de saída das <i>private equity</i> na RSA (valor das transacções)	55
<i>Figura 6:</i> Distribuição dos investimentos acumulados de <i>private equity</i> por sector de actividade em Moçambique	72
<i>Figura 7:</i> Evolução dos investimentos da MINCO (em mil \$US)	77
<i>Figura 8:</i> Estrutura dos investimentos da MINCO por sector de actividade (2003)	78

Lista de Tabelas

<i>Tabela 1:</i> Investimento de <i>private equity</i> : estágios e definições	17
<i>Tabela 2:</i> Algumas políticas europeias de promoção de capital de risco	26
<i>Tabela 3:</i> <i>Private equity</i> em países desenvolvidos e em desenvolvimento	37
<i>Tabela 4:</i> Distribuição do investimento das <i>private equity</i> na África do Sul por estágio de desenvolvimento do empreendimento	53
<i>Tabela 5:</i> Evolução da distribuição dos investimentos por sector de actividade	54
<i>Tabela 6:</i> Fundos de <i>private equity</i> com investimentos em Moçambique	63
<i>Tabela 7:</i> Estrutura dos investimentos de <i>private equity</i> em Moçambique em 2003	71
<i>Tabela 8:</i> Composição das fontes de financiamentos dos fundos independentes de <i>private equity</i> (em %)	73
<i>Tabela 9:</i> Pedidos de financiamento na MINCO por sectores de actividade	75
<i>Tabela 10:</i> Pedidos de financiamento na MINCO por tipo de investimento	76
<i>Tabela 11:</i> Exemplo de empreendimentos participados pela IDC em Moçambique	84

Agradecimentos

Várias pessoas e entidades contribuíram directa e indirectamente para a concretização deste estudo, não sendo possível mencioná-las individualmente.

De forma muito especial, quero agradecer ao Professor António S. Seabra, meu orientador, que me acompanhou incansavelmente no desenho do modelo de pesquisa e nas diferentes fases do estudo onde contribuiu em ideias e críticas construtivas. Vai também uma palavra de apressa ao Dr. Pedro V. Matos pelo tempo que me disponibilizou para a troca de ideias e, sobretudo, pelo útil material que me providenciou para a elaboração da tese.

Dirijo também um gesto de gratidão muito especial ao Dr. Jorge B. Preto (GCI), ao Dr. António F. Munguambe, ao Dr. Ainadin Cader e ao Dr. Fernando Oliveira (MINCO), à Leslie Johnston (TechnoServe Moçambique) e ao Dr. Omar Mitha (PODE) que, de Moçambique, responderam às questões colocadas, forneceram diverso material e facultaram a minha participação num congressos de capital de risco.

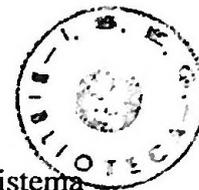
Agradeço às empresas sul africanas de capital de risco e, de um modo especial, a Southern African Venture Capital and Private Equity Association, pela colaboração ao responderem às questões endereçadas. Particular atenção para Keet van Zyl (Tactic Capital), David Rissik (RMB Corvest) e Stuart Bradley (Aureos South Africa Managers Activity) pela abertura e disponibilidade em apoiar-me e por me terem facultado contactos de empresas de capital de risco com interesses em Moçambique.

Agradeço também ao Dr. José Gonzaga Rosa (Ernest & Young - Portugal), pela sua disponibilidade para trocar impressões sobre o capital de risco e pela sua contribuição ao alertar-me sobre aspectos relevantes a ter em conta no estudo, e ao Dr. William Scheela (Bemidji State University) pelo material que me forneceu e pela sua disponibilidade em ajudar-me ao longo da pesquisa.

Ao Banco Internacional de Moçambique e ao Banco Comercial Português vai o meu muito obrigado pela oportunidade que me deram para fazer o mestrado.

Aos meus pais, à minha namorada, aos meus amigos e colegas dirijo uma palavra muito especial de agradecimento pela força que sempre me deram e por me terem compreendido naqueles momentos em que fui pouco atencioso para com eles.

A todos, endereço o meu apreço e a minha gratidão pelo apoio prestado.



1 Introdução

A falta de uma estrutura financeira estável nos empreendimentos e de um sistema financeiro desenvolvido é um problema comum em vários países em vias de desenvolvimento. Em Moçambique, esta situação faz com que várias empresas tenham dificuldades em obter crédito nas instituições financeiras, por não reunirem os requisitos exigidos ou por se tratar de empresa de risco elevado. Mais do que o problema do financiamento, é notória a gestão ineficiente dos empreendimentos para a rentabilização dos investimentos. É neste âmbito que a tese pretende avaliar a aplicabilidade do *private equity* como alternativa (ou complemento) ao financiamento tradicional de empresas em Moçambique e como um instrumento financeiro que também proporcione a transferência de capital inteligente para essas empresas.

Procurar verificar a aplicabilidade do *private equity* como alternativa (ou complemento) de financiamento aos investimentos em Moçambique significa, por um lado, identificar o ambiente em que as empresas de *private equity* operam e se estão ou não criadas as condições básicas para seu desenvolvimento, e, por outro lado, apurar até que ponto os empreendimentos moçambicanos estão interessados no *private equity* ou são atraentes a esta modalidade de financiamento, onde esses empreendimentos possam tirar também benefícios na capacidade de gestão.

1.1 Levantamento do Problema

Após a sua independência, em 1975, Moçambique optou por um sistema de economia centralizada e esteve envolvido numa guerra civil que se estendeu de 1976 a 1992. Durante este período pouco avanços, senão mesmo retrocessos, se notaram no crescimento das empresas e da economia em geral. A partir de 1986, foram dados os primeiros passos na liberalização da economia, que culminou com a privatização de maior parte de empresas. Com as privatizações, novos desafios colocavam-se às empresas (e.g., manutenção e conquista de mercados) às quais se lhes exigia a sua recapitalização e o ajustamento dos seus modelos de gestão. A falta de sistemas eficazes de financiamento e de apoio à gestão orientados para essas empresas condicionou a sua competitividade e a sua sobrevivência no mercado. Inicialmente, o maior problema não era tanto a falta de capital, mas sim a falta de infra-estruturas e de instituições de apoio, e a falta de capital humano, aspectos que devem estar

normalmente acessíveis num sistema de economia de mercado para o qual o país caminhava.

Actualmente, abrem-se oportunidades de exploração de novos mercados, como consequência *i)* da estabilidade política; *ii)* da estabilidade macroeconómica; *iii)* da localização geográfica privilegiada do país para o desenvolvimento regional da África Austral, e *iv)* de convenções internacionais que dão acesso às empresa nacionais aos mercados europeus e americanos (*e.g.*, *Everything But Arms* (EBA)¹ e *African Growth Opportunity Act* (AGOA)²). Estes aspectos reflectem-se na melhoria da performance do país nos últimos anos (Figura 1).

Apesar das oportunidades que se abrem às empresas moçambicanas para a exploração de novos mercados e para o seu crescimento, poucas são as alternativas que possam fazer com que as empresas dos sectores visados aproveitem tais oportunidades, isto por falta de acesso ao financiamento e de acompanhamento à gestão de grande parte das empresas.

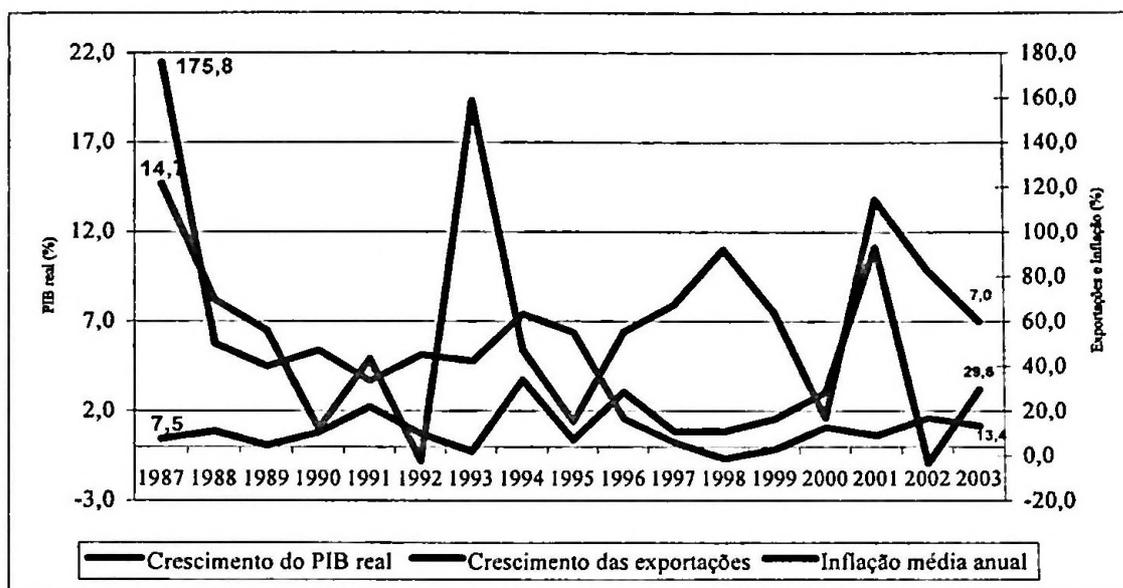
Dada esta situação, a questão que se levanta é se existirá um modelo simultâneo de financiamento e de apoio à gestão das empresas moçambicanas que possa envolver no seu sucesso não só as empresas em causa, mas também os próprio financiadores. O sucesso referido pode ser traduzido na criação de novas empresas, no melhoramento das infra-estruturas existentes, no melhoramento do capital inteligente que poderá assistir as empresas na sua produção e gestão, na acessibilidade a novos mercados e na conquista de credibilidade das empresas junto ao agentes económicos (*e.g.*, banca e outros credores).

Será o *private equity* o modelo para a solução deste problema?

¹ Através da iniciativa EBA, a União Europeia permite a entrada livre de quotas e tarifas de todos os produtos, excepto armas e munições, provenientes de um grupo de 48 países em vias de desenvolvimento, incluindo Moçambique (União Europeia 2001).

² A AGOA é uma lei americana que dá oportunidade aos países da África Sub-Sahariana de exportar vários produtos, incluindo tecido e roupa, para aquele país, desde que esses países se comprometam a observar determinadas condições políticas e (EUA 2000).

Figura 1: Alguns indicadores macroeconómicos de Moçambique



Fonte: Fitch Rating (2004), Afrodad (2004), IMF (2004)

1.2 Objectivos do Estudo

1.2.1 Objectivos Gerais

A elaboração desta pesquisa visa, de um modo geral, explorar aspectos teóricos e práticos sobre as sociedades de capital de risco³, nomeadamente, a sua génese, a sua importância no desenvolvimento empresarial e económico, os condicionalismos para o seu desenvolvimento e, sobretudo, a sua aplicabilidade em países em vias de desenvolvimento.

Pretende-se ainda com o estudo, analisar o impacto da falta de um quadro de suporte institucional financeiro e legal para o desenvolvimento da actividade de capital de risco nestes países, dado que há uma tendência, a nível mundial, de investimentos em sociedades de capital de risco se canalizarem para os países desenvolvidos, onde as instituições de apoio são mais desenvolvidas. É também objectivo genérico identificar as principais características do capital de risco nos países em vias de desenvolvimento e as principais lições que se pode tirar da experiência com o *private equity* de alguns destes países.

³ Ao longo do texto, entenda-se capital de risco como sendo o mesmo que *private equity*, salvo referência em contrário. Estes conceitos são discutidos em detalhe no ponto 2.2.

1.2.2 Objectivos Específicos

Especificamente, o estudo pretende abordar o *private equity* em Moçambique no que respeita:

- à sua natureza e importância;
- ao seu estágio de desenvolvimento;
- ao papel do governo na sua promoção;
- aos factores que obstruem o seu desenvolvimento; e
- ao que dele se pode esperar como instrumento financeiro e como fonte de capital inteligente para o desenvolvimento empresarial.

1.3 Metodologia

O estudo tem como objecto a actividade de capital de risco em Moçambique e foi conduzido numa metodologia de estudo de caso, recomendando-se nestas situações o desenvolvimento dum quadro de pesquisa baseada na revisão da literatura como ponto de partida no desenho da pesquisa (Yin 1989).

Para melhor enquadramento do capital de risco moçambicano, faz-se, sempre que possível, uma comparação com as características do capital de risco de outros países em vias de desenvolvimento, com destaque para o continente africano, em especial a África do Sul. A escolha deste país para confrontar com Moçambique relaciona-se com o facto destes serem países vizinhos, com estreita ligação económica, e com o facto de a África do Sul ser referenciada como um dos países em vias de desenvolvimento onde a indústria de capital de risco está num estágio avançado de desenvolvimento.

Como fonte de informação, o estudo baseou-se na revisão da literatura, em entrevistas em profundidade com gestores e técnicos de alguns intervenientes na indústria de *private equity* e de algumas empresas de consultoria. Julgou-se serem as entrevistas em profundidade as mais adequadas para o caso em estudo, dado o tipo de estudo que dispõe de informação escassa e dado o reduzido número de empresas envolvidas na indústria. A pesquisa recorreu-se ainda de estudos de alguns países que promoveram a sua indústria de *private equity* para desenvolver as suas empresas.

Com os intervenientes nesta indústria, foram conduzidas entrevistas às duas empresas de capital de risco com presença local em Moçambique com o objectivo de se

obter informação sobre a sua actividade, bem como sobre os principais desafios e obstáculos por elas enfrentadas.

As entrevistas a algumas empresas de consultoria foram conduzidas como alternativa à impossibilidade de se entrevistar empreendimentos moçambicanos e à falta de disponibilidade e colaboração de alguns empreendimentos participados por capitais de risco em Moçambique que alegaram a confidencialidade da informação. Estas entrevistas tiveram como objectivo saber até que nível as empresas moçambicanas têm conhecimento do capital de risco e os principais obstáculos que limitam a sua utilização. As entrevistas permitiram também obter apreciação crítica do capital de risco no país, sobretudo no que respeita ao perfil de risco das empresas de capital de risco que influencia o tipo de investimentos realizados.

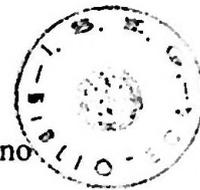
Na África do Sul foram contactadas 59 empresas com actividade de *private equity*, sendo que a taxa de respostas deste contacto foi de 59,3%. Nestes contactos pretendia-se colher informação sobre a actividade destas empresas e, sobretudo, sobre eventuais interesses em investimentos de *private equity* em Moçambique. Para além destas empresas, foram contactadas outras entidades que possam estar relacionadas com o *private equity* em Moçambique (Anexo 7).

O cruzamento da situação apurada de Moçambique com a teoria encontrada na revisão da literatura e a confrontação com os casos de países estudados ao longo do trabalho permitiram identificar algumas lacunas na indústria de capital de risco moçambicana, o desenho de um modelo para o *private equity* no país e a elaboração de algumas recomendações para o desenvolvimento deste instrumento financeiro.

1.4 Estrutura da Dissertação

Para além deste primeiro capítulo introdutório, onde se destaca o levantamento do problema estudado e dos objectivos da pesquisa, o capítulo dois faz a discussão de aspectos teóricos do capital de risco, dando ênfase à definição do conceito, ao papel do capital de risco na economia e aos condicionalismos para o seu desenvolvimento.

O capítulo três dedica-se inteiramente à apresentação da actividade de capital de risco nos países em desenvolvimento, com destaque para as características da actividade neste grupo de países. Destaca-se, ainda, neste capítulo a caracterização do capital de risco no continente africano, sendo o maior argumento para tal atenção o facto de ser neste continente onde se localiza o país em estudo—Moçambique. Faz-se o desfecho do



capítulo com as principais lições que se podem extrair dos principais esforços no desenvolvimento do capital de risco em países africanos.

O capítulo quatro faz uma abordagem do capital de risco na África do Sul, com maior ênfase para as áreas onde ele está envolvido, para os principais financiadores e para os estágios de desenvolvimento empresarial onde o capital de risco intervém. Discute-se ao longo deste capítulo as principais estratégias de saída utilizadas pelos investidores de capital de risco, bem como o papel do governo na sua promoção.

O capítulo cinco aborda o capital de risco em Moçambique, com destaque para a caracterização da indústria, caracterização essa que é sintetizada através de uma análise das forças competitivas actuantes nesta indústria. Neste capítulo, particular atenção vai para a discussão da importância que o *private equity* pode ter na economia do país, sobretudo no que respeita à transferência de capital inteligente para os empreendimentos. Os constrangimentos para o desenvolvimento do *private equity* no país, a elaboração de um modelo que define os principais parâmetros a considerar no desenvolvimento do *private equity* em Moçambique, bem como as recomendações para se chegar a esse modelo são tratados ao longo deste capítulo.

Por fim, no capítulo seis faz-se o desfecho da tese, apresentando as principais conclusões do estudo, respondendo à questão sobre a aplicabilidade do *private equity* no financiamento e na transferência de capital inteligente em empresas moçambicanas.

2 Teoria sobre *Private Equity*

O capital de risco, o crédito bancário e o subsídio governamental constituem, dentre muitas, formas de financiamento dum negócio em crescimento ou mesmo de raiz. Cada uma daquelas formas, ou uma combinação delas, pode ser adequada para o financiamento que se pretenda, dependendo das suas características em termos de maturidade do financiamento, de valores envolvidos, do tipo de projecto, da estabilidade e ambiente do negócio, e das necessidades financeiras imediatas do projecto. Contudo, cada modalidades apresenta os seus critérios e limitações. Por exemplo, o subsídio do governo é limitado ao montante a ser concedido; o crédito bancário geralmente exige garantias e geração de fluxos que permitam sustentar os serviços da dívida, bem como o seu reembolso; e o capital de risco exige retornos elevados para cobrir o seu elevado risco.

O capital de risco é conhecido como uma modalidade de financiamento por capitais próprios destinados as empresas com elevadas potencialidades de crescimento. Neste modelo de financiamento, estabelece-se um relacionamento específico entre os financiadores e tais empresas que permite que os financiadores se enriqueçam na base da actividade da empresas para onde investem. Por sua vez, essas empresas que recebem esse financiamento beneficiam-se também de outros aspectos relevantes à gestão num horizonte de médio e longo prazos.

2.1 Evolução Histórica

A actividade de capital de risco teve seu início com indivíduos ricos que, duma forma isolada ou organizada, financiavam projectos de construção de infra-estruturas fabris ou projectos de exploração de novas tecnologias. Estes indivíduos são hoje conhecidos por *business angels*⁴ e distinguem-se de outros investidores por serem investidores não profissionais que se dedicam ao financiamento de negócios na fase de *seed* e *start-ups* (Kenney 2000, Cook e Nevins 1999).

Aparentemente, o termo *capital de risco*⁵ foi usado pela primeira vez nos Estados

⁴ Este termo tem a sua origem no teatro, onde os *business angels* eram tidos como “indivíduos que, para além de financiarem as peças, contribuíam com conhecimentos de gestão e [com] redes de contactos para o seu sucesso”(Tavares 1999:27).

⁵ A expressão *capital de risco* surge como tradução da original inglesa *venture capital* (*venture* = empreendimento). A tradução de *venture* para *risco* influencia negativamente os agentes económicos ao

Unidos de América em 1939, momento a partir do qual o capital de risco foi envolvido numa forma especializada de financiamento de pequenas empresas privadas que se julgasse terem potencial para um rápido crescimento. Em 1946, Georges Deriot, em parceria com a Massachusetts Institute of Technology (MIT), com a Harvard Business School e com um grupo de líderes locais de negócios, lança o capital de risco na modalidade que hoje é conhecida—mais moderna e mais vasta—com a criação da American Research & Development Corporation (ARD) que se dedicava à tomada de participações em capital de pequenas empresas inovadoras (Battini 1987, Reiner 1989).

Como instituição formal, o capital de risco constituiu uma inovação dos EUA donde, durante os anos 90, rapidamente se expandiu para outros países, com destaque para o Reino Unido e Israel. Nos EUA é onde o capital de risco mais se desenvolveu e apoiou muitas das empresas que se destacaram no mercado nos últimos 50 anos, sobretudo nas áreas tecnológica (e.g., Amazon.com, Apple Computer, Cisco Systems, Compaq, Federal Express, Intel, Oracle e Yahoo!), tendo todas elas contribuído significativamente no desenvolvimento de outros sectores de actividade. Os elevados retornos deste novo negócio atraiu muitos investidores para os EUA, em especial para a Silicon Valley⁶ que é tido como o ponto de concentração de empresas apoiadas pelo capital de risco e que, dado o seu sucesso, serve de referência para muitos países que procuram desenvolver uma indústria de capital de risco própria e que se ajuste às suas necessidades e capacidades (Battini 1987, Kenney 2000).

2.2 Conceito de *Private Equity*

A literatura e as associações profissionais de capital de risco apresentam várias definições do conceito de capital de risco, notando-se a existência de duas correntes conceptuais: uma americana (EUA) e outra europeia. Na corrente americana, o conceito de capital de risco é mais restrito e associa-se ao financiamento de novos empreendimentos em áreas inovadoras, sendo por isso uma subcategoria de *private equity*⁷,

se associar o conceito a uma actividade de risco elevado, o que estritamente não deve ter essa interpretação (Ribeiro 1995, citado por Tavares 1999).

⁶ Actualmente, a Silicon Valley é o centro de atenção das melhores sociedades de capital de risco que investem maioritariamente na electrónica e na tecnologia bio-médica. Fora dos EUA, as maiores concentrações de capital de risco estão em Hong Kong, Israel, Londres, Taiwan e Tokio (Kenney; Han e Research Fellow 2002).

⁷ O *private equity* compreende o financiamento a qualquer estágio de desenvolvimento de uma empresa, tendo dentro de si a categoria de *venture capital*. O *private equity* equivale, portanto, à definição do *venture capital* (capital de risco) na vertente europeia. Assim, o *venture capital* na vertente americana

enquanto que na corrente europeia, o conceito é mais genérico e associa-se ao financiamento de pequenas e médias empresas, independentemente do seu estágio de desenvolvimento—o que seria o *private equity* na vertente americana. Esta diferença conceptual reside na forma como os intervenientes na indústria de capital de risco se engajam nos empreendimentos e, sobretudo, nos objectivos estratégicos que os governos pretendem alcançar ao fomentar esta indústria (Spiro 1997).

Em muitos casos, usa-se indistintamente o conceito de *capital de risco* sem se fazer referência à verdadeira modalidade que se pretende referir, isto é, não se evidencia se se trata estritamente de capital de risco como uma subcategoria de *private equity* ou capital de risco no sentido mais geral, como é tratado na definição europeia. Esta ambiguidade se reflecte negativamente nas análises menos cuidadas, sobretudo quando se faz a leitura de estatísticas da actividade de capital de risco. Deste modo, chama-se à atenção a este detalhe que, ao não se ter em conta, pode trazer interpretações distintas. Na verdade, *private equity* é um termo mais relacionado ao tipo de capital empregue (e.g., no financiamento da gestão dum projecto) enquanto que o termo *venture capital* relaciona-se mais à actividade para a qual esse capital foi empregue (e.g., no financiamento dum projecto).

Embora as definições de capital de risco sejam várias, nota-se que elas tendem a considerar o capital de risco como sendo uma modalidade de financiamento que se distingue das outras por: *i)* ser feito através de capitais próprios—participações ou prestações suplementares—com carácter temporário num horizonte de médio e longo prazos; *ii)* destinar-se exclusivamente a empresas não cotadas em bolsas; *iii)* haver partilha do risco da empresa entre o financiador e o empreendedor; *iv)* destinar-se a empreendimentos com alto potencial de crescimento; *v)* envolver os investidores na gestão da empresa; *vi)* dar expectativas aos investidores que no momento da sua saída do investimento terão ganhos de capital; *vii)* ser uma chave de sucesso do crescimento numa economia empreendedora.

Nesta dissertação, salvo referência em contrário, o conceito de capital de risco a considerar será o mais genérico—vertente europeia— e, portanto, sempre que se fizer referência a *capital de risco* entenda-se *private equity*, tendo como subcategorias o *venture capital*, o *development capital* e o *buy-out* (Tabela 1).

refere-se a uma forma de financiamento orientada apenas a *start-ups* (Kenney, Han e Research Fellow 2002).

Tabela 1: Investimento de *private equity*: estágios e definições

Venture capital	<i>Seed capital</i>	Financiamento para investigação, avaliação e desenvolvimento dum conceito ou negócio antes da empresa começar a operar ou transaccionar seu produto
	<i>Start-up & early stage</i>	Financiamento dum nova empresa a ser constituída ou financiamento para o desenvolvimento dum empresa que já está a operar há pouco tempo (1 a 3 anos)
Development capital	<i>Expansion & development</i>	Financiamento para crescimento ou expansão dum firma que está no ponto de inflexão ou então a operar com lucros
Buy-out	<i>Management buy-out (MBO) ou buy-in (MBI)</i>	Financiamento que permite à equipa de gestão, existente ou nova, e aos financiadores a aquisição dum negócio dos actuais proprietários. Contrariamente ao capital de risco e ao capital de desenvolvimento, as receitas do negócio vão normalmente para os anteriores donos do negócio.
	<i>Replacement capital</i>	Financiamento para a compra de participações numa firma por outros parceiros. A gestão pode não estar envolvida.

Fonte: adaptado de KPMG e SAVCA (2003)

Nota: Para além das operações descritas na tabela, existem as designadas *operações especiais* que agregam as de dívida subordinada (*mezzanine*) e as operações resultantes de oportunidades associadas com a reestruturação empresarial (*project finance*) (Gonçalves, Matos e Duarte 2003).

Assim, para este trabalho, o capital de risco é definido como sendo um investimento em capitais próprio, profissionalmente gerido, e realizado em empresas privadas ilíquidas e não cotadas em bolsas. Financiando, estruturando, gerindo e saindo do negócio, a empresa de capital de risco funciona como um intermediário financeiro entre grandes investidores (e.g., fundos de pensões e instituições financeiras) e as empresas empreendedoras necessitando de financiamento. As sociedades de capital de risco também providenciam recursos adicionais para a empresa empreendedora onde elas investem, incluindo a experiência, *know how*, bem como o acesso à sua rede de capital inteligente⁸, nomeadamente, consultores, bancos de investimento, juristas,

⁸ Em muitos casos, estas redes são informais, funcionando sob forma de recomendações de umas empresas de capital de risco a outras que procuram certo tipo de informação. Estas redes funcionam na base de mera confiança dado o tipo de informação detida pelas empresas de capital de risco, ou na base

agências de recrutamento, parceiros diversos, etc.. Por assumir o risco adicional inerente ao financiamento à empresa com um crescimento financeiro emergente, os capitalistas de risco (*venture capitalists*) recebem em troca participações da empresa que poderão, em última instância, gerar valor significativo ao investidor. Esse valor poderá materializar-se quando os capitalistas de risco saírem do negócio onde investiram (Cook e Nevins 1999, Kumar 2002).

2.3 Funcionamento das Sociedades de *Private Equity*

As sociedades de capital de risco, de um modo geral, funcionam como verdadeiros intermediários entre os investidores—os detentores de capital—e os empreendedores—empresas que necessitam de capital para financiar os seus negócios—estabelecendo-se, assim, um relacionamento a três níveis entre os participantes no *private equity*, sendo este um caso de *private equity* de fundos independentes (Anexo 1). À situação de fundos independentes contrapõe-se o *captive funds*, distinguindo-se entre eles pela forma como o fundo de capital risco é organizado.

O private equity de fundos independentes. No *private equity* de fundos independentes, a empresa de capital de risco funciona como se se tratasse de um projecto de gestão de fundos de terceiros, com tempo limitado e envolvendo uma parceria entre os investidores e os gestores. Nessa parceria os gestores séniores da empresa gestora de fundos servem como parceiros (sócios) gerais e as instituições investidoras como parceiros limitados. Os parceiros gerais são os capitalistas de risco (*venture capitalists*)—representados pelas sociedades de capital de risco—cabendo-lhes as responsabilidades de: *i)* pesquisar oportunidades de investimento e negociar a modalidade como esses investimentos serão concretizados; *ii)* monitorar a performance das empresas que compõem a carteira da sociedade e providenciando fundos adicionais e assistência na gestão a medida que essas empresas vão se desenvolvendo; *iii)* encontrar uma estratégia ou oportunidade atractiva de saída, de preferência através de uma *IPO* ou de uma fusão, que possa permitir ao fundo a liquidação do seu investimento nas empresas que constituem a sua carteira; e *iv)* distribuir aos parceiros limitados os ganhos resultantes da saída dos investimentos e, de seguida, acabar com o fundo anteriormente criado para o investimento liquidado.

duma perspectiva de redução dos custos de transacção. Para mais detalhes sobre o capital de risco e as

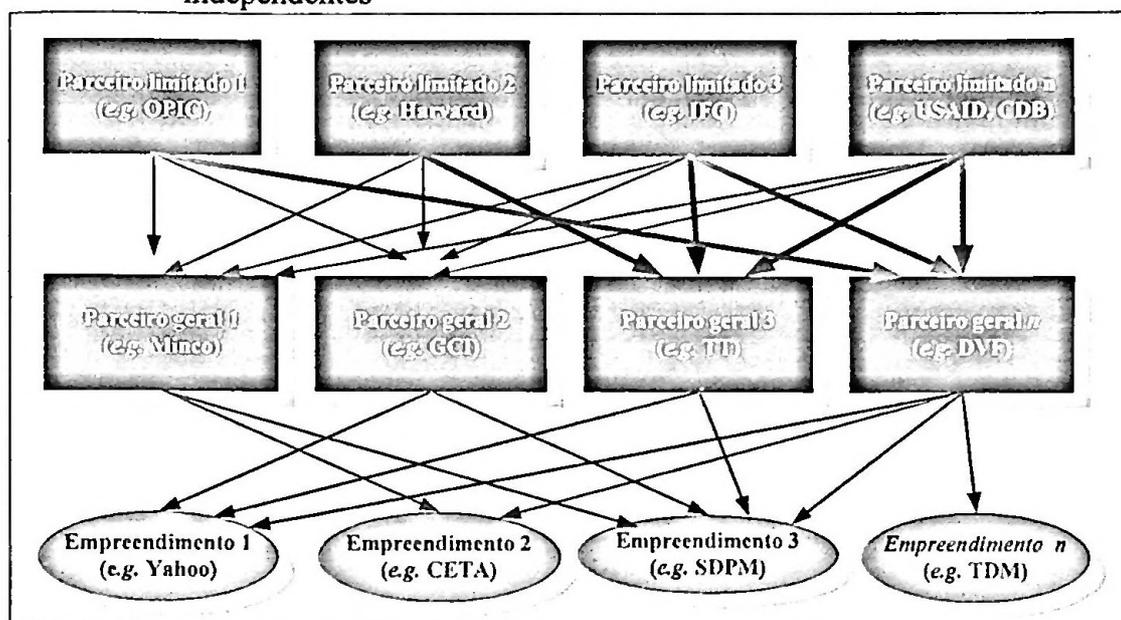
Pela função de gestão dos fundos, os parceiros gerais são remunerados em dinheiro ou títulos, sendo essa remuneração geralmente composta por:

- uma comissão anual de gestão (*annual management fee*). A comissão anual de gestão é um valor pago pelos parceiros limitados pela prestação do serviço de gestão dos seus fundos. Normalmente, esta comissão pode variar de dois por cento a três por cento do investimento realizado pelos parceiros limitados. Na comissão anual de gestão inclui-se os pagamentos referentes aos custos de funcionamento da sociedade e aos custos com o pessoal, incluindo os capitalistas de risco;
- um prémio dos ganhos das aplicações feitas (*carried interest*). Para além da comissão de gestão, os parceiros gerais cobram aos investidores um valor correspondente a uma percentagem—frequentemente entre 20% e 30%—dos ganhos totais de capital. Com este prémio remunera-se aos gestores pelo desempenho conseguido pelo fundo. Este prémio é retido pelos capitalistas de risco antes de reembolsarem o investimento dos parceiros limitados e o seu valor é tanto maior quanto maior forem os ganhos proporcionados pelo fundo (Kenney 2000 e Megginson 2004).

Para além de gerir os fundos dos parceiros limitados, os parceiros gerais também têm uma contribuição no fundo, embora em pequena proporção—cerca de 1% do total do investimento—sendo a restante parte coberta pelos parceiros limitados que são apenas investidores dos fundos e, normalmente, esses parceiros são constituídos por fundos de pensões, fundações, empresas, *endowments*, indivíduos particulares abastados e outras entidades (Figuras 2 e Anexo 1) (Prowse 1998, Kenney 2000 e KPMG e SAVCA 2004).

A maturidade de um fundo particular é, normalmente, de sete a dez anos. Durante o primeiro ao terceiro anos, o fundo injecta dinheiro no empreendimento (investimento) de forma a assegurar uma organização adequada do empreendimento para que os restantes anos seguintes de permanência no empreendimento sejam para tirar os benefícios dos investimentos realizados.

Figura 2: Representação de participantes no *private equity* de fundos independentes



O *private equity* de fundos internos (*captive funds*). No caso de *private equity* de fundos internos, os fundos geridos não provêm de terceiros. Neste caso, está-se perante uma empresa que não é necessariamente de capital de risco, podendo ser de um outro ramo de actividade, mas que faz a gestão, fora do balanço, de um fundo próprio da empresa ou de empresas associadas. Assim, os gestores desses fundo procuram oportunidades em empresas com potencial de crescimento elevado e fazem as respectivas aplicações sob forma de *equity*, *quasi-equity*, empréstimos, etc., sem limitações.

Este tipo de fundos é frequente em instituições de apoio ao desenvolvimento (e.g., International Finance Corporation-IFC e Banco Europeu de Desenvolvimento-BED), sendo que, durante a sua gestão, os respectivos gestores não têm recebido nenhum *fee* de gestão. Hoje em dia, este tipo de fundos tem desempenhado um papel cada vez mais significativo na indústria de *private equity*, sobretudo nos países em vias de desenvolvimento (KPMG e SAVCA 2003).

2.4 Condicionalismos do Desenvolvimento do *Private Equity*

A implementação e o desenvolvimento da indústria de capital de risco estão condicionados por factores externos que possam garantir um ambiente mínimo favorável àquela actividade, sendo de destacar: *i)* os mecanismos de saída; *ii)* os recursos humanos; *iii)* as oportunidades de negócio (dimensão do mercado doméstico); *iv)* as instituições de suporte; *v)* as políticas governamentais; *vi)* a cultura empresarial; e *vii)* os *Business Angels* (Hellmann 2000; Gonçalves, Matos e Duarte 2003).

2.4.1 Mecanismos de Saída

A existência ou não de mecanismos de saída condiciona o desenvolvimento de uma indústria de capital de risco, pois é através destes mecanismos que os investidores realizam ganhos de capital dos seus investimentos. Identificam-se como principais estratégias de saída a venda comercial (*trade sales*), a oferta pública inicial (IPO), a aquisição, a criação de uma plataforma e a recompra de acções (Christofidis e Debande 2001)⁹.

Venda comercial. A venda comercial consiste na alienação de todas as participações da empresa a uma outra empresa industrial (*industrial buy-out*) ou financeira¹⁰. É um mecanismo frequentemente usado sobretudo quando há dificuldades de se concretizar uma IPO e tem a vantagem de ser rápido e de permitir a realização imediata de retornos do investimento do capitalista de risco, pois não é frequente a imposição de restrições na venda das acções aos interessados. Contudo, apresenta a desvantagem de o empreendedor perder a sua independência quando o empreendimento é comprada por (ou funde-se com) uma firma maior.

Oferta pública inicial (IPO). A oferta pública inicial consiste na colocação, pela primeira vez, das acções do empreendimento à venda ao público. Este mecanismo de saída é considerado o mais preferido pelos capitalistas de risco e pelos empreendedores (Lerner 1994, Bascha e Walz 2001). Esta preferência deve-se à transparência no negócio que uma IPO proporciona ao empreendedor, à obtenção de mais valias para o capitalista de risco, e à elevada avaliação da firma, assegurando, em simultâneo, a manutenção da independência da gestão do empreendimento.

⁹ Para uma discussão dos factores que determinam a estratégia de saída utilizada pelas empresas de capital de risco, veja-se Giot e Schwienbacher (2003).

¹⁰ Sendo frequente, neste caso, que a compra seja feita por uma outra empresa de capital de risco.

Provavelmente, um dos maiores obstáculos aos desenvolvimento da indústria de capital de risco é a ausência de um mercado de *IPO* que possa providenciar aos capitalistas de risco um mecanismo de tirarem proveito dos seus investimentos bem sucedidos. De um modo geral, os países com o mercado de IPO bem desenvolvido possuem também uma indústria de capital de risco muito desenvolvida e com elevada vantagem competitiva. É o caso, por exemplo, do Reino Unido e dos EUA (Black e Gilson 1998, Hellmann 2000).

Aquisição (M&A). A aquisição como estratégia de saída dos investidores do capital de risco consiste na venda da totalidade do empreendimento a terceiros. O comprador é, tipicamente, uma grande empresa do mesmo ramo de actividade do empreendimento que tencione unir o produto ou a tecnologia do empreendimento com o seu produto e tecnologia, seja vertical ou horizontalmente.

Criação de uma plataforma. A criação de uma plataforma é uma estratégia de saída “que permite colocar no mercado, e de forma conjunta, empresas em estágio de arranque no mesmo sector, por forma a obter uma massa crítica de activos.” (Gonçalves, Matos e Duarte 2003:12).

Recompra de acções. A recompra de acções pelos co-investidores ou pela gestão do empreendimento é uma estratégia de saída utilizada em última instância pelos investidores, sendo frequentemente usada em caso de insucesso do investimento. Esta estratégia é uma forma de os investidores garantirem um mínimo de liquidez ao sair do empreendimento.

Nos mecanismos de saída, a existência dum mercado de capitais (e sua eficiência) abre mais oportunidades para os investimentos porque proporcionar um espaço transparente de colocação das acções para novos investidores.

2.4.2 Recursos Humanos

Tanto para as sociedades de capital de risco como para os empreendimentos onde são investidos os fundos de capital de risco, o capital humano—ou capital inteligente, como também é designado—é um factor chave de sucesso. É através dele que se procede a aprendizagem de aspectos do comportamento organizacional, e os conhecimentos adquiridos são convertidos em factores críticos de sucesso para a organização, no que respeita à gestão do conhecimento, à formação de líderes de equipas de trabalho e ao *empowerment* de todos os que participam na organização. Estes

apoiados pelo capital de risco, consideram-se como principais causas de insucesso¹¹: a falta de mercado, a incapacidade dos empresários em formar uma equipa de trabalho de primeira qualidade, e a insuficiência de fundos, devido ao tempo longo do projecto para gerar *cash flows*.

2.4.4 Instituições de Suporte

Os países e as regiões com elevado nível de desenvolvimento da indústria de capital de risco (e.g., a Silicon Valley) têm um rico conjunto de profissionais que se especializam em tarefas que beneficiam os empreendedores, nomeadamente, juristas, contabilistas, consultores, agências de recrutamento de recursos humanos, empresas de relações públicas, etc.. Nesses locais, o ambiente é tido como fluído e baseado numa rede descentralizada de intervenientes. Outros países não têm este nível de serviços especializados de suporte, pois essa especialização só se justifica com a existência de uma indústria forte e dinâmica, dinâmica essa que impulsiona por si o desenvolvimento desses serviços especializados e que, por sua vez, facilitam a formação de novas *start ups*.

Os serviços públicos (e.g., justiça e infra-estruturas) constituem a outra parte das instituições de suporte que condicionam o desenvolvimento da indústria de capital de risco, pois facilitam e garantem uma série de serviços indispensáveis para o desenvolvimento duma actividade económica moderna.

Nos países com instituições de suporte ineficientes, o desafio que se lhes coloca é de encontrar uma forma de como se pode promover o desenvolvimento de um sistema complexo que beneficie muitas instituições complementares e que possam dar suporte ao desenvolvimento empresarial e da indústria de capital de risco, em especial.

2.4.5 Política do Governo

Os governos constituem um factor condicionante à actividade de capital de risco na medida em que podem influenciar directa ou indirectamente a oferta do capital de risco, através da intervenção nas empresas de capital de risco, ou a procura do capital de risco, através da intervenção que incentive a criação de empreendimentos que sejam potenciais beneficiários do capital de risco. Esta influencia pode ser exercida quer

¹¹ Shailendra Vyakarnam, director do Centro de Aprendizagem Empresarial (Judge Institute of Management, Universidade de Cambridge) em entrevista ao Semanário Económico (20/05/04).

através de um conjunto de incentivos consubstanciados em subsídios, políticas fiscais e legislação diversa (e.g., sobre os mercados do trabalho e de capitais, instituições financeiras, fundos de pensões e protecção de direitos de propriedade), quer sobre uma intervenção directa do governo na actividade de capital de risco como operador ou investidor.

A política fiscal condiciona o desenvolvimento da indústria de capital de risco tanto do lado da oferta (e.g., na tributação dos ganhos de capital aos investidores), como do lado da procura (e.g., influenciando a criação de novos negócios pelos empreendedores). Por sua vez, a legislação laboral também condiciona o desenvolvimento do capital de risco, pois quanto mais rígida e restritiva for (e.g., limitação na contratação de estrangeiros, pouca flexibilidade para despedimentos e indemnizações elevadas), mais dificulta a actividade dos empreendedores e dos investidores. Para o caso de investimentos tecnológicos, a protecção dos direitos de propriedade também influencia as decisões dos empreendedores, pois eles querem ver salvaguardados os seus interesses resultantes da pesquisa e desenvolvimento.

É através da política do governo que este desenvolve medidas específicas para a promoção do capital de risco. É o caso, por exemplo, das medidas adoptadas pela União Europeia e alguns dos seus membros (Tabela 2). Estas medidas são agrupadas em políticas viradas para a empresas potenciais beneficiárias do capital de risco (lado da procura) e políticas viradas para os investidores e empresas de capital de risco (lado da oferta).

Embora sejam diversas as políticas seguidas pelos governos na promoção do capital de risco, as medidas concretas por eles implementadas dependem de país para país. Alguns optam por políticas fiscais e legais e outros optam por uma intervenção mais directa, havendo predominância das políticas que visam actuar do lado da oferta. Os resultados alcançados por esses países são diferentes, tendo alguns governos sido muito bem sucedidos que outros. Contudo, parece haver consenso quanto à forte intervenção governamental nos primeiros estágio de desenvolvimento do *private equity* num determinado país, pois esta intervenção poderá contribuir para atrair mais financiamento para indústria, complementando a disponibilidade dos recursos disponíveis para o financiamento de empreendimentos. A intervenção do governo poderá ser importante também no que respeita à qualidade das empresas seleccionadas, no que respeita à redução das assimetrias de informação nos agentes económicos e, conseqüentemente, no aumento dos níveis de confiança nos investidores.

Tabela 2: Algumas políticas europeias de promoção de capital de risco

	Lado da procura	Lado da oferta
Intervenção directa	- criação de incubadoras públicas	- criação de fundos de capital de risco públicos
Intervenção indirecta	- promoção de empresas e fomento do empreendedorismo - motivação de gestores e de mão de obra qualificada - criação de incubadoras de negócio - concessão de incentivos fiscais	- criação de esquemas descendentes de protecção de investimentos - desenvolvimento de esquemas ascendentes de alavancagem - criação de esquemas de suporte dos custos operacionais dos fundos - promoção de esquemas de saída - concessão de incentivos fiscais - incentivos à criação de rede de <i>business angels</i>

Fonte: Christofidis e Debande (2001), traduzido

a) Políticas do governo orientadas para o lado da procura

- *Promoção de empresas e fomento do empreendedorismo.* A promoção de empresas e fomento do empreendedorismo é uma medida que visa aumentar a procura do capital de risco junto dos potenciais beneficiários, nomeadamente, universidades, cientistas, empresários, etc., permitindo a esses potenciais beneficiários a materialização dos seus projectos de negócio ou de criação de novos produtos.
- *Motivação de gestores e de mão de obra qualificada.* A promoção do capital de risco pode ser, neste caso, através da criação dum quadro legal e

fiscal que incentive os gestores de empresas e outros técnicos especializados a desenvolverem os seus próprios empreendimentos. Esses incentivos podem tomar, por exemplo, a forma de flexibilidade da lei laboral em que se facilite a mobilidade dos trabalhadores com os respectivos descontos realizados para a segurança social e a redução ou isenção de impostos sobre o rendimento e sobre os ganhos de capital.

- *Criação de incubadoras (públicas ou privadas) de negócio.* Através da criação de incubadoras, parques tecnológicos e pólos de investigação científica, o governo estará a incentivar a criação de novos produtos e novas empresas que possam necessitar do apoio do capital de risco. O objectivo final destas infra-estruturas é garantir um acompanhamento (*e.g.*, jurídico, legal, logístico, financeiro e de gestão) às novas empresas e aos negócios nos seus primeiros anos de existência de forma a se evitar o seu fracasso causado pelos elevados custos na fase inicial ou por problemas de gestão. As incubadoras podem ser privadas ou públicas e permitem a redução de custos de funcionamento e a criação de sinergias entre os diversos empreendimentos aí concentrados. Quando o governo promove a criação de incubadoras privadas estaríamos perante uma medida de intervenção indirecta, enquanto que no caso de criação de incubadoras públicas seria uma intervenção directa na promoção do capital de risco. Com vista a reduzir custos de funcionamento e aumentar as sinergias nas incubadoras, é frequente a criação de incubadoras regionais que beneficiem vários países, investigadores e empreendedores.
- *Concessão de incentivos fiscais.* A existência ou não de políticas fiscais apropriadas constitui um factor decisivo no desenvolvimento da indústria de capital de risco. Através destas políticas o governo pode incentivar os intervenientes nesta indústria, tanto do lado da oferta como do lado da procura do capital de risco, concedendo pacotes de incentivos fiscais que possam encorajar os investidores a empenharem-se no *private equity* e que possam encorajar também o surgimento de mais empreendimentos que recorram a este instrumento financeiro para consolidar a sua estrutura financeira e para aumentar os seus padrões de gestão.

b) Políticas do governo orientadas para o lado da oferta¹²

- *Criação de fundos de capital de risco público.* A criação de fundos de capital de risco públicos (ou em parceria com fundos privados) constitui um importante mecanismo de intervenção do governo em países onde a actividade de capital de risco é escassa, mas havendo consciência da sua importância. Trata-se de um mecanismo válido e fundamental nos primeiros estágios da indústria de *private equity* dum país.
- *Criação de esquemas descendentes de protecção.* A utilização de esquemas descendentes de protecção é um incentivo aos promotores de *private equity* que consiste na tomada de medidas através das quais um organismo público presta uma garantia ao projecto, partilhando o custo do investimento, com vista a assumir uma parte de eventuais custos de falência do projecto.
- *Desenvolvimento de esquemas ascendentes de alavancagem.* Os esquemas ascendentes de alavancagem, diferentemente dos esquemas descendentes de protecção, não protegem os investimentos no caso de falência, mas sim multiplica (com base nos fundos públicos) os benefícios financeiros do sucesso em favor do capitalista de risco ou dos seus investidores.
- *Criação de esquemas de suporte dos custos operacionais dos fundos.* A criação de esquemas de suporte dos custos operacionais dos fundos como uma política de promoção do capital de risco é usualmente aplicável em fundos de menor dimensão e consiste em o governo suportar parte dos custos operacionais e administrativos desses fundos através de subsídios. Esta medida revela-se importante para fundos pequenos, pois alivia a empresa dos elevados custos (*e.g.*, *fees* de gestão) que tem representado uma porção significativa na estrutura de custos totais dos fundos.
- *Promoção de esquemas de saída.* Uma medida de promoção do capital de risco através de esquemas de saída consiste em o governo criar condições de aumentar as possibilidades de saída para os capitalistas de risco. Por exemplo, o governo pode empenhar-se na criação de mercado de capitais e

¹² para mais propostas de formas de apoio ao aumento da oferta de capital de risco, veja-se o artigo "Propostas de capital de risco orientado para o financiamento de pequenas e médias empresas no Reino Unido" de Mason e Harrison (1992)

na promoção da sua utilização, bem como na criação de novos instrumentos contratuais que regulem o relacionamento entre os empreendimentos e os investidores.

- *Concessão de incentivos fiscais.* A política fiscal é uma medida que afecta significativamente o lado da oferta da indústria do capital de risco, pois a redução dos impostos sobre os ganhos de capital está associada ao aumento da procura de fundos para investimentos. A política fiscal pode afectar também o capital de risco ao incentivar ou não a utilização de outras formas de remuneração aos gestores dos empreendimentos (e.g., a utilização de *stock options*)
- *Incentivo à criação de redes de business angels.* Os *business angels* constituem uma fonte de financiamento de pequenos investimentos de capital de risco, sendo o seu papel indispensável, sobretudo para fundos emergentes e sem ainda grande reputação, bem como para negócios na sua fase inicial em que os montantes envolvidos não são elevados e para negócios que ainda não tenham acesso ao financiamento pelas fontes mais convencionais (Freear e Wetzel 1988, Batchelor 1998 e Mason e Harrison 1994)¹³. O governo pode promover o capital de risco dando tratamento preferencial na tributação destes pequenos investidores ou facilitando a criação de uma rede de *business angels* que lhes permita estar a par dos potenciais investimentos onde eles poderão participar.

O desenvolvimento e a implementação de política governamental eficaz de promoção do capital do risco passa, necessariamente, pelo entendimento dos principais factores que influenciam as decisões de financiamento dos investidores. Gompers e Lerner (1998) identificam como principais factores determinantes para os investidores disponibilizarem fundos de capital de risco *i)* a taxa de imposto sobre os ganhos de capital; *ii)* o crescimento económico; *iii)* a legislação sobre os fundos de pensões; *iv)* as despesas em pesquisa e desenvolvimento; e *v)* o aumento da disponibilidade de empreendimentos de qualidade. Estes aspectos levam a que se considere que qualquer que seja a política governamental a ser desenvolvida para promover o *private equity* deve actuar sobre estes factores, sob pena de não sortir os efeitos desejados. Contudo, o

facto destes resultados serem referentes a um estudo conduzido nos EUA, recomenda-se uma análise pormenorizada daqueles factores em cada contexto onde se pretenda desenvolver tais políticas governamentais de apoio ao *private equity*.

2.5 Importância do *Private Equity*

O modelo de financiamento através do *private equity* é reconhecido por acumular simultaneamente um conjunto de virtudes necessárias ao bom funcionamento de um empreendimento, nomeadamente, a combinação crucial de capital, da gestão do negócio e da disciplina financeira para encorajar e assistir os empreendedores na criação de valor nas suas empresas. Assim, dentro dessas virtudes o *private equity* pode ser discutido como desempenhando as funções de instrumento financeiro, de fonte de capital inteligente, de fonte de criação de emprego, de catalisador do mercado de capitais, de promotor da inovação e competição, e também de promotor do desenvolvimento regional.

2.5.1 Instrumento Financeiro

“A transição para uma economia empreendedora tem implicações económicas profundas. Entre as mais significativas implicações está a inexistência de mercados tradicionais de capital para providenciar adequado financiamento para as empresas...” (Cook e Nevins 1999:8, traduzido).

A insuficiência de capital para o financiamento dessas empresas deve-se ao facto de elas se dedicarem a produção de bens e serviços que requerem cada vez mais avultados volumes de capital durante a sua fase de arranque, de reestruturação ou de expansão. Por exemplo, nos EUA, em 1998, uma firma precisaria, em média, durante os seus primeiros cinco anos de \$18.5 milhões contra \$7.0 milhões em 1985 para financiar o seu desenvolvimento. Estas empresas são, muitas das vezes, obrigadas a procurar fundos externos para se financiarem durante aquelas fases de crescimento devido à sua incapacidade de se auto-financiarem (Cook e Nevins 1999).

Por um lado, a falta de um histórico aceitável ou de requisitos mínimos exigidos¹⁴ pelo mercado tradicional de capital (*e.g.*, banca, dívida pública e mercado de capitais) e

¹³ O Canadá constitui um exemplo de sucesso da utilização deste tipo de capital de risco no financiamento de pequenos negócios. Para mais detalhes, veja-se Riding e Short (1987), Short e Riding (1988), Short e Riding (1989) e Government of Ontario (1990).

¹⁴ activos satisfatórios, existência de garantias, rácios económicos e financeiros equilibrados, etc.

o relativo risco que os empreendimentos representam, faz com que nos países desenvolvidos, e não só, o capital de risco surja como a segunda melhor alternativa para o seu financiamento. Por outro lado, o envolvimento do investidor no empreendimento reduz a assimetria de informação que possa existir entre o investidor e a empresa que pretende o investimento, o que pode permitir a redução do custo médio do capital e o aumento da possibilidade das empresas se beneficiarem de outras fontes de financiamento. Essas fontes de financiamento tornam possível que a participação dos capitalistas de risco no capital das empresas tenda a decrescer com o andar do tempo (Cook e Nevins 1999, Reserve Bank of Australia 2001, Lerner e Gompers 2001 e Lerner e Schoar *circa* 2003).

Os mecanismos tradicionais de financiamento de empresas estão orientados para negócios grandes e estabilizados. Esses mecanismos incluem o financiamento pelos capitais públicos (mercado de capitais)—emissão de acções e obrigações—e o financiamento pela banca. No financiamento pelos capitais públicos, as pequenas e média empresas, mesmo aquelas com maiores perspectivas de crescimento, são sacrificadas, pois elas dificilmente conseguem ter financiamentos para investimentos e para o seu ciclo de exploração. Por não estarem ainda estabilizadas, estas empresas requerem uma política de investimento diferente, um relacionamento entre os gestores e os investidores diferente e um entendimento diferente da economia do negócio, da gestão e da própria dinâmica da empresa.

Como solução para este problema de financiamento e da falta de maturidade, são necessárias novas instituições do mercado de capitais especificamente direccionadas para o financiamento e para a assistência à gestão dos negócios, desde que apresentem altas perspectivas de crescimento (Drucker 1976). O *private equity* constitui um desses instrumentos financeiros adequado que as instituições apropriadas podem disponibilizar ao mercado para solucionar aquele tipo de problemas.

2.5.2 Fonte de Capital Inteligente

Uma vez concretizado o envolvimento de uma empresa de *private equity*, o empreendimento que recebe o investimento passa a ser parceiro daquela empresa. Em função do acordo de financiamento feito, o novo investidor poderá ter um papel mais ou menos activo na gestão corrente da empresa financiada.

Em alguns casos a empresa de *private equity* não vê a necessidade do seu envolvimento directo na gestão do investimento, limitando-se apenas a ter uma função

de controlo à distância (*hands off*). Noutros casos, a empresa de *private equity* tem um papel mais activo na gestão do empreendimento (*hands on*), colocando gestores mais experientes e facilitando outros serviços de assistência à empresa (*e.g.*, consultorias e cursos de formação). Quando assim acontece, o capital de risco dá um elevado contributo ao empreendimento ao abrir-lhe a possibilidade de se beneficiar do capital inteligente que permite a transferência de *know how*, sob forma de novas habilidades produtivas, comerciais, de gestão e tecnológicas—habilidades essas que têm faltado nos empreendimentos.

Mais do que os recursos financeiros, o capital inteligente constitui a base de desenvolvimento, de sustentabilidade e de criação de valor da empresa, daí que é no capital inteligente onde reside um dos maiores ganhos para os empreendimentos que se abrem ao *private equity*. Pois, eles podem participar activamente, através dos seus gestores e técnicos, na criação de valor para o empreendimento, sobretudo no que respeita à sua reestruturação, à (re)definição de estratégias, à *corporate governance*, às finanças, à tecnologia de informação, aos recursos humanos, ao marketing e à transferência de tecnologia (Carvalho 1999).

2.5.3 Fonte de Criação de Emprego

O investimento das sociedades de capital de risco contribui para a formação de postos de trabalho na medida que torna possível o avanço de empreendimentos que, sem aquele financiamento, dificilmente poderiam arrancar ou expandir-se. Deste modo, duma forma directa e indirecta, as sociedades de capital de risco contribuem na diminuição do desemprego e, conseqüentemente, no aumento do bem-estar social. Por exemplo, o capital de risco proporcionou um crescimento de emprego nas empresas em 15% na Europa no período de 1991 a 1995 e em 40% nos EUA no período de 1992 a 1996 (Gonçalves, Matos e Duarte 2003).

2.5.4 Catalisador do Mercado de Capitais

A forma mais ambicionada pelas sociedades de *private equity* para a saída dos seus investimentos é através de IPOs. Com a efectivação duma IPO, as sociedades estão a contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, durante o período de manutenção do investimento nos empreendimentos, essas sociedades de capital de risco agem como se estivessem a preparar o empreendimento para uma futura cotação em bolsa, aumentando assim, a possibilidade de maiores transacções no mercado de

capitais públicos. Adicionalmente, o capital de risco dá maior confiança aos investidores quanto à não sobre-avaliação das acções a serem colocadas ao público (Megginson e Weiss 1991).

2.5.5 Promotor da Inovação e Competição

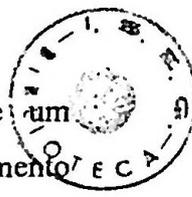
O capital de risco como suporte para a inovação e para o crescimento das empresas, tem sido responsável pelas elevadas taxas de crescimento em muitas empresas ao longo das últimas seis décadas. Por exemplo, um estudo¹⁵ apurou que 95% de empresas europeias financiadas por capitais de risco reconheceram que “elas não existiriam ou não se teriam desenvolvido tão rapidamente sem o investimento de capital de risco” (Megginson 2004:9). O *private equity* pode financiar a inovação e a sua gestão nas empresas para que possam garantir a renovação dos seus negócios e produtos, tornado essas empresas mais competitivos no mercado e contribuindo positivamente no aumento da capacidade produtiva interna e no aumento das exportações.

2.5.6 Promotor do Desenvolvimento Regional

Alguns estudos, por exemplo Christofidis e Debande (2001), consideram o capital de risco como um instrumento financeiro eficiente na política regional para a promoção do desenvolvimento e crescimento da indústria de tecnologia de ponta, sobretudo para as regiões desfavorecidas e menos desenvolvidas. A implementação dessas políticas culmina com a aglomeração de empresas de tecnologia de ponta, rodeadas de outras infra-estruturas básicas de suporte. São exemplos desses casos as experiências de Silicon Valley (EUA) e de Cambridge (Reino Unido) (Gonçalves, Matos e Duarte 2003).

2.6 Conclusão

Neste capítulo discutiu-se os aspectos teóricos do capital de risco. Ao longo do texto, o conceito de capital de risco é tratado como sendo equivalente ao *private equity*. Como instrumento financeiro, o *private equity* evidenciou-se nas últimas décadas devido ao contributo que deu no desenvolvimento de várias indústrias de tecnologia de ponta, sobretudo nos EUA, onde se destaca a Internet e a bio-tecnologia. Inicialmente, o capital de risco era utilizado para financiar negócios na sua fase inicial, mas,



actualmente, está envolvido nos diversos estágios de desenvolvimento de um empreendimento, contribuindo em diversos aspectos para o desenvolvimento económico. Das contribuições do *private equity* neste desenvolvimento destaca-se o seu papel como instrumento financeiro, como fonte de capital inteligente, como fonte de criação de emprego e como catalisador do mercado de capitais.

Não obstante a sua importância, o desenvolvimento do capital de risco está condicionado pela existência de políticas governamentais favoráveis, pela existência de recursos humanos, pela existência de oportunidades de negócio e de instituições de suporte, e pelo desenvolvimento de mecanismos de saída que possam permitir que os investidores realizem ganhos de capital no fim da vida útil prevista dos investimentos realizado nos empreendimentos. É no sentido de proporcionar essas condições que os governos de vários países procuram desenvolver instrumentos de intervenção directa e indirecta na indústria de *private equity* com vista a promover o seu desenvolvimento.

Actualmente, vários são os países que procuram desenvolver o capital de risco como um instrumento financeiro dinamizador dos investimentos e do desenvolvimento tecnológico e empresarial. Desses países incluem-se alguns países em vias de desenvolvimento que tentam desenvolver os seus próprios modelos de promoção do capital de risco como forma de atenuar os problemas persistentes em algumas empresas, sobretudo no que respeita às restrições de acesso ao financiamento tradicional e no que respeita aos problemas de deficiente capacidade de gestão com que muitos empreendimentos se defrontam. É nesse sentido que o capítulo que se segue faz uma abordagem do *private equity* naquele grupo de países em vias de desenvolvimento.

¹⁵ EVCA (2002) *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*

3 *Private Equity* nos Países em Desenvolvimento

O capital de risco nos países em desenvolvimento¹⁶ é ainda incipiente e está a registar um crescimento substancial nos últimos anos devido ao aumento de poupanças disponíveis em alguns fundos de pensões, devido às elevadas taxas de crescimento de algumas economias desses países e devido ao aumento do consumo de produtos industriais e comerciais nesses países (Schwartz 1994). Neste capítulo aborda-se os passos realizados pelos países em desenvolvimento com vista à implantação da indústria de capital de risco. A indústria de *private equity* nos países em desenvolvimento tem características que o distinguem da dos países desenvolvidos, sobretudo no que respeita ao tipo de investimentos realizados e ao tipo de investidores envolvidos.

Não obstante muito já ter sido feito para a implementação do capital de risco em alguns países em desenvolvimentos, problemas relacionados com o nível de desenvolvimento e com a deficiência de infra-estruturas de suporte ainda dificultam o funcionamento deste instrumento financeiro, embora o modelo em si seja ideal para a promoção das empresa locais e para a transferência de tecnologia e de capacidades para essas empresas de modo a poderem ganhar autonomia e aumentar a sua produtividade.

3.1 Caracterização

Nos países em desenvolvimento, o recurso ao financiamento pelos capitais de risco é ainda um mecanismo novo, sendo as sociedades de capital de risco em número reduzido, comparativamente aos países desenvolvidos. O surgimento destas sociedades nos países em desenvolvimento tem sido apoiado por organizações internacionais de desenvolvimento. Por exemplo, a U.S. Agency for International Development (USAID), o Banco Europeu de Reconstrução e Desenvolvimento (BERD), a Overseas Private Investment Corporation (OPIC), a Norwegian Investment Fund for Developing Countries (NORFUND) e a International Finance Corporation (IFC)¹⁷— um membro do

¹⁶ Para este trabalho tem-se um entendimento geral, e não restrito, do conceito *países em vias de desenvolvimento*. Pelo que a orientação será a dada pela definição do Banco Mundial—embora com aplicabilidade um tanto o quanto subjectiva—segundo a qual “*países em desenvolvimento* são aqueles que têm nível baixo ou médio de rendimento per capita; possuem mercado de capitais subdesenvolvido; e/ou aqueles não industrializados” (Lerner e Schoar circa 2003:1).

¹⁷ O envolvimento do IFC nos países em desenvolvidos destaca-se não só pelos seus elevados investimentos, mas também por funcionar como garante para outros investidores que aceitam constituir parcerias com o IFC em investimentos de risco, sem perder de vista o aspecto lucrativo, e como

Banco Mundial e maior fonte de financiamento multilateral para projectos do sector privado nos países em vias desenvolvimento, possuindo uma carteira de investimentos em fundos de *private equity* de 1,4 mil milhões de dólares (Clow 2001; Kenney, Han, e Research Fellow 2002).

Não obstante a sua pequena dimensão, os fundos de *private equity* têm um papel relevante nos países em desenvolvimento na medida em que “pelo menos 15 biliões de dólares americanos de ajuda internacional ao desenvolvimento têm sido canalizados através destes fundos” (Brenner 1999, citado por Lerner e Schoar 2004:28). As organizações internacionais de desenvolvimento envolvidas nos fundos de *private equity* nestes países são movidas por uma crença que dominou algumas correntes de economistas financeiros, segundo a qual, o *private equity* é adequado para os países em desenvolvimento porque nos projectos onde participam capitais de *private equity* tende a reduzir-se a assimetria de informação que, associado aos problemas de *adverse selection* e *moral hazard*, é acentuada neste grupo de países. Esta adequabilidade dos fundos de *private equity* para os países em vias de desenvolvimento é também sustentada pela fraca sensibilidade que os fundos de *private equity* têm face às rápidas entrada e saída de capitais que caracterizam os mercado de capitais públicos nesses países (Prowse 1998; Lerner e Schoar *circa* 2003).

Fora do apoio dado a estes países pelas organizações internacionais de desenvolvimento, países como a China, a Índia e o Brasil criaram fundos de *private equity* recorrendo a meios próprios. Sendo que alguns destes países constituem referência para os países em vias de desenvolvimento, e não só, no que respeita à implantação da indústria de *private equity* (Aylward 1998; Lerner e Schoar *circa* 2003).

No que respeita à intervenção da indústria de capital de risco na economia, de um modo geral, há semelhanças nos países desenvolvidos e em desenvolvimento, pois em ambos casos o *private equity* investe em empresas privadas e faz a monitorização e a assistência à essas empresas na expectativa de obterem ganhos a médio/longo prazo. Contudo, diferenças substanciais podem ser apontadas entre as característica desta indústria naqueles grupos de países (Tabela 3). Por exemplo, no que respeita ao tipo de investimentos realizados e às estratégias de saída usadas.

angariador de fundos de outros investidores que confiam nos projectos da organização. É deste modo que o IFC tem conseguido proporcionar financiamentos de médio/longo prazo para diversas empresas nesses países. O IFC actua em *private equity* como forma de apoiar o desenvolvimento e, ao mesmo tempo, para obter ganhos nos seus investimentos.

Tabela 3: Private equity em países desenvolvidos e em desenvolvimento

Actividade	Países em desenvolvimento	Países desenvolvidos
Estrutura dos fundos	Empresas & Parceria limitada	Parceria limitada
Fonte de capital	Fundos de pensões, empresas, seguradoras, rede de indivíduos abastados, governo e organizações não governamentais (<i>e.g.</i> , USAID, IFC, OPIC) ^a	Fundos de pensão, empresas, seguradoras, rede de indivíduos abastados
Tipo de investimentos (tradicionalmente)	Privatizações, reestruturação de empresas, alianças estratégicas, infra-estruturas	Tecnologia de ponta, <i>early-stage</i> , empresas com elevado crescimento
Tipos de investimentos (recentemente)	Expansão de serviços dos países desenvolvidos para os em desenvolvimento; indústrias de trabalho intensivo; tecnologias locais dos países em desenvolvimento; infra-estruturas	Tendências para <i>late-stage</i>
Condicionantes contratuais	Baixo número de investimentos atraentes, foco na qualidade da gestão, problemas dos riscos do país e da taxa de câmbio, e corrupção	Foco na qualidade da gestão
Formas de participação	Acções comuns e empréstimos accionistas	Acções comuns, diferentes tipos de acções preferenciais, débitos e acções preferenciais convertíveis
Negociação do preço	Dificuldade de se aceder ao valor real duma empresa — falta de transparência	Elevado nível de transparência
Estratégia de saída	Venda a terceiros, co-investidores, gestores do empreendimento	Oferta Pública Inicial (<i>IPO</i>)

Fonte: Aylward (1998) e Pacanins (2001), citados por Scheela (2003), e Lerner e Schoar (*circa* 2003)

^a Geralmente, estes investidores têm as suas sedes nos países desenvolvidos.

Tipo de investimentos realizados. Os países em vias de desenvolvimento têm sido apresentados pelas sociedades de capitais de risco como sendo férteis ao investimento em infra-estruturas (*e.g.*, auto-estradas e estaleiros navais), em empresas em privatização, e em alianças estratégicas. Este tipo de empreendimentos representa uma diferenciação no leque das oportunidades de investimentos existentes para os investidores, pois são investimentos pouco vulgares nos países desenvolvidos e podem ser um atractivo para os fundos que habitualmente investem em países desenvolvidos.

Estratégia de Saída. A estratégia de saída tem sido apresentada como um dos maiores obstáculos aos investimentos dos fundos de *private equity* nos países em vias de desenvolvimento. Isto porque nesses países o mercado de capitais se apresenta subdesenvolvido, ou quase inexistente e, para o caso dos países onde já existe uma bolsa de valor, o obstáculo é a existência de um número pequeno de empresas cotadas (Schwartz 1994). Deste modo, a tradicional estratégia de saída pela oferta pública inicial (IPO)—muito utilizada nos países desenvolvidos—é pouco usada nos países em desenvolvimento, onde prevalece a saída por aquisição ou a recompra de acções pelos co-investidores. Esta situação agrava-se pelo facto de nestes países as grandes empresas serem as que mais conseguem atrair o *private equity* em detrimento das pequenas e médias, provocando assim maiores problemas de liquidez a estas empresas de menor dimensão. Quanto às grandes empresas que conseguem atrair o investimento, a estratégia de saída mais usada pelas sociedades de capital de risco é a venda das suas participações para investidores estratégicos, à co-investidores ou à empresas gestoras de participações sociais. A exiguidade de opções de venda da empresa, faz com que os capitalistas de risco se sujeitem a dificuldades de realização dos encaixes financeiros desejados no momento da saída.

3.2 Actividade do *Private Equity*

Nos países em vias de desenvolvimento, segundo Pacanins (2001), a actividade de *private equity* é caracterizada por um aumento das suas acções—embora com um recente declínio significativo nos últimos anos (Anexo 2)—e por haver tendência de maior frequência de *early-stage investments*. O autor acredita que os investimentos em *private equity* aumentaram nos países em vias de desenvolvimento por muitos destes países terem implementado programas de reforma económicas que culminaram com a liberalização da economia, com as privatizações de empresas e com a remoção das barreiras ao investimento directo estrangeiro. Em contrapartida, os países desenvolvidos têm registado uma recente redução das oportunidades de investimento, sobretudo por o mercado estar a saturar-se e por muitos fundos estarem concentrado em poucos agentes económicos (Pacanins 2001, referenciado por Scheela 2003).

Dentre os países em desenvolvimento há registo de casos de sucesso na implementação de *private equity*, nomeadamente, os casos da Índia, de Israel e da África do Sul que estão a desenvolver uma indústria de referência com apoio dos

respectivos governos. O sucesso de Israel e da Índia deve-se grandemente ao alto nível de formação dos recursos humanos (com relações privilegiadas com a Silicon Valley), à existência de um clima favorável de negócio e à existência de intensas relações com países que têm mercado de capital desenvolvido. Por seu turno, o sucesso do *private equity* da África do Sul deve-se grandemente ao seu elevado desenvolvimento económico, aos programas de reestruturação de empresas e à existência de programas de apoio aos grupos economicamente desfavorecidos através do envolvimento de sociedades de *private equity*.

Os maiores problemas que contribuem para o fraco desenvolvimento da indústria de capital de risco nos países em desenvolvimento associam-se, essencialmente à:

- inexistência de infra-estruturas de suporte;
- inexistência de mercado de capitais (e outros mecanismos de saída para as sociedades de capital de risco);
- baixos nível de formação dos recursos humanos;
- fraca investigação e desenvolvimento;
- falta de estabilidade política e económica que acabam condicionando o ambiente de negócio; e
- pequena dimensão dos mercados locais que condiciona o crescimento dos negócios (Leeds e Sunderland 2003).

Mesmo com as dificuldades existentes, diversos esforços, consubstanciados em investimentos avultosos, são feitos pelos governos e pelas organizações multilaterais de desenvolvimento—quer através de investimentos directos em empresas locais, quer através de concessão de subsídios e outros benefícios às empresas de *private equity*—para estimular a sua actividade. Contudo, questiona-se até que ponto esses esforços são eficazes na concretização de tais objectivo e quais são os resultados trazidos pela implementação de algumas políticas concretas nesses países, sendo que um dos aspectos mais críticos é a existência de fundos estrangeiros sem intervenção directa nos empreendimentos onde investem, não permitido a criação dos benefícios que deveriam existir nos empreendimentos se houvesse maior acompanhamento e envolvimento (*hands-on*) daqueles fundos nos investimentos (Lerner e Schoar 2004).

As estratégia de acompanhamento e envolvimento do tipo *hands-off* em países em vias de desenvolvimento são primícias do fracasso do investimento, sendo uma das

principais razões o desconhecimento, por parte das empresa estrangeiras de capital de risco a operar nestes países, da realidade dos países, sobretudo no que respeita aos tipos de investimentos a realizar, ao ambiente de negócio prevalecente e às pessoas com quem se deve relacionar (*e.g.*, gestores e técnicos), o que não permite aos gestores dos fundos de *private equity* ter as devidas precauções nem ganhar sensibilidade e um sentido crítico do mercado onde investem (Leeds e Sunderland 2003).

3.3 A Situação da África

Em África, o *private equity* é escasso e é usual ser utilizado como estratégia de atracção do investimento directo estrangeiro, embora, nos últimos anos, haja tendência decrescente da proporção daquele investimento estrangeiro no continente, quando comparada com o resto dos países em vias de desenvolvimento. Essa proporção alcançou 9%, no período de 1981 a 1985, tendo baixado para 4% no período de 1996 para 1997, contudo esses investimentos continuam a ter, muitas das vezes, rentabilidade elevada em relação a outras regiões do mundo (UNCTAD 1999, Oyen e Levitsky 1999).

Para além de procurar atrair o investimento directo estrangeiro, o *private equity* participa na mitigação de um dos maiores problemas que as empresas africanas, sobretudo as pequenas e médias, enfrentam:

...a falta de acesso de financiamento formal constitui um obstáculo para o normal funcionamento das empresas, para suportar os custos operacionais, de manutenção ou de substituição do equipamento; para comprar as matérias primas, para pagar os serviços numa forma eficiente; para a modernização e para a expansão das unidades produtivas. Esta situação é agravada pelo facto de muitos negócios começarem como microempresas, impossibilitando-os de obter financiamento bancário. Como alternativa, as empresas recorrem a poupanças próprias, a empréstimos de familiares ou amigos, a créditos de fornecedores, ou a outro tipo de financiamento informal (Oyen e Levitsky 1999:1-2).

O problema de financiamento enfrentado pelas empresas em África está associado ao facto de as instituições financeiras serem mais cautelosas na sua tomada de decisão de financiamento devido a *i)* elevados custos de transacção na concessão de empréstimos às pequenas e médias empresas; *ii)* elevados risco dos devedores e dos próprios países; *iii)* elevado custo dos empréstimos; *iv)* inadequados projectos de

investimentos submetidos pelas empresas; e v) escassez de instituições especializadas em aumentos de capital (e.g., bolsas de valor e fundos de investimentos) (Fisher 1995).

A deficiência de acesso a opções de financiamento é causada também pelo próprio estágio de desenvolvimento do sistema financeiro, onde as bolsas de valores são inexistentes ou pouco desenvolvidas¹⁸. Todo este ambiente suporta a necessidade de surgimento de instrumentos alternativos e complementares de financiamento, como é o caso do *private equity*.

3.3.1 Actividade do *Private Equity*

Sylvester e Egeli (2000) consideram o continente africano como representando uma grande oportunidade para os investidores de *private equity*, principalmente devido ao seu vasto mercado e ao elevado potencial de desenvolvimento económico, mas, ao mesmo tempo, consideram-no um continente de elevado risco que acaba limitando esses investidores. É devido à essas limitações que em África há pouca experiência da actividade de *private equity*, embora com algumas excepções (e.g., a África do Sul). Não obstante já ter havido várias tentativas por parte dos doadores internacionais e das agências de desenvolvimento para lançar empresas de *private equity* em alguns países africanos, parte considerável dessas tentativas fracassou e o *private equity* continua pouco conhecido e pouco utilizado pelas empresas locais.

A actividade de *private equity* em África apresenta-se com características específicas e condicionada pelo desenvolvimento económico do próprio continente, sobretudo no que respeita, por exemplo, aos principais investidores na indústria de *private equity*, ao tipo de investimentos realizados, ao tipo de participação nos empreendimentos, e às estratégias de saída disponíveis para os investidores.

Principais investidores de fundos. A maior parte dos participantes na actividade de *private equity* nos países africanos são organizações não governamentais ou outro tipo de organizações promotoras do desenvolvimento (e.g., USAID, CDC, IFC e NORFUND) que constituem um fundo de capital de risco para investir em determinado tipo de empreendimentos. Os investidores locais são raros nesta actividade, aparecendo, na maioria dos casos, como co-proprietários de sociedades de capital de risco, mas sem que tenham grande expressão em termo do valor das suas participações. Para além destes fundos e dos co-proprietários locais de empresas de capital de risco, existem em

¹⁸ Excluem-se desta realidade a África do Sul, o Zimbabwe, o Quênia e o Ghana, onde o mercado de capitais já é uma realidade e o sector financeiro já está mais desenvolvido.

África outros operadores de *private equity*, sob forma de fundos constituídos noutros continentes e que detêm participações em empresas africanas ou em empresas com investimentos em África.

Tipos de investimentos. As empresas de *private equity* em África investem em vários ramos de actividades, sem se notar nenhuma tendência específica de preferência para um dado sector, pois os fundos criados ou os investidores desses fundos não têm uma estratégia bem definida a respeito da área de investimento em que se querem especializar, nem sobre o estágio de desenvolvimento do empreendimento, embora se note, neste aspecto, maior concentração em projectos de expansão. Destaca-se, contudo, alguns sectores de actividades que absorvem elevados volumes de investimento, nomeadamente, infra-estruturas (portos, caminhos de ferro e auto-estradas), instituições financeiras (*leasing*, bancos de microfinanças e bancos comerciais universais), recursos minerais, energia e saúde. Para este último caso, são exemplos a Nigéria, a África do Sul e o Uganda.

Participação nos empreendimentos. Geralmente, as empresas de capital de risco a operar em países africanos ao investirem num empreendimento consideram uma participação, em média, de 20% a 40% como sendo satisfatória. Participações acima de 40% não têm sido frequentes, pois poucas vezes se encontram proprietários de empreendimentos que estejam dispostos a conceder essa proporção a um investidor externo. As participações abaixo de 20% são consideradas pelos capitalistas de risco como sendo bastante baixas e que normalmente não permitem influenciar as decisões de gestão no empreendimento. No que respeita à participação na gestão corrente do empreendimento, muitos capitalistas de risco ocidentais não participam activamente, limitando-se a pedir informação regular acerca do funcionamento da empresa, e de outros negócios dos seus parceiros. A sua intervenção é através de assentos no conselho de administração, sobretudo quando se trate de eventos que afectem a estratégia da empresa. É o caso, por exemplo, de decisões sobre o desenvolvimento de um novo produto, sobre investimentos avultosos, reestruturações, remuneração dos gestores, alterações de critérios contabilísticos e sobre auditoria às contas da empresa (Oyen e Levitsky 1999).

Estratégias de saída. A estratégia de saída para os investidores em África não tem sido pela venda das empresas as outras companhias, sendo esta uma situação rara. Raras são também as IPO dado o fraco desenvolvimento do mercado de capitais. A estratégia de saída comum dos investidores de *private equity* neste continente é a venda

das participações aos maiores parceiros (co-proprietários) no investimento. O mecanismo de saída a ser utilizado é, normalmente, estabelecido numa cláusula do contrato de parceria (ou de acordo parassocial) onde se expõe como é que a empresa será avaliada e como é que será efectuada a transação da participação do investidor externo no momento da sua saída (Oyen e Levitsky 1999).

3.3.2 Algumas Experiências

Embora existam muitas organizações envolvidas em actividade de capital de risco nos países africanos, muitas dessas organizações não têm uma abrangência e estratégia globais. Contudo, parte delas estão ou estiveram envolvidas em experiências nalguns países onde procuraram dar o seu contributo na introdução do capital do risco, criando e capacitando empresas numa estratégia orientada para vários países, sem que sejam apenas casos pontuais em determinado país. São exemplos dessas experiências os casos da USAID, do IFC e da CDC.

O caso da US Agence for International Development (USAID). A USAID é uma agência norte americana vocacionada ao apoio do desenvolvimento internacional e opera em várias partes do mundo. Através de 13 projectos seus, esta agência esteve envolvida na formação de sociedades de capital de risco, onde se destaca a constituição da Kenya Private Enterprise Development Project (KPED) durante os anos 80. Neste projecto a USAID constatou que havia:

- pouco interesse por parte das instituições em formar sociedades de capital de risco;
- falta de disposição por parte dos proprietário de maior parte das empresas—sobretudo das pequenas e médias empresas que constituíam o grupo alvo daquele projecto—de reduzir os seus passivos em troca de uma parte de participação de terceiros nas suas empresas; e
- ausência de determinados documentos financeiros exigidos pelos sociedades de capital de risco às empresas para servirem de suporte no julgamento das potencialidades dos investimentos a realizar (Fox 1996, citado por Oyen e Levitsky 1999).

O caso da Commonwealth Development Corporation (CDC). A CDC é uma organização inglesa a operar desde 1990 na implementação de capitais de risco em países africanos, tendo iniciado com a constituição da Venture Capital Company of Zimbabwe (VCCZ), em 1991, com um capital de 14 milhões de dólares americanos. Nesta sociedade participam também instituições como a IFC e o Department for International Development (DFID)—também conhecido por Official Development Assistance (ODA).

A VCCZ iniciou com cerca de 500 pedidos de financiamento, mas apenas 2% é que reuniram os requisitos necessários, situação frequente em sociedades de capital de risco de outros países africanos. Cinco anos depois da sua constituição, a VCCZ já tinha investido em 20 empreendimentos, contudo, em 1999 dois desses empreendimentos já estavam em falência. Durante estes anos de exploração, a VCCZ identificou como maiores problemas:

- a demora dos empreendimentos em gerar dividendos para os investidores;
- as dificuldades em sair dos investimentos realizados, através da venda das suas participações;
- a utilização, a dado momento, dos capitais investidos nos empreendimentos para a cobertura dos custos operacionais;
- as dificuldades, por parte das empresas de *private equity*, em escolher os investimentos que maximizem os retornos financeiros, na medida em que, tal como em maior parte dos países em desenvolvimento, os doadores que financiam os fundos têm em vista objectivos sociais e de desenvolvimento;
- a tendência para se começar a mobilizar mais recursos para conceder empréstimos do que para investimentos em participações (acções), situação comum também em algumas sociedades de capital de risco tuteladas pela USAID (Fox 1996).

A CDC tem expandindo o seu envolvimento nas sociedades de capital de risco (*e.g.* para Moçambique) e, em alguns casos (embora poucos), investindo em projectos com elevado retorno, havendo casos em que só não investe por impedimento de

empresários locais que se têm mostrado relutantes em aceitar investidores e parceiros externos (Oyen e Levitsky 1999).

O caso da parceria CDC-USAID. Outro caso de referência no desenvolvimento do capital de risco em África é o projecto desenvolvido em parceria entre a CDC e a USAID. Resultou desta parceria a formação da Ghana Venture Capital Fund (GVCF) e da Tanzania Venture Capital Fund (TVCF), aproveitando-se a experiência da VCCZ. Para evitar a erosão do capital através de excessivos custos de gestão, em cada caso, foram criadas duas entidades: um fundo de capital de risco e uma gestora do fundo de capital de risco, onde a primeira paga um *fee* de gestão anual à segunda, como forma de remunerar a gestão dos investimentos.

Neste caso, dentre outros aspectos, destaca-se como obstáculos ao investimentos de capital de risco em África, a escassez de oportunidades de investimentos rentáveis¹⁹ e a incapacidade de cobertura a longo prazo dos custos operacionais e de estrutura das sociedades (African Development Bank 1994). Para fazer face a estes obstáculos que ameaçam a sua sobrevivência e como forma de diversificar as suas carteiras de investimento para reduzir o risco, é frequente as sociedades de capital de risco concederem alguns empréstimos à determinadas firmas, permitindo que essas sociedades se beneficiem dos juros daqueles empréstimos. Estes juros recebidos fazem com que os investidores de capital de risco não dependam apenas dos dividendos que possam eventualmente ser pagos, mas se beneficie também de alguns fluxos de caixa gerados pelas aplicações feitas.

Como forma de procurar remover os obstáculos ao desenvolvimento do *private equity* em África, foi criada a Associação Africana de Capital de Risco (AVCA—African Venture Capital Association) que, dentre outros aspectos, se preocupa com a formação profissional dos seus membros e com o desenvolvimento de padrões técnicos para as empresas de capital de risco em África, contudo pouco se tem notado da actividade desta associação em benefício do capital de risco.

¹⁹ Em África, o problema não é tanto a falta de projectos rentáveis, mas sim a falta de propostas bem concebidas e bem apresentadas na forma exigida pelos financiadores. Muitos empreendedores de *start ups* ou de projectos de expansão em África falham na tradução das suas ideias em planos de negócio técnica e financeiramente aceitáveis, onde toda a informação importante do projecto está apresentada. É neste sentido que algumas instituições—por exemplo, a African Project Development Facility (APDF) do IFC—oferecem assistência e treinamento nesta matéria aos empreendedores, como forma de os dar oportunidade de se beneficiarem dos diferentes fundos de financiamento disponíveis (Oyen e Levitsky 1999).

O maior desafio para as organizações que apoiam o desenvolvimento do capital de risco em países africanos para atracção do investimento directo estrangeiro (também através do *private equity*) é tornar os investimentos realizados, não só uma forma de financiamento às empresa locais, mas, sobretudo, uma forma de transferência de capital inteligente adequado para os empreendimentos locais, pois este é que dará oportunidade às empresas locais de desenvolverem capacidades próprias e de ganharem eficiência e competitividade no mercado.

3.3.3 Principais Lições

A experiência de desenvolvimento do capital de risco em países africanos, de um modo especial os casos da Tanzania Venture Capital Fund e do Ghana Venture Capital Fund, permite evidenciar os aspectos²⁰ seguintes como principais lições que os intervenientes no *private equity* devem ter em conta na implementação desta actividade:

Necessidade de centralização da gestão dos fundos

Este aspecto é resultado do facto de a maior parte dos fundos cujos gestores foram recrutados em entidades sem experiência com *private equity* terem sido mal sucedidos. Esta situação sugere a necessidade de a gestão dos fundos canalizados para o *private equity*, sobretudo pelos doadores, seja confiada a gestores experientes na área de capital de risco e que estes gestores se beneficiem de um conjunto de incentivos, com particular atenção para um sistema de compensação baseado na performance do fundo.

Importância dum sistema eficiente de incentivos para os gestores

Quando o gestores não têm incentivos adequados cria-se condições para que estes abandonem os projectos com os quais se encontravam comprometidos. A mudança de gestores pode ser prejudicial em empreendimentos dos países em vias de desenvolvimento, sobretudo pelo facto de ser difícil recrutar novos gestores para esses empreendimentos, onde o conhecimento do ambiente de negócio e de línguas locais são determinantes para o sucesso dos empreendimentos. Para além dos gestores, as empresas de capital de risco devem valorizar os seus recursos humanos, em geral, tendo em conta que eles constituem o activo mais relevante da organização.

²⁰ O levantamento destes aspectos foi baseado em Iacovone, Invernizzi e Stokes (2003).

Adequabilidade das parcerias

Algumas experiências mostraram que é possível as empresas de *private equity* dos países em vias de desenvolvimento poderem desenvolver parcerias adequadas que possam permitir a auto-suficiência dos fundos através dos investimentos realizados. É o caso, por exemplo, dos investimento realizado pela Tanzania Venture Capital Fund na Tanzania Tea Packers, uma empresa que se tornou a primeira a ser cotada na bolsa de valores do país, na Precision Air, a maior companhia aérea privada do país, e na Jupiter Communications, uma empresas operadora de telecomunicações.

Dimensão dos fundos

Os fundos de reduzida dimensão apresentam custos de transacção elevados, fazendo com que poucos investidores estejam interessados em participar nestes fundos. Contudo, em países onde o *private equity* está numa fase inicial, os fundos de menor dimensão são importantes por permitirem que as empresas desenvolvam as primeiras experiências de investimento, preparando-se assim para, no futuro, aplicar e gerir fundos de maior dimensão e em empreendimentos de maior dimensão.

Dimensão dos empreendimentos

Empreendimentos de maior dimensão são os mais desejados pelos fundos de *private equity*, mas são raros nos países africanos, onde predominam empreendimentos de pequena e média dimensão. Estes empreendimentos são preteridos, pois a maior parte deles não são estruturados, sendo a sua monitorização dispendiosa e pouco rentável para os investidores.

Estágio de desenvolvimento dos empreendimentos

Dado o elevado risco nos países africanos, os investimentos nos estágios iniciais dos empreendimentos têm apresentado elevadas taxas de insucesso, salvo em casos de projectos muito bem desenhados e geridos por equipas de gestão altamente especializados. Neste continente, os investimentos bem sucedidos e de menor risco são os realizados em *management buy out* (MBO) ou em projectos de expansão.

Duração dos investimentos

Grande parte dos negócios em África é desenvolvida em ambientes de elevado risco. Esta situação implica que não seja conveniente que os investimentos realizados pelas empresas de capital de risco durem mais do que o tempo previsto, sob o risco de

haver deterioração das participações ou diluição dos potenciais retornos do investimento. Assim, muitos investidores optam por estar sempre atentos às oportunidades de saída que possam surgir durante o período do investimento, o que não dispensa a definição, no início do investimento, das melhores estratégias de saída e a sua monitorização ao longo da vida útil do investimento.

Os países africanos pioneiros na construção de uma indústria de *private equity* iniciaram com uma actividade virada essencialmente para o desenvolvimento, portanto, era uma indústria constituída por fundos orientados para o apoio ao desenvolvimento. Contudo, já se nota actualmente uma viragem para a constituição de fundos mais comerciais e orientados para a rentabilidade económica e financeira das suas aplicações.

Embora ainda haja um longo percurso a percorrer para se alcançar uma indústria de *private equity* semelhante à dos países desenvolvidos, já se nota em África algum, impacto positivo da actividade do *private equity* como fonte de financiamento de longo prazo e como fonte de capital inteligente, notando-se certa maturidade na gestão dos fundos, o que se reflecte na criação de emprego, no aumento do rendimento nacional e na transferência de tecnologia para os empreendimentos.

3.4 Conclusão

Os países em vias de desenvolvimento têm uma indústria de capital de risco ainda em formação e numa fase incipiente, embora haja países como a Índia, o Israel e a África do Sul onde aquela indústria já se encontra numa fase mais avançada de desenvolvimento. Nesses países nota-se uma forte participação dos governos na criação de condições que possam dar suporte ao capital de risco, onde este é ainda visto por muitos agentes económicos como sendo uma alternativa ao sistema financeiro tradicional e um meio viável de financiamento de negócios, sobretudo para novas empresas e para as empresas em reestruturação, visando a sua modernização e capacitação para poderem penetrar em novos mercados e ter acesso a novas fontes de financiamento mais exigentes, como é o caso da banca e do mercado de capitais.

Contudo, para tornar o capital de risco uma realidade, há ainda muito trabalho por desenvolver no que respeita à preparação dos agentes económicos para o desenvolvimento de uma cultura empresarial e empreendedora, à criação, por parte dos

governos, de infra-estruturas de suporte, de políticas promotoras do desenvolvimento do capital de risco e à criação de um ambiente atraente de negócio.

Não obstante o sucesso do *private equity* como um modelo de financiamento e de desenvolvimento empresarial em muitos países desenvolvidos, a sua transposição para os países em desenvolvimento tem sido uma realidade completamente diferente, sobretudo devido ao maior risco que limita os investimentos realizados nestes países, onde os investidores exigem elevados retornos. Destacam-se também como factores que dificultam a implantação do *private equity* nestes países a escassez de potenciais oportunidades de investimento, a escassez de mecanismos de saída que, muitas vezes, se limitam à revenda das participações, e a pouca disponibilidade de os empreendedores se abrirem aos investidores externos.

No que respeita aos países africanos, a África do Sul é um dos poucos que possui uma base sólida de infra-estruturas básicas de apoio ao desenvolvimento do *private equity*, onde é visto como bem sucedido e desenvolvido numa orientação que visa a reestruturação da base produtiva do país, envolvendo diferentes agentes económicos da estrutura produtiva do país. Dada a rica experiência que a indústria de capital de risco da África do Sul proporciona aos outros países em desenvolvimento, o capítulo seguinte faz uma abordagem da evolução desta indústria naquele país e o seu papel no desenvolvimento do empresariado: uma experiência que Moçambique pode aproveitar, sobretudo no que respeita às sinergias resultantes das intensas relações económicas entre os dois países.

4 *Private Equity* na África do Sul

Entre os países em vias de desenvolvimento, a África do Sul (RSA) é um dos poucos países onde o capital de risco está numa fase adiantada de desenvolvimento. A sua participação na indústria internacional de capital de risco é já uma referência mesmo entre os países industrializados. Este posicionamento deve-se ao facto de o país possuir infra-estruturas de suporte bastante evoluídas, inclusive a existência de um mercado de capitais moderno, e ao facto de a economia sul africana funcionar como impulsionadora do desenvolvimento regional na África Austral.

Para além das infra-estruturas de suporte, a indústria sul africana de capital de risco beneficia-se das políticas governamentais ao se envolver nos programas de apoio ao desenvolvimento empresarial, sobretudo nos programas de apoio às empresas que são propriedade de indivíduos de classes mais desfavorecidas. Para além destes aspectos, esta indústria tem vindo a tirar benefícios das privatizações em curso no país.

Não obstante o desenvolvimento do capital de risco sul africano, alguns problemas continuam a criar barreiras ao seu franco desenvolvimento, sendo de destacar, os baixos índices de IPOs na saída dos investidores e a existência de reduzidos investimentos nos primeiros estágios de desenvolvimento empresarial (*start-ups* e *seed capital*).

4.1 Estágio de Desenvolvimento da Indústria

A indústria sul africana de *private equity* surge nos anos 80, tendo 67 empresas (em 2001) em funcionamento, empresas essas que estão filiadas a uma associação—a Southern African Venture Capital and Private Equity Assotiation (SAVCA)— onde também fazem parte membros associados, constituídos por empresas e associações de naturezas diversas que têm interesse profissional nas sociedades de capital de risco sul africanas (SAVCA 2004). Actualmente a África do Sul é referenciada como sendo o país com a indústria de capital de risco mais desenvolvida ao nível do continente africano, por isso, os investimentos e a actividade de capital de risco no país são os únicos registos africanos que têm aparecido nas principais estatísticas internacionais de capital de risco, onde ocupa a 18ª posição no *ranking* dos 20 países que mais receberam investimentos em capital de risco durante o ano de 2002 (Anexo 3)²¹.

²¹ Estimativas de 2003 já colocam a África do Sul na 16ª posição do ranking (KPMG e SAVCA: 2004).

Na África do Sul, esta indústria começou a crescer numa forma acentuada nos últimos anos por os investidores se sentirem atraídos pela política das privatizações implementada pelo governo após o Apartheid, bem como pelas oportunidades oferecidas pelas infra-estruturas que o país apresenta e pelo crescimento da actividade empresarial (Neidorf 1999). Até finais de 2003, o *private equity* possuía 587 empreendimentos na sua carteira de investimentos, num ritmo médio de 393 novos projectos por ano, durante o período de 2000 a 2003. Contudo, o financiamento de projectos no país ainda continua pouco acessível às empresas, sobretudo para as de pequena e média dimensões, apesar da sua elevada importância na economia sul africana, onde são responsáveis pela criação de mais de 90% de postos de trabalho (Schoombee 2001; Ebony Consulting International *circa* 2002; KPMG e SAVCA 2004).

Nos últimos dois anos, a indústria de capital de risco sul africana tem mostrado uma tendência contrária à da indústria do resto do mundo, ao apresentar aumentos dos investimentos realizados nas empresas de capital de risco²², o que poderá evidenciar as grandes potencialidades que o país tem de atrair investimentos para esta indústria.

4.2 Estrutura dos Fundos de *Private Equity*

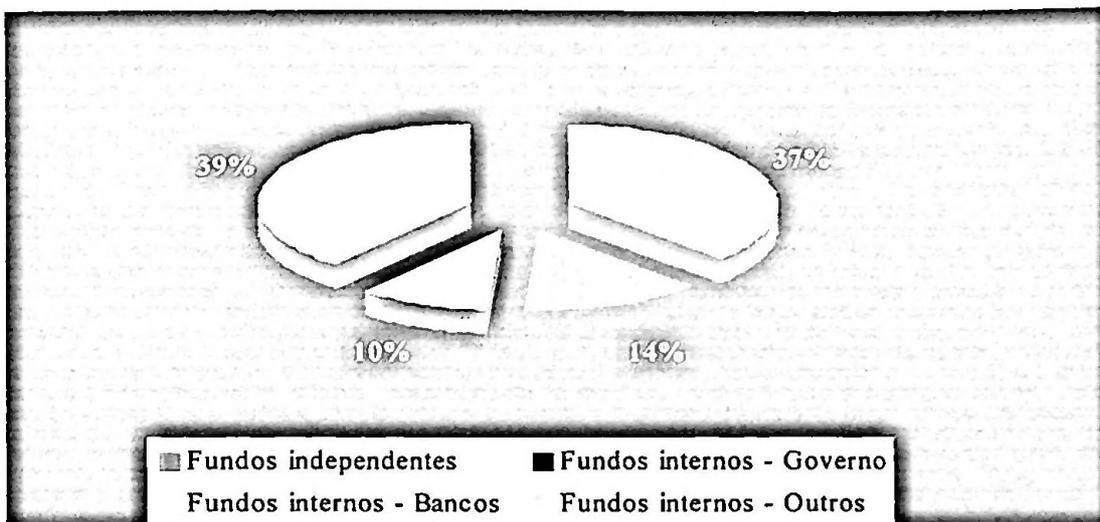
Os investidores mais activos na indústria sul africana de capital de risco são os fundos constituídos e geridos pelo governo e pelas agências de apoio ao desenvolvimento, e os fundos internos dos grandes bancos e seguradoras. Nesta indústria, nota-se o grande peso dos fundos internos das instituições, representando 63%, contra 37% de fundos independentes (Figura 3)²³.

Contrariamente ao que acontece em outros países, como é o caso dos EUA, os fundos de pensões na África do Sul não têm um papel dominante nos fundos de capital de risco, devido às restrições legais que limitam a sua actuação em investimentos alternativos, não lhes sendo permitido que façam investimentos em fundos de empresas não cotadas na bolsa (Neidorf 1999).

²² para mais detalhes, veja-se *Private Equity and Venture Capital Survey – 2003* (KPMG e SAVCA 2004)

²³ Os fundos independentes actuam na indústria através da captação e subsequente gestão de fundos de terceiros (parceiros limitados), enquanto que os fundos internos, também conhecidos por *captive funds*, exclusivamente gerem activos próprios, mas fora do seu balanço, ou então activos de empresas associadas, sem implicar o pagamento de nenhum *fee* de gestão, contrariamente ao que acontece nos fundos independentes (KPMG e SAVCA 2003).

Figura 3: Estrutura dos fundos de *private equity* na África do Sul (2003)



Fonte: KPMG e SAVCA (2004)

Nota: As agências de apoio ao desenvolvimento estão incluídas na categoria “Fundos internos - Governo” e a categoria “Fundos internos - Outros” é constituída basicamente por operadores do *corporate private equity*.

Em termos geográficos, a maior parte dos fundos investidos na indústria sul africana de capital de risco é de origem interna, sendo que no ano de 2003, essa parte representava 58%, enquanto que a restante provinha da Europa (20 %), dos EUA (19%) e de outros locais não especificados (3%) (KPMG e SAVCA 2004). Parte significativa dos fundos internos é financiada pelo governo e, seguidamente pelos fundos de pensões e seguradoras.

4.3 Tipos de Investimentos

Apesar de a maior parte dos fundos disponibilizados pelo governo e pelas agências internacionais de desenvolvimento ser destinada a projectos de lançamento da actividade económica das classes consideradas desfavorecidas, através da criação e desenvolvimento de empresas, ainda são muito poucos os investimentos realizados nas área de *start-up* ou *seed capital*. Assim, a indústria de capital de risco sul africana caracteriza-se por fraco investimento em empresas na sua fase embrionária ou de arranque, sendo a maior parte dos investimentos feita em projectos de expansão e desenvolvimento e em *management buy-outs* (Tabela 4).

Tabela 4: Distribuição do investimento das *private equity* na África do Sul por estágio de desenvolvimento do empreendimento

	Investimento realizado (%) ^a					
	2003 ^b	2003	2002	2001	2000	1999
<i>Start up e early stage</i>	9.0	11.0	23.0	11.0	15.0	5.7
<i>Seed capital</i>	3.0	1.0	2.0	1.0	10.0	0.4
Expansão e desenvolvimento	38.0	46.0	24.0	17.0	20.0	60.9
Capital de substituição e MBO	50.0	42.0	51.0	71.0	55.0	33.0

Fonte: KPMG (2003)

^a As proporções foram calculadas na base do valor investido.

^b Investimento acumulado em Dezembro de 2003. Os restantes dados indicam a proporção dos investimentos anualmente realizados.

A tendência de maiores investimentos no capital de substituição e MBO e nos investimentos de expansão e desenvolvimento é explicada, por parte, pela política de privatizações em curso e pelo envolvimento do sector privado no desenvolvimento da indústria e de infra-estruturas (*e.g.*, telecomunicações, energia e transportes), pois os investidores estão a tomar parte significativa de unidades económicas que eram anteriormente propriedade do Estado e que estão a ser transferidas para o sector privado. É nessa transferência onde o *private equity* se tem tornado a maior fonte de financiamento, sobretudo para os empreendedores anteriormente discriminados pelo regime do Apartheid.

Por seu turno, os baixos níveis de investimentos em estágios iniciais de desenvolvimento dos empreendimentos tem sido uma tendência global a nível da indústria de capital de risco, não só na África do Sul, mas também um pouco por todo o mundo.

Dos investimentos realizados na indústria de *private equity*, nota-se que a sua distribuição por sector de actividade tem uma estrutura dominada pelos sectores da manufactura, serviços, tecnologia de informação, infra-estruturas e serviços financeiros, situação que segue a tendência internacional onde estes sectores são os mais atraentes para os investidores e absorvem a maior proporção dos investimentos realizados (Tabela 5). Embora os empreendimentos de tecnologia de informação (TI) tenham representado grande porção dos investimentos realizados pelo *private equity*, actualmente há uma ligeira tendência de inversão desta situação, não só na África do Sul, mas também noutros países.

Tabela 5: Evolução da distribuição dos investimentos por sector de actividade

	Investimento Cumulativo (%)	
	2003	2002
Medias	3	5
Entretenimento, lazer e turismo	4	6
Cuidados de saúde	5	6
Telecomunicações	6	6
Comércio	7	8
Bancos, Finanças e Seguros	8	5
Infra-estruturas	12	6
Tecnologia de informação	15	17
Serviços	19	22
Manufatura	21	19

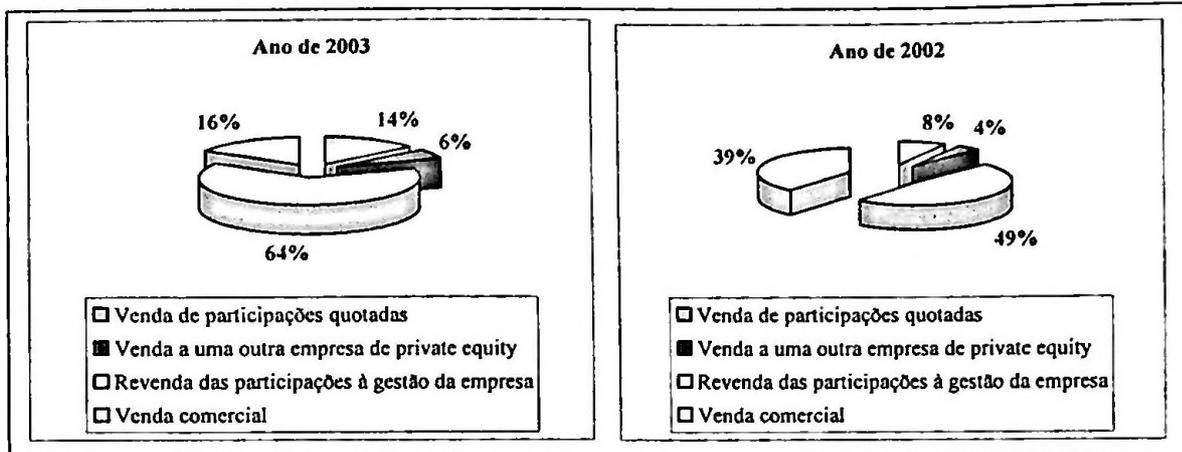
Fonte: KPMG e SAVCA (2004)

4.4 Estratégias de Saída

A existência de um sistema financeiro desenvolvido, em especial o mercado de capitais, na África do Sul faz com que um dos maiores problemas que a indústria de *private equity* dos países em desenvolvimento enfrenta—o deficiente mecanismo de saída através de IPO—não se coloque neste país como um problema de fundo (Mani 2001). Embora esteja em funcionamento a bolsa de valores sul africana, a cotação de empreendimentos financiados pelas empresas de *private equity* ainda é em número reduzido e é uma situação que abala também a indústria de *private equity* da Europa e dos EUA. Esta situação não é favorável ao *private equity*, pois a cotação dos empreendimentos na bolsa é o mecanismo de saída mais rentável para os investidores. Não obstante esta situação, o capital de risco sul africano continua a desenvolver-se e serve-se de outras estratégias de saída para a realização dos seus ganhos de capital.

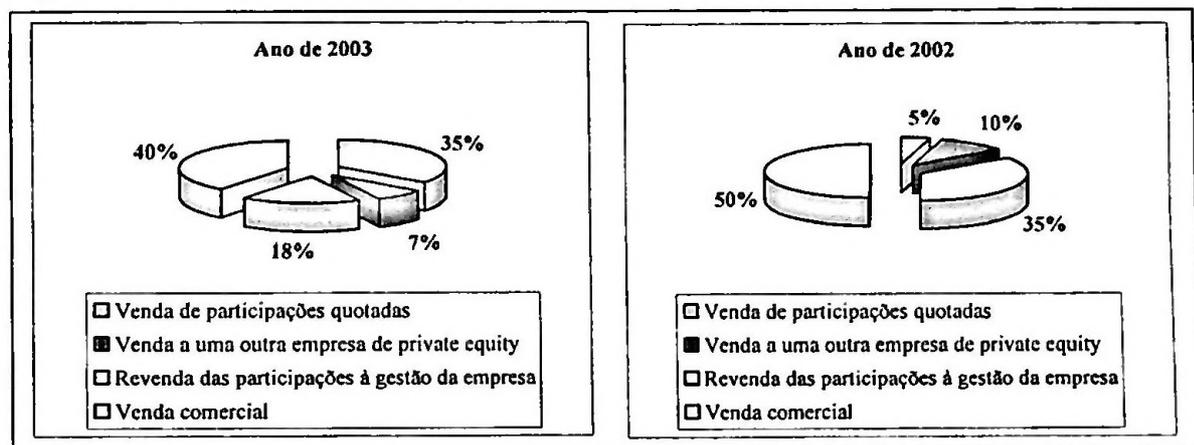
A maior parte dos investimentos em *private equity* utiliza como mecanismo de saída a revenda das suas participações à gestão dos empreendimentos. Mas, em termos dos valores arrecadados com a saída dos investidores, a venda comercial (*trade sale*) é que proporciona maior peso (Figura 4 e Figura 5). Para além destas formas de saída, há registos de saídas forçadas que são feitas através de *write offs* dos investimentos, como resultado de falências ou da falta de rentabilidade do empreendimento.

Figura 4: Estratégias de saída das *private equity* na RSA (número de transacções)



Fonte: Gráficos construídos na base dos dados da sondagem da KPMG e SAVCA (2004)

Figura 5: Estratégia de saída das *private equity* na RSA (valor das transacções)



Fonte: Gráficos construídos na base dos dados da sondagem da KPMG e SAVCA (2004)

4.5 Principais Obstáculos ao Desenvolvimento da Indústria

Embora a África do Sul apresente uma das indústria de *private equity* mais desenvolvida da África, vários aspectos continuam a assombrar o seu funcionamento, sendo de destacar a:

- relutância dos investidores institucionais em investir em fundos de *private equity*;
- pouca disponibilidade de recursos humanos com habilidades de gestão para desenvolver o *private equity*;
- ausência de espírito empreendedor nos empresários sul africanos;
- existência de risco e de custos de transacção elevados;

- falta de interesse da maior parte de fundos em investir nas pequenas e médias empresas, não obstante estas serem as que predominam e mais precisam de financiamento no país;
- frequência significativa de altas taxas de falência das *start-up*; e
- baixas taxas de saída dos fundos, especialmente por meio de IPOs, o que restringe os operadores das *private equity* de angariar novos fundos junto dos investidores (Mani 2001; KPMG e SAVCA 2003).

Mesmo com a ocorrência destes obstáculos ao desenvolvimento do capital de risco na África do Sul, muitos investidores continuam a utilizar este instrumento financeiro para explorar as oportunidades de investimento existentes no país, estando limitado pelos seus estatutos em que, em muitas das empresas (fundos) de *private equity* sul africanas, só podem investir em empreendimentos de âmbito nacional.

Como forma de atenuar o risco subjacente ao *private equity* no país, os investidores optam por uma maior intervenção na gestão dos empreendimentos onde participem. Paralelamente a esta intervenção, as empresas de capital de risco assumem o risco de formar os seus próprios quadros na perspectiva destes serem os gestores dos empreendimentos e de serem os principais orientadores das políticas dos investidores para a criação de valor nesses empreendimentos.

4.6 Intervenção Governamental na Indústria

A indústria sul africana de *private equity* é essencialmente conduzida pelo sector privado e não há grande sinais de intervenção directa do governo na sua promoção, embora a indústria esteja ainda numa fase de organização onde maior intervenção governamental era necessária na sua promoção. Contudo, nos últimos tempos, o governo tem mostrado interesse na indústria de capital de risco nacional, sobretudo em apurar ao fundo o ambiente real onde a indústria opera²⁴ (Mani 2001, Schoombee 2001, KPMG e SAVCA 2004).

Nos últimos anos, o governo, em parceria com as agências internacionais de desenvolvimento, tem vindo a participar activamente em alguns investimentos

²⁴ O governo, inclusive, realizou um estudo para entender as oportunidades oferecidas pelo capital de risco no país. O referido estudo—*A venture capital programme for South Africa*—foi desenvolvido por Stillman, Sunderland, Heyl e Swart em 1999.

realizados no país. Por exemplo, através da Industrial Development Corporation (IDC) que é um dos principais fornecedores de *private equity* às empresas sul-africanas que queiram implantar-se ou expandir-se.

Como intervenção indirecta no desenvolvimento do *private equity*, o governo sul-africano preocupa-se em criar um ambiente propício para o desenvolvimento da negócios, proporcionando oportunidades de investimentos, ao pôr em prática programas de enquadramento na actividade económica activa nacional dos grupos sociais anteriormente desfavorecidos—conhecidos por *previously disadvantaged individuals*—onde se inclui o programa *Black Economic Empowerment*, e ao promover o envolvimento do sector privado no desenvolvimento empresarial. Esses programas beneficiam-se dos fundos do governo e das agências internacionais de apoio ao desenvolvimento e que são canalizados para as empresas e projectos visados através de empresas e fundos de *private equity*. Embora os valores investidos neste tipo de programas sejam baixos, nota-se um crescimento do número de investimentos realizados em projectos desta orientação—em especial em sectores de tecnologia de informação, comércio, manufactura e serviço—o que mostra certa confiança depositada pelos investidores nesta classe emergente de empresários (KPMG e SAVCA 2003).

Uma lacuna da intervenção do governo sul-africano na indústria de capital de risco é a fraca colaboração na formação de técnicos profissionais experientes que possam garantir o bom funcionamento das sociedades de capital de risco, sobretudo no que respeita ao acompanhamento dos empreendimentos onde o capital de risco tenha investido. Esta lacuna dificulta o crescimento da indústria no país e provoca falhas na transferência de *know how* para os quadros das empresas que recebem os fundos do capital de risco—o que faz com que o benefício da intervenção do capital de risco nos empreendimentos não seja o desejado para o desenvolvimento das empresas locais.

A intervenção do governo como investidor e gestor de fundos teve como aspecto negativo a geração de elevados prejuízos na indústria de *private equity* como resultado de investimentos com orientação baseada principalmente na componente social dos projectos a realizar. Esta situação acabou beneficiando vários projectos pertencentes a indivíduos que não estavam preparados para receber os fundos, pois os projectos apresentados não eram financeiramente rentáveis e nem tinham gestores capazes de garantir a boa execução de tais projectos.

4.7 Conclusão

Em relação a muitos países em desenvolvimento, a indústria de *private equity* sul africana tem a particularidade de estar muito desenvolvida e caracterizar-se pela intervenção do governo na canalização de investimentos para os fundos de capital de risco, onde também participa. Essa intervenção enquadra-se no plano económico-social que visa a criação de uma classe empresarial local forte e com elevadas expectativas de crescimento. Para além da participação do governo, os fundos de capital de risco na África do Sul são essencialmente constituídos por bancos e agências de apoio ao desenvolvimento, sendo as seguradoras e os fundos de pensões relutantes em investir em fundos de *private equity*.

Os investimentos realizados pelas empresas de capital de risco são essencialmente em projectos de expansão e desenvolvimento e em projectos de capital de substituição e MBO. A maior parte do valor desses investimentos é canalizada para os sectores da manufactura, de serviços, de tecnologia de informação, de infra-estruturas e de serviços financeiros.

Da experiência sul africana, as maiores lições que se pode tirar são de que o:

- i) capital de risco tende a ser limitado, mas canalizado a importantes nichos da indústria, proporcionando retornos de longo prazo;
- ii) capital de risco não funciona isoladamente, necessitando de grande desenvolvimento das infra-estruturas de suporte, de uma cultura empreendedora forte e de estabilidade macro-económica; e
- iii) governo pode desempenhar um importante papel na canalização de fundos de apoio ao desenvolvimento via sociedades de capital de risco, sendo esta a melhor forma de garantir um acompanhamento mais produtivo dos investimentos de apoio ao sector empresarial.

Não obstante o estágio avançado de desenvolvimento do capital de risco na África do Sul, aspectos como a falta de empreendedorismo nos agentes económicos, a falta de interesse por parte dos investidores em investir em empresas de pequena e média dimensões, e as elevadas taxas de falência das *start-ups* contribuem para impedir o sucesso do capital de risco como uma fonte de investimentos e de transferência de *know-how* para os empreendimentos no país.

5 *Private Equity* em Moçambique

Após a guerra civil que debilitou a estrutura produtiva do país, Moçambique é referenciado como um caso de sucesso de recuperação no período pós guerra, sobretudo devido aos esforços política e macro-económicos que estão a permitir um rápido crescimento real do produto interno bruto à taxas consideradas das mais altas da África Sub-Sahariana (Anexo 4). Neste crescimento, maior destaque vai para a participação do investimento privado na criação de empresas e no aumento da produção. Contudo, o debilitado sistema financeiro—caracterizado pela falta de capital e pela fraca rede bancária, basicamente concentrada na capital do país²⁵—ainda não responde às necessidades financeiras das empresas. Para além do financiamento, as empresas carecem também da proficiência da gestão dos seus empreendimentos, fazendo com que das grandes potencialidades económicas que o país apresenta²⁶, pouco ainda esteja a ser explorado, limitando o crescimento de maior parte das empresas, comprometendo a sua competitividade e restringindo a sua capacidade de se (auto)financiar.

As limitações de auto-financiamento enfrentadas pelas empresas faz com que grande parte delas recorram à banca tradicional para pedidos de crédito. Esta situação, aliada ao fraco desenvolvimento do sistema financeiro nacional, torna o crédito bancário muito dispendioso e pouco acessível para as empresas com tesouraria debilitada, sendo as alternativas a este financiamento exíguas. Dentre estas alternativas está o *private equity* (capital de risco), recentemente introduzido no país e que está a ser pouco utilizado, embora em muito poderia contribuir para o financiamento e para a organização e a gestão de empresas.

Este capítulo discute a actividade de *private equity* em Moçambique, principalmente, a sua importância no financiamento e na gestão de empresas, as razões do seu fraco desenvolvimento e da sua pouca utilização. Identificou-se, entre outros aspectos, o pouco conhecimento deste instrumento financeiro e a ausência de disciplina empresarial por parte dos empreendimentos moçambicanos, e a aversão ao risco das empresas de capital de risco a operar no país como sendo os principais factores que condicionam o desenvolvimento desta actividade no país. No fim do capítulo apresenta-se um modelo para o desenvolvimento do *private equity* em Moçambique e algumas

²⁵ Esta situação levou a que o Banco de Moçambique (banco central) vedasse a abertura de novos balcões na capital do país, incentivando em simultâneo a abertura de bancos nas zonas rurais.

²⁶ veja-se o ponto 5.6 sobre as oportunidades de investimento no país

recomendações, como resultado de aspectos identificados ao longo do estudo e que constituem a experiência de outros países africanos na utilização do *private equity* para impulsionar o desenvolvimento empresarial e da economia como um todo.

5.1 Enquadramento Legal

As sociedades de capital de risco em Moçambique são legitimadas pela lei que regula o exercício da actividade das instituições de crédito e das sociedades financeiras²⁷ e por legislação específica diversa²⁸. Nesta legislação, define-se empresas de capital de risco como sendo “sociedades financeiras que têm como objectivo o apoio e [a] promoção do investimento em empresas, através da participação temporária no respectivo capital social” (Moçambique 1999a). Segundo esta legislação, as empresas de capital de risco poderão desenvolver outro tipo de actividades (objecto acessório), nomeadamente:

a prestação de assistência na gestão financeira, técnica, administrativa e comercial das sociedades em cujo o capital participem e, bem assim, realizar estudos técnico-económicos por conta das mesmas empresas ou de empresas nas quais tencionem adquirir participação (Moçambique 2001:21).

É ainda permitido às sociedades de capital de risco o desenvolvimento das seguintes operações:

- transacção de títulos ou participações no capital da sociedade, e efectuar prestações suplementares de capital;
- promoção, junto de estabelecimentos financeiros, de créditos a médio e longo prazos em benefício das empresas participadas, bem como a colocação de acções, de obrigações e de outros títulos negociáveis emitidos pelas participadas;
- participação na reestruturação financeira de empresas;
- gestão de fundos de investimentos de capital de risco; e
- subscrição de obrigações de empresas e proceder a outras aplicações nos

²⁷ Lei n.º 15/99, de 1 de Novembro

²⁸ é o caso, por exemplo, do Decreto n.º 56/99, de 8 de Setembro—que regula a constituição e funcionamento dos fundos de investimento de capital de risco—e do Decreto n.º 11/2001, de 20 de Maio—que aprova o Regulamento da Lei n.º 15/99, de 1 de Novembro (Moçambique 1999b e Moçambique 2001)

mercados monetários de capitais (Moçambique 2001).

Em contrapartida, é interdito o desenvolvimento pelas sociedades de capital de risco das seguintes operações:

- exercício directo de actividades agrícola, comercial e industrial;
- participação no capital de instituições de crédito, sociedades financeiras e seguradoras;
- aquisição e detenção de bens imóveis, para além dos necessário à sua actividade; e
- concessão de crédito e prestação de garantias em empresas não participadas (Moçambique 2001).

Nestas interdições, ressalta o facto de as sociedades de capital de risco moçambicanas não poderem participar no capital de instituições de crédito, sociedades financeiras e seguradoras, contrariamente a vários países onde estes sectores chegam a representar uma parcela significativa dos investimentos realizados pelas empresas de capital de risco. É o caso, por exemplo, da África do Sul, onde os investimentos em instituições daqueles sectores de actividade alcançaram oito por cento no ano de 2003 (Tabela 5).

São requisitos básicos para a constituição de sociedades de capital de risco a adopção da forma de sociedade anónima e o capital social representado por acções nominativas ou ao portador registadas.

5.2 Caracterização do *Private Equity* em Moçambique

Diferentemente da África do Sul, o *private equity* moçambicano é incipiente²⁹, não constituindo uma fonte significativa de capital das empresas, e surge no âmbito da consolidação do sistema financeiro para colmatar a lacuna existente na diversificação das fontes de financiamento de médio e longo prazo para as empresas, pois o sistema financeiro tradicional tem se mostrado relutante em conceder esses financiamentos às empresas, dadas as limitações financeiras dos bancos e dado o ambiente de risco em que as empresas moçambicanas operam. Estes aspectos acabam determinando as elevadas taxas de juro praticadas pelos bancos.

Actualmente existem em Moçambique duas sociedades de capital de risco com presença e representação locais, constituídas em 1999 (a MINCO) e em 2001 (a GCI), estando em formação mais uma especializada na actividade agrícola (Tabela 6). Em ambas sociedades em funcionamento, a orientação é estritamente para a área geográfica moçambicana e adoptou-se a estrutura de *private equity* independente (Anexo 1).

Para além das sociedades acima referidas, a indústria de *private equity* em Moçambique tem, em funcionamento outros fundos estrangeiros típicos de capital de risco que, não tendo presença local, investem em empresas nacionais ou estrangeiras com interesses em Moçambique (e.g., TT - Canadá, IDC - África do Sul, F.Turismo e IPE Capital - Portugal) (Tabela 6). Há ainda fundos atípicos de *private equity* de naturezas diversas que investem no país. Embora não se enquadrando no mercado organizado de capital de risco, eles, de facto, fazem investimentos de capital de risco, contribuindo também para o fortalecimento do tecido empresarial nacional. São exemplos desses casos, o IFC do Banco Mundial e a CDC Patner do Reino Unido.

Os fundos atípicos são constituídos no país ou no estrangeiro e não operaram sob forma de instituições especializadas na actividade de *private equity*, mas sim sob forma de fundos com objectivos vários (e.g., concessão de empréstimos, apoio ao desenvolvimento, desenvolvimento de um negócio/produto, etc.). Neste grupo de fundos encontram-se agências de apoio ao desenvolvimento internacional e o *corporate private equity*—fundos criados por empresas e geridos internamente ou por empresa do mesmo grupo económico³⁰, caracterizando-se por funcionarem, umas vezes, como credores e, outras, como *private equity*, não possuindo, contudo, as características específicas de um fundo de capital de risco institucionalizado, com operações sistematizadas e tendo o *private equity* como actividade principal. Estes fundos atípicos constituem os maiores investidores no país sob forma de *private equity* e investem directamente, ou através de outros fundos, em empreendimentos desenvolvidos no país, com maior destaque na agro-pecuária (e.g., algodão), nas indústrias transformadora e mineira (e.g., alumínio e grafite), nas instituições financeiras (e.g., *leasing* e micro-finanças) e nas infra-estruturas (e.g., portos e auto-estrada).

²⁹ O Anexo 5 faz uma comparação entre o *private equity* dos EUA, da África do Sul e de Moçambique.

³⁰ para detalhes sobre como estes fundos podem ser estruturados e a motivação das empresas para a sua constituição, veja-se Heikkilä (2000) *Corporate venture capital—a tool for business renewal*.

Tabela 6: Fundos de *private equity* com investimentos em Moçambique

Fundo	Gestor	País	Empreendimentos	
MINCO	Aureos	Moçambique	- Mozambique Office Park	
			- CETA	
			- SOS	
FICREM-I	GCI	Moçambique	- Grand Prix Autobody	
DVC Fund ^a	TechnoServe	Moçambique	- Projectos agrícolas	
TT of Canada	n.d.	Canadá	- CITRUM	
IDC	IDC	África do Sul	- Mozal	- Areias pesadas
			- Linha de Sena	- Porto da Beira
			- Algodão;	- Minas de carvão;
			- Gás natural	- Açucareira
F.Turismo ^b	F.Turismo	Portugal	- Grupo Pestana	
IPE Capital ^b	F.Turismo	Portugal	- Grupo Pestana	

^a fundo de capital de risco (em formação pelo governo) vocacionado a actividade agrícola

^b fundos sem investimentos directos em Moçambique, mas que financiaram uma empresa estrangeira no seu país para uma operação em Moçambique

Dadas as suas características específicas e a sua difícil identificação, estes fundos atípicos não são explorados neste estudo, sendo apenas mencionados a título informativo, embora se esteja ciente do seu importante papel para os investimentos em Moçambique, daí que qualquer que seja a decisão de actuação a nível da indústria de capital de risco não deve ignorar a actividade destes fundos.

O lado da procura da indústria de capital de risco moçambicano é caracterizado, de um modo geral, pela predominância de empresas privadas de pequena e média dimensões que procuram parceria e investimentos de capital de risco para a recuperação das suas unidades, sendo que grande parte delas se encontra em dificuldades financeiras³¹. Esta é uma situação pouco comum em países desenvolvidos, ou mesmo na África do Sul, onde a maior parte das empresa que procuram o capital de risco são empresas que querem financiar o seu crescimento, as suas equipas de gestão ou então

³¹ Não obstante esta situação, não se encontrou nenhum registo de uma destas empresas cujo pedido de financiamento e participação do capital de risco tenha sido aceite.

projectos de raiz.

Não obstante a prevalência de empresas em situação difícil a solicitar investimentos de capital de risco em Moçambique, as empresas que já se beneficiaram desses investimentos não se incluem naquele grupo de empresas e são unânimes em referenciar que estão a ganhar certa maturidade em aspectos como a transparência do reporte financeiro, a estabilidade financeira e a credibilidade junto dos agentes económicos, como resultado das parcerias constituídas com as empresas de *private equity* que, de seguida, se analisa.

5.3 Análise Global da Indústria de *Private Equity* em Moçambique

Para a análise global da indústria de *private equity* em Moçambique no que respeita ao ambiente envolvente em que esta indústria opera, este estudo recorre-se às forças competitivas da indústria de Michael Porter, nomeadamente, as barreiras à entrada, a rivalidade entre os concorrentes, os produtos substitutos, os poderes negociais dos clientes e dos fornecedores, e o poder relativo de outros *stakeholders*³².

5.3.1 Barreiras a Entrada

As barreiras a entrada de novos operadores na indústria moçambicana de capital de risco são elevadas. Esta situação deve-se ao fraco desenvolvimento da economia em geral, e do sector empresarial privado, em particular. Um dos maiores problemas com que se depara a economia nacional é a falta de atractivos para o investimento directo estrangeiro sob a forma de capital de risco e a falta de entendimento profundo do mercado nacional, por parte dos investidores, para que se possa encontrar bons parceiros. As barreiras a entrada na indústria de capital de risco moçambicana são elevadas também porque esta indústria exige não só elevadas quantias de dinheiro, mas também uma combinação de mão de obra qualificada, preparada para trabalhar em equipa e com elevada capacidade analítica—recursos esses ainda escassos no país.

5.3.2 Rivalidade entre os Concorrentes

A existência de apenas dois fundos de capital de risco com presença local em Moçambique e que têm como principais investidores instituições estrangeiras faz com

que a rivalidade entre os concorrentes seja dada como inexistente. Duma forma indirecta, o capital de risco moçambicano enfrenta alguma concorrência de fundos de capital de risco estrangeiros que, em alguns casos, investem em empresas que operam em Moçambique, investimentos esses que são negociados fora do país. Exemplo desta situação foi uma operação de financiamento através da F.Turismo e IPE Capital (capital de risco português) ao Grupo Pestana para a expansão da sua actividade em Moçambique³³. Contudo, estas operações são pouco comuns e ocorrem em grandes grupos económicos, sendo que as empresas nacionais de pequena e média dimensões disputam as sociedades de capital de risco localmente representadas em moçambicanas.

5.3.3 Produtos Substitutos

. O sistema financeiro moçambicano é rigorosamente selectivo e restritivo na concessão de financiamento, devido às elevadas taxas de juro praticadas e à prioridade dada ao financiamento de curto/médio prazo à actividade comercial, por ser de rápido e elevado retornos.

O mercado de capitais quase que é inexistente, limitando-se apenas a um pequeno número de operações de transacções de títulos do Estado e de duas empresas privadas. Como uma fonte de financiamento local, o mercado de capitais moçambicano ainda está longe de desempenhar o seu papel. Isto faz com que as alternativas de financiamento para decisões estratégicas (*i.e.*, decisões de longo prazo) de muitos empreendedores sejam escassas.

Para além dos bancos comerciais, existem em Moçambique outras instituições financeiras especializadas que financiam empreendimentos privados. São exemplos destas instituições o Gabinete de Promoção para Pequena Indústria (GAPI) o Programa para o Desenvolvimento Empresarial (PODE), a Associação Moçambicana para o Desenvolvimento Rural (AMODER) e o Fundo de Fomento Agrário (FFA). Contudo, estas instituições não providenciam financiamento sob forma de fundos próprios das empresas (Iacovone, Invernizzi e Stokes 2003).

Assim, o capital de risco é a fonte de financiamento que seria adequada para um grande número de empresas, dada a exiguidade de produtos substitutos a este

³² Tradicionalmente, na análise de uma indústria, fala-se das cinco forças competitivas de Porter, mas é frequente que se adicione uma sexta força—o poder relativo de outros *stakeholders*— para incluir a influência de outros grupos que possam influenciar a actividade da indústria (Wheelen e Hunger 2002).

³³ apresentação de José Roquette, Presidente das Pousadas de Portugal—em representação do Grupo Pestana—no 4º Congresso Internacional de Capital de Risco (Lisboa, 25-26 Maio de 2004)

instrumento inovador para a economia nacional. Essa exiguidade é um dos principais factores que encoraja a actividade das empresas de capital de risco existente no país e constitui um ponto forte a capitalizar, sobretudo por o capital de risco se distinguir doutras formas de financiamento por financiar os empreendimentos e participar na sua gestão, o que o torna uma modalidade única no mercado moçambicano em termos de substitutos próximos.

5.3.4 Poder de Negociação dos Clientes

O poder de negociação de maior parte das empresas moçambicanas que procuram o capital de risco para o seu financiamento (clientes) é bastante fraco na medida em que estas empresa são debilitadas, não só financeiramente, mas também do ponto de vista de recursos humanos qualificados e da proficiência de gestão. Este aspecto acaba criando elevadas barreiras à concretização dos investimentos de capital de risco nas empresas moçambicanas.

5.3.5 Poder de Negociação dos Fornecedores

Os principais fornecedores na indústria de capital de risco moçambicana são os investidores, maioritariamente estrangeiros devido à escassez de poupança interna. Nesta indústria, o poder de negociação dos investidores é elevado, sobretudo quando comparado com os países onde a indústria está desenvolvida e já atingiu a sua maturidade. Este alto poder de negociação dos investidores está associado aos maiores risco e incerteza—agravados pela inexistência de informação básica fiável sobre o andamento das empresas e dos negócios em Moçambique—que ainda caracterizam a economia do país, tornando os investidores muito cautelosos e muito activos nas negociações com as empresa gestoras de fundos antes de decidirem se participam ou não num determinado fundo de *private equity*.

5.3.6 Poder Relativo de Outros Stakeholders

A indústria de capital de risco está sujeita à intervenção, quer directa ou indirecta, quer, ainda, mais forte ou menos forte, do governo. A intervenção do governo nesta indústria moçambicana apenas se faz sentir através de alguma regulamentação, sem que haja uma intervenção directa na actividade do capital de risco. O governo cria oportunidades para investimentos, pois, mesmo com as privatizações de empresas, o Estado continua a deter uma participação de 20% em muitas empresas e que está agora

a aliená-la—daí a abertura de oportunidades para novos parceiros nas empresas nacionais, parceiros esses que podem ser por via de capital de risco.

O poder de negociação do governo na indústria é elevado, sobretudo naqueles casos em que a sua participação é em empresas que representam um sector estratégico para o país (*e.g.*, telecomunicações, portos e caminhos de ferro, electricidade e águas).

O governo apresenta-se com poder de negociação forte também no que se refere à autorização de investimentos, e às restrições impostas pela lei laboral, essencialmente no que diz respeito à contratação de trabalhadores estrangeiros. Por seu lado, a indústria de capital de risco tem um fraco poder de negociação com o governo, pois ela ainda está num estágio pouco desenvolvido e de dimensão reduzida—no que respeita ao número de empresas a operar e aos fundos investidos—o que reduz a sua capacidade de influência junto do governo.

5.4 Importância do *Private Equity* para o País

A indústria de *private equity* tem um papel importante a desempenhar no desenvolvimento da economia moçambicana, sobretudo no que respeita à assistência ao sector privado, ao desenvolvimento do sistema financeiro e ao desenvolvimento de infra-estruturas.

5.4.1 Fonte de Capital Inteligente

A indústria de *private equity* contribui para assistir o sector privado moçambicano no seu desenvolvimento, em especial na fase actual em que o sector tem vindo a enfrentar grandes dificuldades nas suas actividades, por exemplo, a nível de gestão e de financiamento dos seus negócios.

Após um período de economia centralizada, a transição para a economia de mercado—caracterizada pelas privatizações de empresas e pela liberalização dos mercados—exige a edificação de um sector privado forte como um factor crítico para o crescimento empresarial e económico a longo prazo. Contudo, as empresas existentes têm vindo a atravessar muitas dificuldades para a manutenção da sua actividade e para a expansão do seu negócio. Estas dificuldades são causadas pela frágil capacidade de gestão e fraca competitividade dos produtos, o que afecta negativamente a sua

capacidade de negociação junto dos financiadores, em especial a banca.

O capital de risco pode ajudar a superar essas dificuldades que se arrastam já há muitos anos, proporcionando o capital necessário para a sua reestruturação, bem como dando assistência, através do capital inteligente, no desenvolvimento duma capacidade de gestão própria da empresa que lhe possa permitir criar novos produtos, conquistar novos mercados, ter acesso a outras fontes de financiamento, e partilhar *know-how* com os seus parceiros.

5.4.2 Desenvolvimento do Sistema Financeiro

O crescimento da actividade do capital de risco arrasta consigo o desenvolvimento do sistema financeiro, uma vez que as empresas de capital de risco têm protocolos com a banca moçambicana que permite aos empreendimentos beneficiarem-se do crédito bancário com relativa facilidade. O aumento de volume de negócio no sistema bancário e a concessão de créditos às empresas poderá contribuir para a consolidação do sistema financeiro e o conseqüente aumento de confiança dos agentes económicos.

O envolvimento do *private equity* nas empresas moçambicanas, serve também para impulsionar uma nova filosofia de gestão mais proficiente que poderá culminar com a abertura ao público dos capitais dessas empresas, criando condições para o aumento de participantes e de transacções na Bolsa de Valores de Moçambique.

5.4.3 Desenvolvimento de Infra-estruturas

O *private equity* pode constituir a base do crescimento económico que o país está a registar nos últimos anos, ao envolver-se em projectos de desenvolvimento de infra-estruturas tradicionais (*e.g.* auto-estradas, portos e caminhos de ferro) e nos diversos megaprojectos em curso no país (*e.g.*, fábrica de fundição de alumínio, exploração e distribuição de gás natural, desenvolvimento dos corredores de Maputo e do Vale de Zambeze). Estes tipo de investimentos, pela sua importância e dimensão, tem sido desenvolvidos em modelos de parcerias que envolvem também os Estados de Moçambique e da África do Sul no âmbito da cooperação e desenvolvimento regional, permitindo conquistar maior confiança dos investidores.

Pela sua natureza (e pela experiência que se regista no país), os investimentos naquele tipo de infra-estruturas têm um efeito multiplicador sobre a economia moçambicana dado que criam postos de trabalho e proporciona condições básicas para o surgimento de outros empreendimentos (*spillover*), aumentando a potencialidade de se atrair um leque diversificado de investimentos para o país.

Embora se esteja ciente da importância do capital de risco para um país, em Moçambique, tal como acontece na África do Sul, e diferentemente de outros países em vias de desenvolvimento, não há registos de esforços do governo em criar programas específicos ou concessões de incentivos fiscais com vista a promover esta indústria. Neste caso, as intervenções governamentais conhecidas na indústria de capital de risco moçambicana são na aprovação duma legislação específica que regulamenta o funcionamento das sociedades de capital de risco (intervenção indirecta) e no esforço de criação de um fundo de capital de risco especializado na actividade agrícola (intervenção directa), contudo, este fundo ainda não está em funcionamento.

5.5 Actividade do *Private Equity* em Moçambique

Apesar do elevado crescimento da economia nacional, a actividade de capital de risco em Moçambique ainda é incipiente e com pouca participação nesse crescimento. Actualmente o *private equity* moçambicano resume-se nas operações da Mozambique Investment Company (MINCO) e da Sociedade de Capital de Risco (GCI) que já têm investimentos realizados em alguns empreendimentos moçambicanos. Para além destas empresas, outros fundos estrangeiros operam, directa ou indirectamente, em diversos empreendimentos localizados em Moçambique.

De um modo geral, as empresas e fundos de capital de risco em Moçambique são constituídos para oferecer um novo instrumento financeiro e serviços auxiliares à gestão de empreendimentos emergentes e/ou necessitando de reestruturação. Assim, estas empresas e fundos apostam no preenchimento da lacuna existente entre as necessidades empresariais de financiamento de longo prazo e a capacidade de resposta do sistema financeiro (que se associa à inexistência de fontes alternativas de financiamento), e entre as habilidades de gestão em várias empresas e o apoio à gestão nessas empresas. É perseguindo estes objectivos que as empresas de capital de risco

procuram aproveitar algumas oportunidades de investimento na economia nacional. Contudo, elas não têm orientação específica para uma actividade ou estágio de desenvolvimento dos empreendimentos onde investem, tendendo a funcionar como fundos generalistas de capital de risco. Em alguns casos, há apenas indicação expressa da exclusão de investimentos em actividades consideradas não éticas (*e.g.*, actividades ligadas ao armamento, tabaco jogos e apostas) e em actividades que estejam fora do âmbito definido pelos investidores dos fundos (*e.g.*, administração pública, educação e saúde públicas).

Os investimentos realizados por empresas de capital de risco nacionais atingiram um valor acumulado de 4,2 milhões de dólares americanos distribuídos em quatro empreendimentos. Desses empreendimentos, o maior número é o de projectos de expansão, enquanto que, em termos de valor acumulado do investimento, a maior fracção foi absorvida por um único investimento num projecto de *start up* (Tabela 7).

Os números acima apresentados não incluem a actividade do *private equity* interno que é desenvolvido por outras instituições sem que essas instituições tenham estatutos de empresas de capital de risco no conceito da legislação moçambicana. Contudo, os investimentos de *private equity* são diversificados e de valores elevados, mas não são facilmente identificáveis e, mesmo para os identificados, houve pouca abertura para disponibilizar a informação sobre os investimentos realizados.

Embora a distribuição dos valores investidos pelos diferentes estágios de desenvolvimento dos empreendimentos tenda a ser homogénea, a indústria de capital de risco Moçambicana apresenta-se com uma estrutura diferente da apresentada pela África do Sul, onde o maior volume de investimentos acumulado em 2003 está canalizado ao capital de substituição e *management buy out*. Esta situação deve-se ao avançado estado de desenvolvimento de infra-estruturas básicas produtivas que a África do Sul possui, sendo os actuais investimentos realizados destinados a modernização e expansão das empresas, o que não acontece em Moçambique onde a indústria de capital de risco é recente e opera num ambiente sem o mínimo desenvolvimento de infra-estruturas.

Tabela 7: Estrutura dos investimentos de *private equity* em Moçambique em 2003

	Número de Empreendimentos	(%)
<i>Start Up</i>	1	37
Expansão	2	32
MBO	1	31
Total	4	100

Fonte: Compilação de dados colhidos nas entrevistas

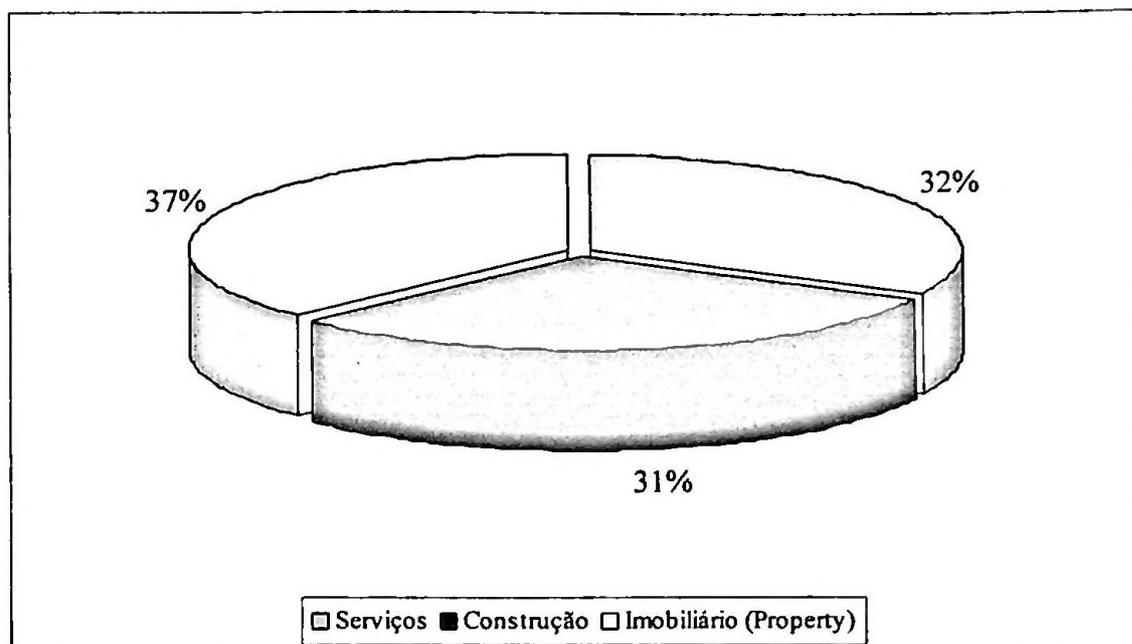
Nota: Por falta de informação, não estão incluídos investimentos de fundos de *private equity* estrangeiros a operar em Moçambique.

Em termos de distribuição por localização geográfica e por sectores de actividade, os investimentos realizados até Dezembro de 2003 pelos fundos de capital de risco moçambicanos foram todos eles na província de Maputo (sul de Moçambique), sendo a maior parte desses investimentos (em quantidade e em valor) concentrados no sector de serviços (Figura 6).

A concentração dos investimentos no sul de Moçambique representa uma consequência directa dos desequilíbrio de desenvolvimento que o país apresenta entre as diferentes províncias. A província de Maputo é a mais desenvolvida do país, apresentando a concentração de melhores infra-estruturas e melhores serviços de apoio para o desenvolvimento das actividades económicas. É por esta razão que a maior parte de grandes investimentos são realizados nesta região do país.

A distribuição por sector não é comparável com a apresentada pela indústria de *private equity* sul africana, onde investimentos significativos são absorvidos pela manufactura, seguidos pela área dos serviços e da tecnologia de informação. A diferenciação na distribuição deve-se à existência de grandes diferenças no nível de desenvolvimento entre a África do Sul e Moçambique, que se reflecte no número de investimentos financiados pela indústria de capital de risco, ao estágio avançado de desenvolvimento de infra-estruturas de apoio na África do Sul e à existência de programas de desenvolvimento sócio-económico na África do Sul onde participam empresas de *private equity* como financiadores e como elementos das equipas de gestão desses programas.

Figura 6: Distribuição dos investimentos acumulados de *private equity* por sector de actividade em Moçambique



Fonte: Compilação de dados colhidos nas entrevistas; Oliveira (2004)

Notas: Por falta de informação, não estão incluídos investimentos de fundos e empresas de *private equity* estrangeiros a operar em Moçambique.

Dado o seu maior peso, o investimento imobiliário (*property*) foi separado do restante sector de serviços.

Em todos os fundos de *private equity* a operar em Moçambique predominam investidores institucionais, com destaque para agências internacionais de apoio ao desenvolvimento e bancos estrangeiros, notando-se a inexistência de investidores nacionais. Esta situação é contrária a tendência da indústria de capital de risco de outros países, como a África do Sul, a Europa e os Estados Unidos, onde há investimentos de poupança interna, sobretudo, sob forma de fundos de pensões, governos e agências de desenvolvimento e seguradoras (Tabela 8).

A predominância de investidores institucionais torna-se necessária nesta fase inicial de desenvolvimento do país e da institucionalização do *private equity* em Moçambique dada a falta de poupança interna privada e dado o facto de o ambiente político-económico do país ainda não oferecer muita confiança dos investidores individuais.



Tabela 8: Composição das fontes de financiamentos dos fundos independentes de private equity (em %)

	Moçambique	RSA	Europa	EUA
Fundos de pensões ^a	—	19	23	61
Seguradoras	—	19	13	—
Bancos	27	11	26	—
Governo e Agencias de desenvolvimento ^b	32	32	7	23
Indivíduos particulares	—	3	7	12
Empresas	27	7	9	—
Fundos de fundos de <i>Private Equity</i>	14	6	9	4
Outros	—	3	6	—

Fonte: KPMG e SACVA (2004), Gompers e Lerner (2001), e, para Moçambique, compilação dos dados não publicados obtidos nas entrevistas.

Notas: Os dados de Moçambique e RSA referem-se a Dezembro de 2003, os da Europa a 2002 e os dos EUA a 2000.

^a para o caso dos EUA, inclui bancos e seguradoras;

^b para Moçambique, não inclui nenhuma participação do governo

Para além da análise global da actividade do *private equity*, a análise individual dos operadores, no ponto que se segue, permite visualizar e perceber melhor o estado desta indústria em Moçambique, tendo em conta que, para além das empresas localmente representadas no país, existem outras de natureza diversa que proporcionam o *private equity* para a economia do país.

5.5.1 Mozambique Investment Company (MINCO)

A Mozambique Investment Company (MINCO) surge em 1998 e é o primeiro fundo de capital de risco criado em Moçambique. A MINCO, com um fundo no valor de 14 milhões de \$USD, está organizado, na prática, sob forma de duas organizações: a Mozambique Investment Company Limited—que representa o fundo de capital de risco propriamente dito—e a Mozambique Capital Partners Limited (MCPL) que é a organização gestora do fundo. A MINCO tem como objectivo providenciar capital de risco aos investidores com interesses em Moçambique e que queiram modernizar as

suas empresas ou expandir a sua capacidade instalada. Para além deste objectivo, o fundo concentra as suas actividades em operações de *management buy-out*—como forma de participar nas privatizações em curso no país—e, a médio prazo, o fundo prevê operar activamente na criação de novas empresas (CDI Partnership 1998).

A MINCO está actualmente incorporada na Aureos Southern African Fund que é a divisão regional da África Austral da Aureos Capital Limited—uma empresa internacional de gestão de capital de risco que lidera o mercado de capital de risco nos mercados emergentes e que tem como principal objectivo disponibilizar *private equity* a pequenas e médias empresas em países de mercados emergentes. A incorporação da MINCO na Aureos torna mais vasta a rede de contactos ao dispor da empresa e dos empreendedores.

Com predominância de organizações de apoio ao desenvolvimento do sector privado nos países em vias de desenvolvimento, os parceiros da MINCO são estrangeiros, nomeadamente:

- Commonwealth Development Corporation (CDC)—Reino Unido;
- Norwegian Investment Fund for Developing Countries (Norfund)—Noruega;
- Swedish Investment Fund for Developing Countries (Swedfund)—Suécia;
- Banco Comercial Português (BCP)—Portugal;
- DEG, um membro KfW Group vocacionado no financiamento do sector privado dos países em desenvolvimento—Alemanha; e
- Société de Promotion et de Participation pour la Coopération Economique (PROPARCO)—França

Esta estrutura é explicada pelos baixos níveis de poupança interna no país, o que impede os investidores moçambicanos de participarem activamente nestes fundos. O fraco desenvolvimento do país e a existência de muitas instituições estrangeiras de apoio ao desenvolvimento são outros aspectos que podem explicar a predominância de investidores externos neste fundo de capital de risco.

Desde a sua constituição, a MINCO teve grande procura por parte das empresas moçambicanas, tendo atingido o pico dessa procura no seu primeiro ano de actividade que registou 97 pedidos de financiamento (Tabela 9).

Tabela 9: Pedidos de financiamento na MINCO por sectores de actividade

	1998		1999	
	Recebidos	Rejeitados	Recebidos	Rejeitados
Agricultura, Alimentação e Bebidas	16	14	7	7
Finanças	1	1	0	0
Hotelaria e Turismo	9	9	2	2
Indústria Farmacêutica	0	0	2	1
Indústria Mineral	3	3	0	0
Infra-estruturas	25	24	3	3
Manufatura	37	37	5	4
Serviços	6	6	1	0
Total	97	94	20	17

Fonte: dados fornecidos nas entrevistas

Nota: para os anos 2000 a 2004 não estão disponíveis dados actualizados

Os sectores de manufactura, infra-estruturas e agricultura, alimentação e bebidas registaram o maior número de pedidos de parceria de *private equity*. De um modo geral, o grande fluxo de pedidos de financiamento pelas empresas durante os primeiros anos de actividade da MINCO deveu-se ao facto de o instrumento financeiro de *private equity*, ora surgido no mercado moçambicano, ser desconhecimento, pois ele era visto como a “salvação” das empresas das suas crises financeiras e de gestão, embora as crises de gestão fossem remetidas para o segundo plano, aliás, em muitas das vezes nem se reconhecia a sua existência. Assim, grande parte das empresas em situação difícil e com dificuldades de obter financiamento na banca foi submeter os pedidos de financiamento junto à sociedade de capital de risco.

Não obstante haver grande parte de empresas já existentes ter submetido os seus pedidos de financiamento, o maior número de pedidos registados nos anos de 1998 e 1999 eram projectos de raiz (*start-up*) e de expansão (Tabela 10). Estes projectos não conseguiam obter o financiamento noutras instituições ou não suportavam as taxas de juro aplicadas, situação que se agravava por esses projectos não possuírem activos que pudessem servir de garantias para a obtenção do financiamento.

Tabela 10: Pedidos de financiamento na MINCO por tipo de investimento

	1998	1999
MBO / MBI	2	0
Expansão	35	7
<i>Start-up</i>	58	10
Outros	2	3
Total	97	20

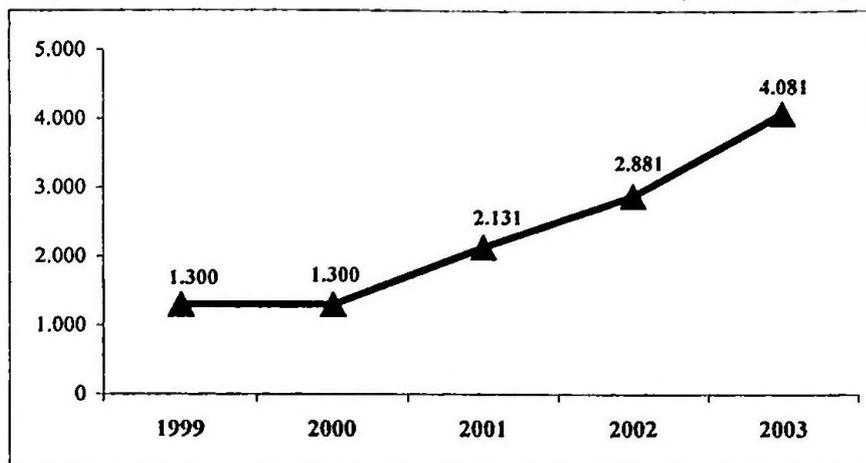
Fonte: dados fornecidos nas entrevistas

Não obstante a falta de dados sistematizados dos registos da procura de financiamento nos últimos anos, há sinais de redução dos pedidos de financiamento e de parceria canalizados para a MINCO, provavelmente por a empresa ter optado por operar numa estratégia de marketing dirigido aos empreendimentos considerados de grande potencial, como forma também de evitar a acumulação de propostas por analisar.

A falta de divulgação do capital de risco em Moçambique, seja como um instrumento financeiro ou como uma parceria que pode permitir a transferência de tecnologia e *know how* para os empreendimentos, tem como consequências directas o desconhecimento deste instrumento financeiro por grande número de empreendedores que continuam a sufocar-se com os elevados custos de financiamento, pois estes empreendedores vêem no financiamento bancário a única alternativa de financiamento, apesar de ser um financiamento ainda dispendioso. Embora permita a “independência” do empreendedor, o financiamento bancário não acrescenta valor ao empreendimento em termos de transferência de tecnologia e de capital inteligente.

A maior parte dos pedidos feitos não teve acesso aos fundos, ou porque esses pedidos eram rejeitados por não satisfazerem os requisitos exigidos pelo fundo, ou por desconhecimento da filosofia de funcionamento das sociedades de capital de risco por parte dos empreendedores. Não obstante o elevado número de pedidos rejeitados e a redução dos pedidos recebidos, a MINCO atingiu um aumento dos seus investimentos em 63,92% no período de 2000/2001, após um ano sem novos investimentos (Figura 7).

Figura 7: Evolução dos investimentos da MINCO (em mil \$US)



Fonte: MINCO (2004) e compilação dos dados das entrevistas realizadas

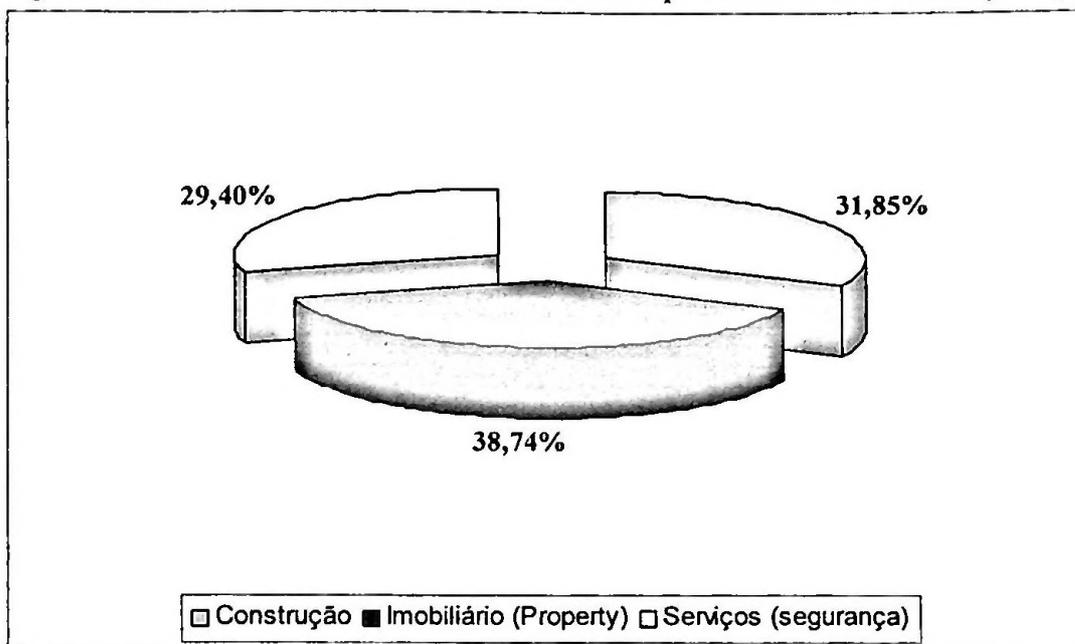
Com estes investimentos, a MINCO ocupa a primeira posição em termo do valor e do número dos investimentos realizados. Esta posição de liderança pode ser explicada, por parte, por ser o fundo pioneiro de capital de risco em Moçambique, por ter ganho profunda experiência na intervenção no mercado do país e por ter servido de exemplo para as outras empresas de capital de risco que vieram a operar nesta actividade.

A liderança da MINCO na indústria de capital de risco moçambicano pode ser explicado também pela larga experiência dos seus parceiros em actividades de diferentes sectores no país. É o caso, por exemplo, da CDC que é uma das principais instituições responsáveis de elevada proporção do investimento directo estrangeiro em Moçambique.

Da carteira da MINCO em Dezembro de 2003 a maior parcela dos investimentos realizados foi para o sector imobiliário (39%), seguidos dos realizados nos sectores de construção (32%) e de serviços (29%) (Figura 8).

O investimento da MINCO no sector de construção foi uma operação típica de *management buy-out*, em que a MINCO, juntamente com os gestores duma das maiores empresas nacionais de construção—a CETA - Construção e Serviços SARL—adquiriu uma participação desta quando foi privatizada. Tratou-se de um investimento de 1,3 milhões de dólares, representando uma participação de 49% no capital social do empreendimento. Actualmente, a CETA é uma das principais empresas de construção de obras públicas e de prestação de serviços de consultoria na área de construção.

Figura 8: Estrutura dos investimentos da MINCO por sector de actividade (2003)



Fonte: Minco (2004)

Por sua vez, o investimento no sector imobiliário foi uma operação para financiar um projecto de raiz (*start up*) para a edificação de um complexo de escritórios —a MOP - Maputo Office Park SARL—no valor de 1.6 milhões de dólares americanos, representando uma participação de 45% do capital social.

O investimento realizado no sector de serviços consistiu numa operação de financiamento da expansão de uma empresa de segurança—a SOS - Sistemas de Segurança e Serviços SARL—no valor de 1.2 milhões de dólares americanos.

A MINCO tem reportado resultados contabilísticos positivos nos últimos anos, embora a maior parte dos seus proveitos sejam absorvidos pelos elevados custos operacionais. Estes custos atingiram 35% e 80% dos resultados líquidos nos exercícios económicos de 2002 e 2003, respectivamente. Esta situação é consequência de os proveitos dos investimentos realizados ainda não serem estáveis e os custos operacionais serem influenciados negativamente pelas comissões de gestão pagas à empresa gestora do fundo (parceiros gerais), comissões essas que representaram 90% e 85% dos custos operacionais totais em 2002 e 2003, respectivamente (Anexo 6). Uma vez que as comissões de gestão são calculadas em função dos fundos disponibilizados pelos investidores, elas só poderão ser menos influentes no resultado da empresa, se os investimentos realizados proporcionarem elevados proveitos.

Para além dos sucessos registados ao longo dos anos de actividade em Moçambique, a MINCO enfrenta como principais obstáculos à expansão da sua actividade³⁴ a:

- escassez de oportunidades atractivas de investimentos no país;
- prática de elevadas taxas de juro no sistema financeiro; e
- burocracia interna excessiva na aprovação das proposta de financiamento e de parceria.

A pesar das dificuldades enfrentadas, grandes desafios se espera da MINCO, sobretudo, com a sua integração na gestão da AUREOS que, representando uma empresa experiente no *private equity*, poderá expandir os seus investimentos e poderá especializar-se no tipo de investimentos angariados em empreendimentos moçambicanos.

5.5.2 Sociedade de Capital de Risco (GCI)

A Sociedade de Capital de Risco (GCI) é uma empresa vocacionada para a gestão de fundos de capitais de risco e foi constituída em 2001, com um capital de 210 milhões \$US, sendo que a Caixa Geral de Depósitos detém 30%, a The Southern Africa Enterprise Development Fund Inc. (SAEDF), 20%, a Investimentos e Participações Empresariais (IPE – Portugal) com 10%; o Banco Comercial e de Investimentos (BCI) com 9%, a Sociedade de Controlo e Gestão de Participações Financeiras (SCI) com 10% e o remanescente (1%) é detido por investidores individuais.

No mesmo ano de 2001, foi criado o Fundo de Investimento de Capital de Risco em Empresas de Moçambique (FICREM-I) no valor de 10 milhões \$US com o objectivo de financiar participações em capitais próprios de pequenas e médias empresas em Moçambique que tenham dificuldades em mobilizar capitais próprios para a recuperação das respectivas unidades produtivas no ramo das indústrias manufactureira e mineira, na agro-indústria, nos transportes, no turismo e nos serviços.

O FICREM é uma iniciativa do Banco Comercial e de Investimentos (BCI)—Moçambique—em parceria com o Grupo Caixa Geral de Depósitos (Portugal) e com a

³⁴ Estes e outros obstáculos enfrentados pelo *private equity* em Moçambique são discutidos em detalhe no ponto 5.8.

Sociedade de Controlo e Gestão de Participações Financeiras-SCI (Moçambique). O fundo tem como principais investidores:

- Banco Europeu de Investimentos (BEI) - 25%;
- The Southern Africa Enterprise Development Fund Inc. (SAEDF) - 25%;
- Nederlandse Finaancierings Maatschappij Voor Onywekk (FMO) - 25%;
- Investimentos e Participações Empresariais (IPE – Portugal) – 5%;
- Caixa Geral de Depósitos (CGD) – 20%.

Segundo as linhas de orientações do fundo, a participação em empreendimentos pode tomar as formas de capital social, suprimento, subscrição de obrigações convertíveis em acções ou outros activos financeiros convertíveis em capital, e de empréstimos accionistas, tendo que ser observadas as condições:

- tomada pela *private equity* de 10% a 40% do capital investido;
- mínimo do investimento do projecto: 50 mil \$US;
- máximo do investimento do projecto: 1 milhão de \$US;
- o fundo pode participar ainda com 25% do investimento em empresas com menos de 250 trabalhadores e com vendas anuais não superiores a 10 milhões de \$US;
- exclusão de investimentos nos sectores imobiliário, armamento, tabaco, bebidas e agricultura.

A carteira actual de investimentos da GCI é de 180 mil \$US materializada num único empreendimento—a Grand Prix Autobody—um empresa de prestação de serviços de reparação de automóveis. Tratou-se de um investimento de expansão iniciado em 2001, tendo a GCI uma participação de 40% do capital social (Preto 2004). Este investimento, em parceria com o International Finance Corporation (IFC), consiste na implantação de novas e maiores infra-estruturas industriais em Maputo onde a Grand Prix Autobody passará a prestar serviços completos e de alta tecnologia de manutenção de viaturas. A contribuição global do investimento é de permitir o desenvolvimento de novos padrões de serviços através de treinamento dos seus quadros com vista a maior especialização, sobretudo na manutenção de viaturas da marca Nissan (IFC 2004).

As estratégias de saída previstas pela GCI são discutidas e determinadas no contrato inicial de parceria, através de um acordo parassoacial, consistindo na:

- recompra do capital pela empresa participada ou pela equipa de gestão;
- venda a terceiros das acções da empresa a uma outra empresa não financeira; e
- compra do capital na posse da sociedade de capital de risco por uma instituição financeira—refinanciamento.

Não obstante existirem estas formas previstas, a GCI ainda não desinvestiu no investimento realizado dado não ter chegado ainda à sua maturidade.

A falta de agressividade e a aversão ao risco por parte da GCI torna reduzida a disponibilidade de oportunidades de investimentos que possam proporcionar o desenvolvimento do *private equity* em Moçambique. Associada à falta de disponibilidade de oportunidades de investimentos identifica-se a falta de preparação por parte dos empreendimentos como sendo parte dos principais obstáculos à expansão da carteira de investimentos da GCI que, depois de quatro anos de actividade, ainda só investiu em um investimento.³⁵

5.5.3 Mozambique Development Venture Capital Fund (DVF)³⁶

Mozambique Development Venture Capital Fund é uma instituição em formação pelo governo moçambicano, através do Ministério de Agricultura e Desenvolvimento Rural, e com o apoio da Cooperação Italiana e da TechnoServe —uma organização não governamental a operar em Moçambique na prestação de apoio técnico a projectos agrícolas. Este fundo visa essencialmente o aprovisionamento de capital para investimentos de longo prazo e a concessão de empréstimos para as necessidades financeiras de curto e médio prazos de pequenas e médias empresas do sector agrário ou que se dediquem a comercialização agrária. Será um fundo financiado por doadores públicos (governamentais), mas com uma gestão independente (Iacovone, Invernizzi e Stokes 2003).

O financiamento do Mozambique Development Venture Capital Fund e de outras empresas de capital de risco pelos fundos públicos, pelo menos na fase inicial do desenvolvimento da indústria do *private equity*, é justificado pelos baixos retornos proporcionados pelos potenciais investimentos em pequenas e médias empresas, sendo

³⁵ veja-se o ponto 5.8, onde se discute detalhadamente os principais obstáculos enfrentados pelas empresas de *private equity* em Moçambique

que esses retornos são insuficientes para atrair investidores privados de capital de risco. Mesmo em situações em que existam boas oportunidades de investimentos, esse financiamento pelos fundos públicos é também justificado pelo fraco desenvolvimento do sistema financeiro e pela escassez de capital para financiamentos de longo prazo que impossibilitam a canalização de fundos para esses potenciais investimentos, sobretudo para a actividade agrícola (UNIDO 2001).

Para além do apoio financeiro, o Mozambique Development Venture Capital Fund aposta na criação de valor nas empresas agrícolas, disponibilizando suporte técnico, tanto aos empreendedores, como aos doadores do fundo, duma forma mais eficaz. Na sua actividade, este fundo deverá apenas participar em projectos com rendibilidade de longo prazo e que visem alcançar, para além da rentabilização financeira dos investimentos, o objectivo social de reduzir a pobreza da população rural.

Com a participação em empreendimentos agrícolas, o fundo espera reduzir o risco desses empreendimentos perante a banca comercial ao proporcionar investimentos em maquinarias e infra-estruturas que poderão servir de garantias reais para o financiamento do capital circulante junto das instituições bancárias (Iacovone, Invernizzi e Stokes 2003).

A ideia da criação deste fundo surge como consequência da escassez de instituições especializadas na concessão de financiamento de longo prazo à agricultura e também pelo facto de a legislação actual do capital de risco não permitir que estas empresas participem em investimentos agrícolas. Para além da parte do financiamento, o fundo funcionará como uma incubadora dos empreendimentos no sentido de, no momento de saída, o empreendedor que tenha trabalhado em parceria com o fundo tenha desenvolvido capacidades de gestão, de acesso aos mercados e ao financiamento, de se relacionar com os clientes, com os fornecedores de serviços e de matérias primas, e que tenha também acesso às fontes tradicionais de financiamento.

Contudo, o exagero no carácter social do DVF pode colocar em causa o sucesso do fundo e a sua auto-sustentabilidade, embora que, com o envolvimento do governo, através de pessoal especializado na área financeira e agrícola, a transferência de tecnologia e de *know how* para os empreendimentos visados possa ser efectiva. Este problema poderá ser ultrapassado com uma elaboração cuidada dos modelos financeiros que possam garantir rendibilidade mínima aos investimentos realizados, rendibilidade

³⁶ Esta designação não é oficial, mas tem sido usada nos documentos preliminares do projecto da constituição do fundo. Até agora ainda não foi publicado o nome pelo qual o fundo será conhecido.

essa que, no estágio mais avançado do fundo, poderá atrair os privados para o fundo, substituindo a participação directa do governo que é crucial nesta fase de arranque do fundo.

Ao não ser lucrativo, o fundo constituiria apenas mais um instrumento de apoio ou de subsídio à actividade agrícola no país sem nunca poder contar com a participação de investidores privados. Situação que continuaria a excluir a agricultura do sistema financeiro tradicional e do *private equity*.

5.5.4 Industrial Development Corporation of South Africa (IDC)

A Industrial Development Corporation of South Africa (IDC) é uma empresa pública de promoção de desenvolvimento criada pelo governo sul africano em 1940. O seu objectivo principal é de promover o empreendedorismo e a construção de indústrias competitivas. A IDC tem como linha de orientação a:

- provisão de capital de risco para o mais vasto número possíveis de projectos industriais;
- identificação e o acompanhamento de oportunidades de negócio; e
- criação de condições para o envolvimento e parcerias locais em projectos que beneficiem a África do Sul e o resto da África.

Nos investimentos em *private equity*, geralmente, a IDC toma uma participação minoritária entre 20% a 30% em projecto de grande dimensão. Em Moçambique, a IDC tem investimentos em vários sectores, onde se destaca a participação na Mozal—fábrica de fundição de alumínio—e no gás natural—construção dum oleoduto que liga a zona de produção em Moçambique e a África do Sul, e participação num projecto de distribuição de gás natural à província de Maputo (Tabela 11).

Tabela 11: Exemplo de empreendimentos participados pela IDC em Moçambique

	Sector de actividade	Localização	Valor total do empreendimento (10 ⁶ \$US)
Mozal I – Mozambique Aluminium	Indústria	Maputo	1.340
Areias pesadas (exploração)	Mineração	Gaza e Nampula	600
Minas de carvão (exploração)	Mineração	Tete	600
Linha férrea de Sena (reabilitação e concessão)	infra-estruturas	Sofala	350
Porto da Beira (reabilitação e concessão)	infra-estruturas	Sofala	200
Pipe-line de gás natural (construção) ^a	infra-estruturas	Inhambane, Gaza e Maputo	1.000
Açucareira de Marromeu (exploração)	agro-indústria	Sofala	100
Plantio de algodão (exploração)	Agricultura	Cabo Delgado	10
Distribuição de gás natural (exploração)	Serviços	Maputo	12
Total			4.172

Fonte: IDC (2002).

^a O *Pipe-line* liga a fonte de produção de gás natural em Moçambique (Inhambane) a um complexo industrial petroquímico da SASOL na África do Sul (Secunda).

A Mozal—uma empresa de fundição de alumínio—é o maior investimento do sector privado em Moçambique estimado em 1,3 mil milhões de dólares americanos na primeira fase do projecto, dos quais 25% eram participação do IDC—sendo este o seu maior investimento no país. Para além da sua participação no capital próprio da Mozal, o IDC foi co-financiador do estudo de viabilidade, interveio na sindicância do financiamento às exportações e na prestação de garantias, tendo sido o seu envolvimento no empreendimento devido a existência de:

- baixos custos de electricidade local;
- concessão de incentivos fiscais e de infra-estruturas especiais (regime de zonas francas industriais);
- *duty free* nas exportações para a União Europeia; e
- um crescimento do mercado do alumínio

A concretização da Mozal trouxe um impacto positivo na economia moçambicana, sobretudo no que respeita à criação de emprego (9 000 durante a fase de construção, 900 na fase de produção e 2600 empregos indirectos), e ao aumento das exportações. A Mozal também contribuiu no desenvolvimento do país ao *i)* criar potencial do país de criação de empresas de processamento do alumínio; *ii)* desenvolver e promover a utilização de infra-estruturas (*e.g.*, vias de acesso, energia eléctrica e portos); e *iii)* promover o mercado regional, a transferência de tecnologia e o aumento dos índices de confiança dos investidores no país.

Foi devido ao sucesso da experiência da Mozal e do aumento da confiança do ambiente de investimentos em Moçambique que o IDC aumentou a sua carteira de investimentos para mais de 3 mil milhões de dólares americanos em diversas áreas produtivas.

O caso da Mozal representa um modelo exemplar de como um investimento com elevado envolvimento dos investidores (inclusive uma empresa de capital de risco—a IDC) pode criar valor ao empreendimento e proporcionar o surgimento e o desenvolvimento de outros empreendimentos interligados à jusante (*forward linkages*) e à montante (*backward linkage*) no seu funcionamento. Esta interligação dá maior valor ao empreendimento pelo seu efeito multiplicador sobre a economia moçambicana, em geral, e sobre o empresariado, em particular. Contudo, chama-se à atenção ao facto de o elevado valor do investimento da Mozal ter proporcionado ao projecto condições muito especiais e vantajosas na capacidade de negociação, condições essas que um projecto de reduzido valor dificilmente poderia conseguir tê-las.

A IDC é mencionado neste estudo como sendo um caso de sucesso de investimentos de *private equity* em Moçambique devido à sua participação em grandes empreendimentos. Contudo, o seu sucesso não deve ser visto como um caso comum, pois distorce a realidade moçambicana pelo facto de projectos desta natureza não serem comuns no país e, ainda, pelo facto de a elevada dimensão dos projectos em que a IDC participa permitir a concessão de um conjunto de benefícios que a outros fundos de capital de risco em investimentos reduzidos não lhes seriam concedidos.

5.5.5 F. Turismo e IPE Capital

A F.Turismo (criada em 1991) e o IPE Capital são duas instituições portuguesas de capital de risco. Estas instituições operam no âmbito nacional português, financiando projectos de criação, modernização e expansão de empresas, e com ênfase na internacionalização de empresas. É neste âmbito que o Grupo Pestana, uma empresa com investimentos hoteleiros em Moçambique se beneficiou de um financiamento daquelas duas empresas para a expansão da sua actividade neste país.

Dada a falta de informação detalhada, este caso é mencionado neste estudo apenas para exemplificar casos de empresas com interesses em Moçambique e que recorrem ao financiamento de *private equity* nos países onde estão sediadas as suas empresas-mãe. Para além deste caso é provável que existam muito mais empresas nas mesmas circunstância, mas cuja informação não está disponível.

5.5.6 TT of Canada³⁷

A “TT of Canada” é o único fundo de capital de risco que investiu num empreendimento agrícola no país. Trata-se de um investimento na CITRUM – Citrinos de Umbeluzi, uma empresa que se dedica essencialmente à produção de toranjas e laranjas para exportação, estando actualmente a produzir também banana e morango. A empresa começou a exportar toranjas para a Europa (260 toneladas) 10 meses depois do início da produção.

O investimento da “TT of Canada” na CITRUM foi para o financiamento da reabilitação das infra-estruturas, nomeadamente, sistemas de irrigação, sistemas de distribuição de água e salas de empacotamento.

A falta de detalhes sobre este fundo e sobre o tipo de investimento realizado na CITRUM limita a análise desta experiência na actividade agrícola, embora pela actividade da empresa financiada parece haver indícios de ser um investimento bem sucedido.

De um modo geral, as operações realizadas pelos fundos de capital de risco em Moçambique são investimentos ainda em curso por não terem ainda atingido a

³⁷ A designação “TT of Canada” foi adoptada apenas para o estudo, dada a impossibilidade de se obter mais detalhes sobre o fundo que aparece referenciado no material disponível apenas como se tratando de “TT uma empresas canadiana de capital de risco”. A empresa moçambicana participada por este fundo não colaborou para dar qualquer que fosse o detalhe, sob pretexto de se tratar de informação confidencial.

maturidade. A falta de informação disponível sobre as condições em que tais investimentos foram realizados e sobre a evolução financeira dos empreendimentos impossibilita a análise do real impacto da actividade do *private equity* nas próprias empresas e nos empreendimentos onde elas investem. Mas, o facto de tanto os empreendimentos beneficiários de parcerias de *private equity* como as empresa de capital de risco estarem em funcionamento, pode ser que os investimentos estejam a caminhar para resultados satisfatórios, contudo, nestes primeiros anos de actividade do *private equity* em Moçambique, ainda será cedo para se avaliar o verdadeiro impacto na actividade das empresas.

De um modo geral, o número de investimentos realizados pelas empresas de *private equity* ainda continua baixo, devido a sua aversão ao risco, devido a fraca divulgação deste instrumento financeiro e, sobretudo, devido à forma como as empresas moçambicanas hierarquizam as suas fontes de financiamento, conforme é discutido no ponto seguinte.

5.6 O Pecking Order e o Private Equity nas Empresas Moçambicanas

Existe uma grande parte de empresa moçambicanas, sobretudo de pequena e média dimensão, com fraca profissionalização da gestão onde ela tende a ser mais reactiva que pró-activa. Esta situação é resultante do tipo de propriedade das empresas que é concentrada numa pessoa ou num conjunto de sócios muito envolvidos na gestão dessas empresas e com reduzido espírito empreendedor, sendo frequente a pouca separação entre o património do empreendedor e o do empreendimento. Este fraco espírito empreendedor faz com que essas empresas sejam muito reservadas na abertura do seu capital a terceiros e mesmo a financiamentos externos, salvo em casos de aflição.

Nota-se uma tendência global nas empresa moçambicanas, tanto as novas como as já existentes, de seguirem a teoria da hierarquização das fontes de financiamento (*pecking order*) de Donaldson na estruturação do seu capital. Segundo esta teoria, as empresas seguem determinada ordem na procura de financiamento, sendo que:

- a primeira escolha é o recurso aos *cash flows* gerados internamente como principal fonte de financiamento de longo prazo;

- a segunda escolha, quando a empresa não dispões de suficientes *cash flows* gerados internamente, é o recurso a fundos e títulos transaccionáveis de curto prazo;
- a terceira escolha, é a utilização pela firma dos *cash flows* gerados externamente (endividamento a longo prazo); e
- a quarta escolha, como última alternativa, é o recurso à emissão de novas acções (abertura do seu capital a terceiros) (Donaldson 1961, Myers e Majluf 1984).

Em Moçambique, para além do custo elevado do financiamento externo para empresas, a tendência de adopção do *pecking order* é o resultado da:

- i) fraca profissionalização da gestão das empresas;
- ii) prática de elevadas taxas de juro no sistema financeiro; e
- iii) assimetria de informação existente entre os empreendimentos e os financiadores (investidores).

Fraca profissionalização da gestão

A predominância de empresas com fraca profissionalização da gestão em Moçambique faz com que aspectos de criação de valor e de estruturação óptima do capital sejam tidos como de pouca relevância, o que está relacionado com a deficiente formação profissional (competência e integridade) dos gestores, havendo casos em que esta deficiência se salienta durante as negociações dos gestores dos empreendimentos com as empresa de capital de risco quando a elas recorrem para o pedido de financiamento. Assim, aspectos como a abertura das empresas a investidores externos e a dispersão do capital tornam as empresas moçambicanas pouco interessadas no capital de risco, salvo em caso extremo em que elas já estão em situação difícil. Esta falta de interesse é explicada, por parte, pela resistência dos empreendedores em perder o controlo dos seus empreendimentos. Como consequência imediata deste comportamento, as empresas moçambicanas pouco aproveitam as oportunidades que se lhes podem ser abertas pelos investidores externos, nomeadamente, a exploração de novos mercados para os seus produtos, a possibilidade de absorção de novas tecnologias, novas técnicas de gestão, novas redes de contactos e a alavancagem da estrutura financeira das suas empresas.

Elevadas taxas de juro

As taxas de juro das operações activas praticadas no sistema financeiro moçambicano são elevadas³⁸ devido a elevadas taxas de inflação, ao elevado risco de negócio e também ao fraco desenvolvimento do sistema financeiro moçambicano que se concentra apenas em grandes cidades (macrocefalia económica). Estas taxas de juro contribuem para a hierarquização do financiamento adoptada pelas empresas, pois o custo de financiamento pelo recurso à banca torna-se muito elevado e pouco sustentável para a maior parte das pequenas e médias empresas, e não só, que frequentemente enfrentam problemas de tesouraria que se traduzem na fraca capacidade de gerar *cash flows* internamente. Não obstante esta situação, na impossibilidade de se autofinanciarem, estas empresas ainda privilegiam a banca, em detrimento do financiamento pela abertura do seu capital a terceiros (*e.g.*, recorrendo ao capital de risco). Esta tendência prende-se com o facto de os empreendedores estarem pouco dispostos a ver o seu capital diluído e perderem o controlo dos empreendimentos, e com pouca disposição de perderem a sua autonomia na gestão—associada à pressões de terceiros que possam ter que enfrentar ao partilhar os seus empreendimentos com parceiros externos.

Assimetria de informação

A existência de assimetria de informação entre as empresas e os investidores contribui para que o recurso à capitais externos no financiamento das empresas seja remetido para o segundo plano. Esta assimetria manifesta-se pelo deficiente reporte financeiro de grande parte das empresas moçambicanas, reporte esse que não reflecte a verdadeira situação patrimonial dos empreendimentos, sendo frequente encontrar-se empresa com mais de uma contabilidade consoante a finalidade dos documentos (fisco, banca ou investidores). Nesta situação, os empreendedores possuem um conjunto de informação relevante para a vida da empresa (*e.g.*, dívidas da empresa, contenciosos não resolvidos), mas que essa informação não é disponibilizada aos investidores e bancos³⁹, fazendo com que esses empreendedores, mesmo já estando dispostos a recorrer a

³⁸ Segundo o Banco de Moçambique (2004), embora estejam a registar uma tendência decrescente, as taxas de juro médias das operações activas até Março do corrente ano mantêm-se elevadas, tendo sido de 25,3%, para uma maturidade de um ano, e de 20,1%, para maturidade acima de dois anos, nas operações em moeda nacional, enquanto que, para operações em moeda estrangeira (\$US), registaram-se taxas médias de 7,35% para maturidade acima de dois anos.

capitais externos, tenham dificuldades em obter tais recursos, pois, tanto os bancos como os investidores em *private equity* receiam a não recuperação do seu capital e, sobretudo, a ocorrência de conflitos de agência⁴⁰ na empresa devido a má reputação de parte dos empresários nacionais e a falta de seriedade em honrar os compromissos assumidos.

Assim, o risco subjacente nestas situações poderá ser atenuado com um investimento de capital de risco, mas com um grau de intervenção elevado do investidor no empreendimento através de:

- estruturação cuidadosa dos contratos de parceria nos empreendimento, sobretudo no que respeita à alocação dos *cash flows* gerados e aos direitos de controlo. Estes aspectos permitem ao agente e ao principal que tenham bem definidos os seus deveres e as suas obrigações na parceria.
- elevado empenho dos investidores na recolha da informação relevante que os possa permitir decidir sobre a realização ou não do investimento no empreendimento, pois a informação servirá para excluir a prior os projectos não lucrativos e os maus empreendedores;
- um contínuo acompanhamento profundo dos investimentos em curso pelo principal, o que permitirá verificar se o empreendimento está ou não a progredir da forma planeada e, caso não o esteja, se possa tomar as devidas medidas correctivas (Kaplan e Strömberg 2001).

Na prática, os meios de intervenção acima descritos estão relacionados, pois é a partir da informação recolhida antes da decisão do investimento que se identificam as principais áreas do empreendimento onde o investidor poderá adicionar valor e, a partir dessas áreas, elaboram-se os contratos que regularão a parceria. Uma vez concretizado o contrato de parceria, torna-se necessária a monitorização do empreendimento que possa minimizar os potenciais factores de risco que, eventualmente, terão sido identificados na

³⁹ Uma das maiores consequências da assimetria de informação é o risco de haver problemas de selecção adversa na escolha de investimentos, pois em função da informação disponível o investidor acaba optando por maus investimentos em detrimento dos bons. Para mais debate do tópico, veja Smith e Smith (2000).

⁴⁰ Segundo esta teoria de agência, no relacionamento entre o principal e o agente, onde o primeiro contrata o segundo para prestar determinado serviço, há sempre o risco de o agente (neste caso o empreendedor), ao tentar maximizar a sua utilidade, não ir ao encontro dos interesses do principal (neste caso o investidor), criando-se um conflito entre agente e principal. É a este conflito que se designa custo de agência.

fase inicial da recolha de informação. É assegurando a intervenção profunda no empreendimento que o investidor (principal) poderá assegurar a redução sistemática dos problemas de assimetria de informação e a redução do agenciamento, embora o custo de agência aumente quanto maior for o envolvimento do investidor no empreendimento para garantir a melhor utilização do seu capital.

Com a intervenção do capital de risco, os problemas de assimetria de informação entre o empreendedor e os investidores externos vão sendo reduzidos com a participação mais activa dos gestores das empresas de capital de risco, e também com o melhoramento do reporte financeiro que passa a ser mais exaustivo e mais credível, o que permite aos empreendimentos certa facilidade de obtenção de recursos financeiros externos adicionais (e.g., financiamento bancário).

As elevadas taxas de juro das operações activas praticadas em Moçambique, tornam, em última instância, o custo de financiamento pelo sistema financeiro tradicional preterido por algumas empresas em detrimento do *private equity*. Na verdade, esta atitude, frequente em empresas em dificuldades financeiras, não se deve ao baixo custo do *private equity* para o empreendimento, pois o nível das taxas de juro e de risco associado ao próprio empreendimento, torna o *private equity* um recurso de financiamento mais caro na medida em que os investidores (capitalistas de risco) exigirão do empreendimento retornos mais altos. Assim, o recurso ao capital de risco não deve ser entendido, neste caso moçambicano, como a forma mais barata de financiamento externo, mas sim como a forma que exige ao empreendimento um esforço financeiro inicial menor, ao não exercer pressão sobre os fluxos de caixa para sustentar o serviço da dívida.

O recurso ao *private equity*, para além de proporcionar uma reduzida pressão sobre os fluxos de caixa para fazer face ao serviço da dívida da empresa, tem sido preferido pelas empresas por elas acreditarem no apoio suplementar de que poderão beneficiar-se pela abertura de capital a investidores externos, sobretudo no que respeita ao capital inteligente, à transferência de tecnologia e ao apoio nas áreas crucias de gestão que possa permitir o crescimento das empresas e a respectiva criação de valor. Contudo, nem todas as empresas recorrem a esta fonte de financiamento com esta perspectiva, mas sim com uma perspectiva de curto prazo que consiste na recuperação da empresa da situação difícil em que eventualmente se possa encontrar.

O ordenamento das fontes de financiamento pelas empresas moçambicanas é feito de uma forma natural e sempre como alternativa às dificuldades encontradas no recurso às fontes de financiamento por elas preferidas. Assim, o *private equity* é usado quando todas as restantes alternativas estão esgotadas, esgotando-se apenas quando a empresa não possui capacidade para delas se beneficiar, o que torna o *private equity* um instrumento financeiro residual para as empresas. Esta é uma tendência causada essencialmente, por um lado, pela falta de percepção das potencialidades que o capital de risco poderá trazer às empresas, bem como pela falta de vontade de se receber este tipo de investidores. Por outro lado, é uma tendência causada também pelas próprias empresas (fundos) de capital de risco que são aversas ao risco e pouco dispostas a arriscar em negócios que apenas proporcionem *cash flows* a longo prazo, preferindo sempre investimentos que proporcionem *cash flows* imediatos, casos raros numa economia como a moçambicana ainda em consolidação e que exige grandes investimentos.

Enquanto a situação actual do *pecking order* nas empresas moçambicanas não se inverter, poderá ser vista como um entrave ao desenvolvimento do capital de risco no país. Contudo, as empresas de capital de risco podem transformar esta ameaça em oportunidade para a sua afirmação nesta economia, criando facilidades de parceria com empreendimentos com elevado potencial de crescimento a longo prazo e tornando-se mais agressivas na exploração de novas oportunidades de investimento, indo ao encontro dos empreendedores e não esperar que os empreendedores as procurem.

5.7 Perspectivas e Oportunidades para o *Private Equity*

Embora a indústria de capital de risco em Moçambique esteja numa fase incipiente, os seus promotores mostram-se confiantes no seu desenvolvimento e reconhecem a existência de espaço para o surgimento de mais fundos de capital de risco, dada a fraca capacidade que os actuais fundos terão para responder às crescentes oportunidades de investimento que surgem com o crescimento económico que o país regista. São exemplos de fontes dessas oportunidades, a alienação das participações do Estado, os protocolos comerciais com outros países, a criação de megaprojectos nacionais, a criação e desenvolvimento de infra-estruturas e, em geral, as potencialidades do país.

Alienação das participações do Estado. Com a independência, o Estado nacionalizou quase a totalidade das empresas em Moçambique, mas actualmente maior parte dessas empresas está a ser privatizada e o Estado continuava a deter uma participação de cerca de 20% em cada uma delas. É essa participação que está a ser colocada aos investidores. Para além desses 20%, algumas empresas continuam a ser detidas na totalidade pelo Estado. É o caso, por exemplo, das empresas de telecomunicações fixas e da empresa de distribuição de energia eléctrica. Essas empresas estão em preparação para serem transformadas em empresas totalmente privadas e constituem uma oportunidade para investimentos de *private equity* e de investidores particulares

Protocolos comerciais com outros países ou blocos económicos. Moçambique tem protocolos preferenciais de comércio com alguns países e que esses protocolos estão a ser pouco aproveitados devido a falta de capacidade interna. São exemplos desses protocolos o *African Growth Opportunity Act* (AGOA) e o *Everything But Arms* (EBA). O AGOA é um protocolo que permite o país exportar sem limitações para os EUA, entre outros, produtos têxteis, mas que sejam produzidos internamente na sua totalidade ou que parte dos insumos utilizados provenha de países contemplados por esse acordo. Por seu turno o EBA é um acordo com a União Europeia que permite a exportação de todos os bens, com a excepção de armamento, para os países da União Europeia. A falta de capacidade de fazer uso das oportunidades criadas por esses acordos cria um espaço também para as empresas de capital de risco, onde poderão investir em empreendimentos com um mercado garantido, desde que se assegurasse o controlo da qualidade e a competitividade dos seus produtos.

Criação de megaprojectos nacionais. A maior proporção do volume de investimentos realizados (outros em implementação) no país nos últimos anos foi em grandes projectos. Para além de estarem abertos também ao capital de risco, estes projectos criam oportunidade de surgimento de uma série de serviços complementares que possam garantir o seu funcionamento e um mercado para os seus produtos (*forward linkages* e *backward linkages*), surgindo assim, mais fontes de oportunidades para o investimentos em capital de risco. Em alguns casos, existe a possibilidade de se criar empreendimentos em parques industriais com um tratamento privilegiado. É exemplo desses parques, o Parque Industrial de Beloluane, uma zona franca industrial onde também funciona a Mozal. Neste parque há uma série de benefícios fiscais e de infra-estruturas de reduzido custo (e.g., electricidade) ou de utilização gratuita (e.g., vias de

acesso e terra, pela qual se paga um valor irrisório pela licença de uso e aproveitamento).

Desenvolvimento de infra-estruturas. A actual expansão económica é condicionada pela existência de infra-estruturas de apoio debilitadas, ou mesmo a sua inexistência. São exemplo dessas infra-estruturas os portos, caminhos de ferro, telecomunicações, energia e auto-estradas. Embora muitos investimentos já estejam a ser canalizados para estes sectores, muito há ainda por fazer para se poder responder às crescentes necessidades criadas pelo desenvolvimento do país e para se poder garantir a cobertura de todo o território. Esta lacuna cria mais espaço de acção para as sociedades de capital de risco que queiram investir nas infra-estruturas. Actualmente, o governo está a implementar uma política de concessão de várias infra-estruturas ao sector privado, onde se destaca a reabilitação e gestão das linhas férreas e dos principais portos do país, bem como a construção e concessão de auto-estradas com portagens.

Potencialidades do país. Moçambique é tido como um país de elevadas potencialidades produtiva e de um grande potencial de mercado doméstico, dada a sua vasta extensão territorial, a disponibilidade de recursos naturais, a estabilidade política e a favorável localização geográfica. Estas potencialidades proporcionam aos investidores um leque de oportunidades de investimento e de colocação dos seus produtos, não só no mercado local—que é, até então, abastecido maioritariamente por produtos externos, sobretudo bens de primeira necessidade, por falta de capacidade interna—mas também no mercado externo.

Para além das oportunidades referidas, a existência no país de um elevado número de empresas em dificuldades financeiras e com um potencial de retorno elevado, bem como a crescente procura de fontes de financiamento pelas empresas também constituem mais oportunidades para o capital de risco. Outras empresas com bom desempenho proporcionam espaço para o desenvolvimento, pelas *private equity*, de determinadas capacidades internas (*ecossistemas* e *clusters*) de fornecimento de serviços e produtos (*e.g.*, produção de embalagens e montagens de linhas de produção complementar) que pudessem evitar o recurso ao estrangeiro para a aquisição de determinados serviços ou produtos possíveis de produzir internamente.

Não obstante a existência de várias oportunidades de investimento para a indústria de capital de risco em Moçambique, a prevalência de alguns obstáculos ao desenvolvimento desta indústria faz com que a sua actividade no país não tenha ainda expressão significativa ao nível dos investimentos globais realizados. O ponto seguinte

discute os principais obstáculos identificados como entraves ao desenvolvimento do *private equity* em Moçambique.

5.8 Obstáculos ao Desenvolvimento do *Private Equity*

Alguns investidores esforçam-se para criar uma forte base produtiva na economia moçambicana, favorecidos pela vantajosa localização geográfica, pela existência de recursos naturais e, sobretudo, pelo ambiente político e económico relativamente estável que prevalece no país. Contudo, vários obstáculos continuam a dificultar, em geral, a atracção de investimentos para o país, a destacar *i)* procedimentos administrativos morosos, complexos e dispendiosos; *ii)* legislação laboral restritiva; *iii)* formação e treinamento profissionais ineficientes; *iv)* mercado oficial de terra inexistente; *v)* custos de transacção e operacionais elevados; *vi)* empresas pouco motivadas; e *vii)* infra-estruturas deficientes.

Para além dos obstáculos gerais referidos, o desenvolvimento do capital de risco em Moçambique é condicionado por aspectos específicos, tanto do lado da oferta como do lado da procura.

a) Lado da procura

O lado da procura da indústria de capital de risco caracteriza-se essencialmente pela existência de poucos empreendimentos que ofereçam aos investidores condições de investimento e crescimento por eles desejados. Por exemplo, é difícil encontrar um empreendimento que proporcione simultaneamente ao investidor boas perspectivas de crescimento, que tenham boa equipa de gestão e relato financeiro fiável, com bons clientes, com contas de fornecedores regularizadas, com planos de negócios perfeitos, e onde haja boas estratégias de saída. Assim, estes e outros aspectos—de seguida desenvolvidos—obstruem o desenvolvimento do *private equity* no país.

Projectos de pedido de financiamento mal concebidos. A fraca experiência dos empreendedores na elaboração de planos de negócios a apresentar aos financiadores e às empresas de capital de risco, em particular, faz com que grande parte dos pedidos submetidos sejam rejeitados devido à fraca sustentação da ideia (projecto) do empreendimento traduzida no plano de negócio. Esta é uma situação identificada, por exemplo, na GCI, onde parte considerável dos planos de negócio são dados como sendo

de qualidade deficitária.⁴¹ Um operador de capital de risco com interesses em Moçambique afirmou haver casos em que, quando se note algum interesse do negócio, os gestores do fundo têm que (re)elaborar o plano de negócio conjuntamente com o empreendedor, havendo o risco de perda de tempo com aspectos que não dizem respeito ao fundo e o risco de ocorrência de conflito de interesses entre o fundo e o empreendedor ainda na elaboração do projecto.

Fraca proficiência da gestão. A maior parte das pequenas e médias empresas tem a gestão feita pelos respectivos proprietários e funcionando na base de modelos reactivos. Uma das características encontrada nestas empresas é a indisposição dos seus proprietários para partilhar as suas acções com outros investidores. Caso se chegue a um acordo com a empresa de capital de risco, esta tem elevados custos e dificuldades na contratação de quadros adequados para a gestão da empresa, bem como na criação de incentivos para a sua remuneração.

Reporte financeiro deficiente. A falta de obrigatoriedade de se ter contas certificadas em maior parte das empresas moçambicanas faz com que a informação contabilística disponível nessas empresas não seja fiável aos investidores, por não representar a real situação económica e financeira da empresa. Assim, este facto constitui um grande obstáculo para as empresas de capital de risco que tenham que avaliar a elegibilidade de certa empresa para o contrato de parceria.

Empresários moçambicanos mais reactivos que pró-activos. A maior parte dos empresários é aversa ao risco e opera “acomodada”, havendo tendência de se tomar decisões reactivas em detrimento das pró-activas. Consequentemente, na estruturação do seu capital, os empreendedores preferem recursos próprios para financiar os seus empreendimentos, recorrendo aos empréstimos e à abertura do seu capital a terceiros como alternativas em situação de aflição (*pecking order* de Donaldson). Esta é uma situação que resulta também da falta de uma cultura empreendedora por parte dos empresários.

Pouco conhecimento do capital de risco por parte dos empreendedores. A falta de difusão do capital de risco, sobretudo por ser um produto novo na economia moçambicana, leva a que, embora o crédito bancários seja a fonte de financiamento mais cara no país, o capital de risco ainda não seja devidamente explorado pelos agentes económico. Os agentes económicos vêem o *private equity* como mais uma fonte de

⁴¹ apresentação de Jorge Preto no 4º Congresso de Capital de Risco (Lisboa, 25-26/05/04)

empréstimo (passivo) para a qual podem recorrer em situação de aflição e que, uma vez obtido o pretendido financiamento, um dia poderão liquidá-lo, mantendo sempre a sua participação nos capitais próprios.

b) Lado da oferta

O lado da oferta do *private equity* moçambicano é caracterizado pela existência de poucos operadores e de poucos investimentos realizados, sendo que a maior parte dos investidores dos fundos são instituições e agências internacionais de apoio ao desenvolvimento. São principais causas desta situação e do pouco crescimento da actividade desta indústria a: *i)* existência de equívocos e contradições entre investidores dos fundos; *ii)* instabilidade monetária na economia moçambicana; *iii)* ausência de instrumentos públicos que incentivem o capital de risco; *iv)* aversão ao risco por parte das empresas de *private equity*; *v)* a fraca agilidade na tomada de decisão de investimento; *vi)* a ineficácia do acompanhamento aos empreendimentos; e *vi)* a escassez de mecanismos de saída.

Equívocos e contradições entre investidores⁴². O facto de a maior parte dos investidores dos fundos de capital de risco existentes em Moçambique serem agências de apoio ao desenvolvimento cria alguns equívocos e contradições entre os investidores e os gestores de capital de risco, tendo como causa a divergência da filosofia de intervenção no mercado. As agências de apoio ao desenvolvimento estão interessadas em projectos “sociais” que promovam o bem estar e o desenvolvimento do país, enquanto que os gestores desses fundos procuram investimentos rentáveis, dentro dos padrões financeiros que julgem aceitáveis.

Pouca estabilidade monetária⁴³. A pouca estabilidade monetária faz com que a taxa de inflação seja elevada e as taxas de juro também tendam a ser altas, situação que cria condições para, entre outros aspectos negativos, a deterioração do valor das participações financeiras dos investidores. O risco da deterioração das participações limita a intervenção dos investidores em *private equity*, embora haja a tendência de os investimentos serem realizados em moeda externa estável sem trazer grandes benefícios para os empreendimentos que não transaccionem os seus produtos com o exterior.

⁴² baseado na experiência da GCI apresentada por Jorge Preto, administrador da GCI (26/05/04)

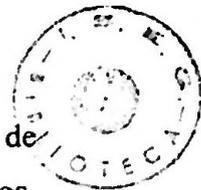
⁴³ baseado na entrevista com José Gonzaga Rosa, Partner da Ernst & Young (19 de Maio de 2004)

Inexistência de políticas públicas. Os investidores de fundos de capital de risco são confrontados com a falta de suportes de políticas públicas para tornar mais atractivo o capital de risco no mercado. O país não dispõe de sistema de incentivos fiscais, de garantias e comparticipação no risco específicos para as empresas de capital de risco. Esta situação torna o ambiente legal pouco atraente aos investidores de *private equity*. Uma das grandes consequências desta fragilidade do sistema legal moçambicano, é a rejeição de vários projectos por serem considerados de risco elevado, embora as perspectivas de crescimento possam ser boas.

Aversão ao risco por parte das empresas de private equity⁴⁴. Em Moçambique as empresas de capital de risco aparentam-se pouco dispostas a investir em negócios com lucratividade de longo prazo, daí se queixarem da dificuldade de encontrar bons investimentos. Elas pouco se envolvem em projectos que proporcionam *cash-flows* a longo prazo, procurando investir apenas em projectos que estejam numa fase estável (*cash-cows*). Assim, os empreendedores não acham estes investidores como estando dispostos a criar capacidades (e.g., investimentos em activos, na gestão, no desenvolvimento de marcas e produtos, na tecnologia de informação e na contabilidade) nos empreendimentos onde investem de modo a proporcionar um ambiente *win-to-win* tanto para o investidor como para o empreendedor. À este aspecto pode-se adicionar a falta de agressividade das empresas de capital de risco face às oportunidades de negócio existente, mesmo para aquelas que se apresentam como sendo de reduzido risco.

Fraca agilidade na tomada de decisão. Os procedimentos de análise e tomada de decisão sobre um dado empreendimento desde a entrada do projecto na sociedades de capital de risco até à comunicação da decisão ao empreendedor são morosos e pouco flexíveis, o que é originado pela existência de poucos técnicos qualificados e experientes na análise de projectos e à insuficiência de informação que possa sustentar a tomada de decisão com reduzido risco. Esta falta de flexibilidade na tomada de decisão leva a que muitos empreendedores acabem desistindo dos pedidos porque perderam as oportunidades de negócio ou porque conseguiram uma fonte alternativa de financiamento. Das rejeições dos empreendimentos, são causas comuns a falta de fiabilidade da informação prestada, o fraco conhecimento do mercado no qual o empreendedor se propõe operar e a falta de capacidades tecnológica e de gestão do lado dos empreendedores.

⁴⁴ baseado na entrevista com Omar Mitha, consultor do PoDE (30 de Junho 2004)



Ineficácia do acompanhamento aos empreendimentos. Em muito casos de participação das sociedades de capital de risco em empreendimentos moçambicanos, nota-se pouco acompanhamento por parte das sociedades de capital de risco na actividade do empreendimento. Esta situação é quanto mais frequente, quanto menos especializados forem os fundos de capital de risco, que é a situação vigente no país. Esta ineficácia no acompanhamento tem como consequência directa o fraco desempenho dos empreendimentos e o não alcance dos objectivos esperados, em termos de serviços complementares a disponibilizar ao empreendimento (*e.g.*, facilidades de acesso a consultorias e a diversas redes de gestores e financiadores, e criação de capacidade interna de gestão). Esta situação é consequência da pouca disponibilidade de técnicos qualificados e competentes que possam garantir a implementação dos planos de negócio.

Escassez de mecanismos de saída. A quase inexistência do mercado de capitais moçambicano torna os mecanismos de saída exíguos. Assim, poucas são as alternativas de saída para além das mais utilizadas—a criação de *escrow accounts*, a retenção de parte dos dividendos distribuídos pelas empresas e a revenda das participações aos empreendedores. Esta situação restringe a realização de ganhos de capital por parte das sociedades de capital de risco.

Deficientes infra-estruturas de suporte. O fraco desenvolvimento de infra-estruturas de suporte oferece pouca segurança aos investidores e torna os custos de transacção elevados. Por exemplo, o deficiente sistema de justiça dificulta a resolução de contenciosos que possam existir entre o empreendedor e o investidor (*e.g.*, incumprimento de contratos). São referenciados também como dificultando os investimentos, a inexistência de certos instrumentos legais que possam materializar os contratos de parceria.

Não obstante estes obstáculos, o contributo dado pelos fundos de *private equity* na criação e na expansão de empresas, através dos investimentos realizados parece mostrar que o capital de risco pode ser bem sucedido em Moçambique e que as empresas que recebem estes investimentos podem beneficiar-se de várias vantagens na sua gestão operacional e estratégica, para além de aumentar o seu prestígio junto de outros agentes económicos.

As potencialidades de investimentos e de crescimento que Moçambique possui elevam as oportunidades de desenvolvimento da indústria de *private equity* no país.

Contudo, a actuação desta indústria no mercado moçambicano deve ser feita duma forma sistematizada de acordo com o ambiente de negócio prevalecente influenciado pela política de desenvolvimento orientada pelo governo. Assim, o ponto seguinte, discute os principais aspectos que as sociedades de *private equity* devem ter em conta no seu funcionamento na realidade moçambicana.

5.9 Um Modelo para o *Private Equity* em Moçambique

A existência de muitas empresas em reestruturação (*e.g.*, redimensionamento e mudança de propriedade, inclusive a alienação das participações do Estado), a existência de empresas pouca competitivas, como resultado da má gestão dessas empresas, e a existência de “megaprojectos” (*e.g.*, Mozal, gás natural, areias pesadas, desenvolvimento do vale de Zambeze, portos e caminhos de ferro) tornam Moçambique um país onde a indústria de *private equity* pode identificar vários empreendimentos com alto potencial de crescimento para neles investir. Contudo, as especificidade do empresariado moçambicano e o estágio de desenvolvimento das infra-estruturas de apoio exigem que as operações de *private equity* no país sejam desenvolvidas segundo um modelo específicos que indique a estratégia geral a ser seguida e os aspectos básicos a considerar na exploração desta indústria.

A definição de um modelo de *private equity* para Moçambique passa necessariamente pela tomada de um posicionamento acerca de qual deve ser o papel do capital de risco na economia nacional: será o capital de risco um instrumento substituto ou complementar do sistema financeiro existente? Será o capital de risco um simples mecanismo de financiamento ou, mais do que isso, uma forma de parceria ao dispor do empresariado nacional? A resposta à estas questões pode ser encontrada em alguns casos de países em desenvolvimento onde se nota o papel preponderante do capital de risco no crescimento económico, no que respeita à criação de postos de trabalho, à aceleração da inovação, à diversificação das fontes de financiamento e ao aumento da competitividade das empresas. A partir dessas experiências e de casos de outros países que desenvolveram as suas próprias indústrias de *private equity*, propõe-se que no desenvolvimento desta indústria em Moçambique, ela seja tomada como um instrumento financeiro complementar ao sistema financeiro tradicional e que se dê muita ênfase à transferência de capital inteligente para os empreendimentos.

Dada a polarização de maior parte dos empreendimentos em Moçambique, onde as empresas tendem a ser de menor dimensão (pequenas e médias empresas) ou de grande dimensão (e.g. megaprojectos) propõe-se que esses “megaprojectos” continuem a ser explorados—mas não exclusivamente—por fundos estrangeiros de *private equity* de maior dimensão, como, aliás, tem vindo a acontecer (e.g., fundos da IDC of South Africa). Esta proposta deve-se ao facto de a dimensão dos “megaprojectos” e a sua elevada importância para arrastar consigo o desenvolvimento de infra-estruturas e de outros pequenos negócios vitais para o desenvolvimento do país levarem o governo a fazer concessões legais especiais para esses projectos, aumentando assim o poder de negociação dos investidores envolvidos. Esse poder de negociação dificilmente poderá ser alcançado por pequenos fundos na defesa dos seus interesses, com o agravante da ausência de uma política de incentivos específicos para a indústria de *private equity* em Moçambique.

Os fundos constituídos localmente—normalmente de menor dimensão—devem continuar a preocupar-se em explorar projectos de pequena e média dimensão, procurando operar num modelo que tenha em consideração os seguintes parâmetros que possam servir de linhas de orientação, sobretudo nos primeiros estágios de desenvolvimento e de actividade dos fundos em Moçambique:

i) Fundos com presença local

Os fundos a operar no país em empreendimentos de pequena e média dimensão, precisam de estar localmente representados, na medida em que são constituídos maioritariamente por investidores estrangeiros, pois a poupança interna é bastante reduzida. A presença local permitirá um contacto mais próximo com a realidade do país e um acompanhamento por perto das actividades dos seus empreendimentos.

ii) Gestores muito bem qualificados

Os fundos devem ter gestores muito bem qualificados, com conhecimento profundo do mercado moçambicano, em especial, dos maiores problemas que afectam os empreendimentos, e com elevada capacidade e visão na identificação de novas oportunidades de negócios. Serão estes gestores que poderão liderar as negociações com

os empreendedores moçambicanos, pelo que devem ser fluentes na língua portuguesa⁴⁵. A visão no negócio a explorar percebida pelos gestores poderá contribuir para a especialização dos fundos, tornando-os mais eficientes no leque das oportunidades existentes no país.

Sempre que possível, os fundos de *private equity* devem recorrer a gestores nacionais muito bem qualificados, de reputação reconhecida e com perspectiva de criação de valor no empreendimento onde o fundo investe, pois estes gestores transmitem maior confiança aos empreendedores—o que pode permitir que os empreendedores estejam menos receosos na partilha do seu capital com terceiros.

iii) Desenvolvimento duma rede de contactos

No ambiente de negócio vivido no país, considerado como sendo de elevado risco e de elevados custos de transacção, convém que os fundos de capital de risco com interesses em Moçambique se unam por uma rede de contactos (formal ou informal) que possa permitir a troca de informação que minimize o risco dos seus investimentos. Nestas redes, seria possível trocar opiniões sobre as experiências dos investidores nos vários negócios, dos gestores recomendados para cada tipo de empreendimentos e dos diferentes prestadores de serviços (*e.g.*, auditores e consultores). Para além de reduzir o número de gestores efectivos a trabalhar no fundo, a rede de contactos permitirá a redução dos custos de transacção nos fundos e a troca de experiência entre os fundos, onde se poderão beneficiar também da experiência dos fundos estrangeiros e de maior dimensão—fundos esses que poderão fazer parte da mesma rede de contactos.

iv) Dinamismo na angariação de propostas e rapidez na sua análise

A postura das empresas de *private equity* deve ser mais agressiva e dinâmica na angariação de investimentos sem que esperem apenas pelo contacto do empreendedor. Por outro lado, o elevado dinamismo das oportunidades de negócio exige que os fundos de *private equity* sejam mais rápidos e mais flexíveis na análise das propostas de pedido de financiamento. Esta rapidez deve ser acompanhada de maior rigor na análise do projecto, aspectos que se associam aos elevados níveis de formação e capacitação técnica dos gestores e dos analistas.

⁴⁵ Keet van Zyl, gestor de um fundo de *private equity* na África do Sul, referencia a língua como um dos maiores obstáculos para os investimentos sul africanos em Moçambique (entrevista no dia 22/04/04).

A análise das propostas deve ter em conta que, no estágio de desenvolvimento em que o país se encontra, os investimentos de rentabilidade de curto prazo são escassos, predominando oportunidades de investimentos com rentabilidade elevada e elevado potencial de crescimento a longo prazo, pelo que há que reconsiderar também este último tipo de investimentos, contrariando a tendência actual de selecção de apenas investimentos em projectos de reduzido risco e de *cash flows* imediatos.

A aprovação das propostas deverá privilegiar também um forte acompanhamento directo (*hands-on*) dos empreendimentos onde se investe, pois será este acompanhamento que permitirá a criação de valor, através da transferência de *know how* do *private equity* para o empreendimento, e a criação de capacidades internas de gestão.

v) *Mecanismos de saída*

Dada a escassez de mecanismos de saída e de instrumentos jurídicos, as empresas de *private equity* devem ser mais criativas na construção de soluções que as possam permitir alcançar os ganhos de capital no momento da saída nos investimentos realizados. Essas soluções passam pela utilização de instrumentos como *quasi-equity*, venda das participações a uma empresa concorrente que possa tornar a empresa mais forte e competitiva a nível nacional, a criação de alianças estratégicas ou, ao invés da utilização desses instrumentos, a estruturação adequada do investimento adoptando, por exemplo, obrigações convertíveis e acções preferencias redimíveis.

Embora existam algumas condições básicas para a expansão e consolidação do *private equity* e a sua participação na criação de valor das empresas em Moçambique, o governo e as empresas de capital de risco devem cooperar e desenvolver um conjunto de acções e reformas para que o país possa tomar vantagem dessas potencialidades e do clima de negócio prevaiente. Para além das empresas de capital de risco e do governo, os empreendimentos Moçambicanos também têm um conjunto de acções a desenvolver que as possam permitir alterar a sua postura junto dos investidores de modo a beneficiarem-se não só do financiamento, mas também da experiência de gestão que poderá ser transmitida por esses investidores, sobretudo no que se refere à transferência de *know how*. O ponto que se segue discute algumas dessas acções e reformas a serem desenvolvidas para promover o capital de risco no país de modo que este instrumento

financeiro seja, de facto, uma alternativa e um complemento para os investimentos e que seja também uma fonte de transferência de capital inteligente em empresas do país.

5.10 Recomendações

Na actual situação de Moçambique caracterizada por um sistema financeiro debilitado para o financiamento de empresas e por fraca proficiência de gestão em grande parte das empresas, o *private equity* constitui o mecanismo mais adequado para a reconstrução de uma base empresarial coesa e apta para novos desafios no fornecimento de produtos e serviços ao mercado nacional e na exploração de novos mercados. Contudo, esta modalidade de financiamento ainda não se encontra ao alcance de todos os agentes económicos dada a sua recente introdução na economia nacional e a falta de condições adequadas para o seu desenvolvimento e utilização pelos agentes económicos. Estes aspectos obrigam a que seja desenvolvido um conjunto de acções a nível das próprias sociedades de capital de risco, a nível dos empreendimentos e a nível do governo para a criação de condições que possam proporcionar o desenvolvimento e a utilização deste instrumento financeiro no país.

5.10.1 A Nível das Sociedades de *Private Equity*

Divulgação do capital de risco e maior agressividade na angariação de investimentos. As sociedades de capital de risco devem aumentar os esforços de divulgação e promoção dos produtos que disponibilizam junto dos agentes económicos, sobretudo no que respeita às características dos fundos de capital de risco, às vantagens da sua utilização e aos requisitos para deles se beneficiar. Estes esforços podem ser através da imprensa ou através da realização de acordos de parceria com associações económicas nacionais (e.g., Associação Industrial de Moçambique e Associação das Confederações Económicas) e universidades para formações dos agentes económicos em áreas específicas como, por exemplo, na elaboração de planos de negócio e no recurso de capital de risco para o desenvolvimento de negócios. Dado os custos que estas acções podem trazer às empresas de capital de risco, é recomendado que elas sejam desenvolvidas de uma forma conjunta pelas empresas de capital de risco ou através de uma associação de capital de risco—associação essa que poderá ser criada no futuro quando houver mais empresas do sector a operar no país. Estas acções podem ser desenvolvidas integradas num plano de maior agressividade na angariação de investimentos junto dos potenciais empreendedores.

Conquista da confiança das agências promotoras de desenvolvimento. As sociedades de capital de risco devem intensificar o seu envolvimento na economia moçambicana de forma a ganharem confiança dos doadores e das agências internacionais de desenvolvimento no sentido destes passaram a canalizar os seus fundos destinados a projectos de desenvolvimento no país através das sociedades de capital de risco. A intervenção das sociedades de capital de risco nesses projectos garantiria melhores resultados dos fundos aplicados e melhor acompanhamento dos projectos em que se investe, isto partindo do pressuposto de que as sociedades de capital de risco são organizações especializadas e com maior capacidade de acompanhar a actividade nos investimentos realizados. Isto faria com que o efeito multiplicador dos fundos doados por essas agências fosse maior e mais benéfico para a economia do país.

Investimentos e participação em empreendimentos com elevado risco. A constatação de que as empresas de capital de risco em Moçambique são aversas ao risco faz com que elas operem numa forma um tanto o quanto paradoxal relativamente às características deste tipo de sociedades. Assim, recomenda-se maior envolvimento em empreendimentos de elevado risco, mas que possam proporcionar elevados retornos a médio ou longo prazos. Neste contexto, as sociedades de capital de risco podem apostar em várias áreas de negócio existentes em Moçambique, investindo em novos empreendimentos ou actuando na reestruturação de empresas em situação difícil (mas com potencialidades de crescimento) que são em número considerável no país. Neste último caso, a intervenção poderia ser na base da especialização das sociedades de capital de risco para este tipo de empresas nas quais uma das primeiras áreas de intervenção seria na reestruturação das equipas de gestão e numa intervenção mais directa no acompanhamento do empreendimento. Essa especialização permitiria maior concentração na avaliação dos projectos e melhor acompanhamento na gestão desses empreendimentos (*e.g.*, pondo à disposição dos empreendimentos redes de consultores e financiadores e facilitando o acesso aos mercados), dado que muitos deles carecem de competências de gestão e é nestas áreas onde o capital de risco traria maior contributo.

Maior acompanhamento dos empreendimentos. O acompanhamento indirecto (*hands off*) dos empreendimentos onde as empresas de capital de risco investem e participam limita os benefícios do investimento em *private equity*, pois a contribuição do *private equity* nas áreas cruciais de gestão (*e.g.*, na formação do capital inteligente, na transferência de tecnologia, na gestão financeira, no marketing e na definição de novas estratégias) é que mais impulsiona a criação de valor no empreendimento. Valor

este que é benéfico para o empreendimento e também para a empresas de capital de risco. Deste modo, recomenda-se que o capital de risco em Moçambique dê maior acompanhamento aos empreendimentos após a decisão de investir e que neles haja envolvimento mais activo (*hands on*), não se limitando apenas a exercer um controlo financeiro—como tem acontecido—mas contribuindo na criação de valor no empreendimento, tendo em conta que a criação de valor é o aspecto mais importante do negócio de *private equity*.

O acompanhamento dos empreendimentos exige a disponibilidade de gestores qualificados e que poderão ser facilmente recrutados caso as empresas de capital de risco desenvolvam redes de contactos que os possam permitir maior eficiência na troca de informação para a contratação de executivos adequados para os diversos tipos de projectos e a troca de informação sobre os potenciais financiadores e sobre fornecedores de outros serviços.

A maior intervenção nos empreendimentos proporciona também aos gestores das empresas de capital de risco a aprendizagem e experiência sobre o negócio e a gestão nos empreendimentos, nomeadamente, *i)* o tipo de controlo a exercer; *ii)* o tipo de gestores a recrutar para o projecto—bem como a política de remuneração e incentivos a aplicar—e a acumulação desse tipo de informação para projectos futuros; e *iii)* a percepção de aspectos do empreendimento não visíveis nos relatos financeiros e de gestão, mas que permitem avaliar o seu desempenho (*e.g.*, cultura organizacional e o capital humanos). Contudo, a pouca disponibilidade no país de técnicos e gestores com experiência no *private equity* e em algumas áreas especializadas da gestão de empresas poderá dificultar o adequado acompanhamento dos empreendimentos.

5.10.2 A Nível dos Empreendedores

Rigor no relato financeiro. As empresas devem ser mais disciplinadas na apresentação do seu relato financeiro. Sempre que possível, elas devem ter as suas contas certificadas e acompanhadas por especialistas, de forma a que esse relato financeiro traduza a verdadeira situação económico-financeira do empreendimento. Com maior transparência no relato financeiro, reduz-se a assimetria de informação entre os investidores e os empreendedores, o que poderá permitir maior precisão na avaliação da empresa pelos potenciais investidores, bem como a elaboração de planos mais adequado de investimento e de intervenção no empreendimento por parte do investidor de modo a poder-se garantir financiamentos convenientes e uma gestão que possa

permitir a transferência de tecnologia e a criação de valor no empreendimento. A transparência do relato financeiro também permitiria o aumento da confiança e estabelecer um bom relacionamento entre o empreendimento e outros *stakeholders* externos. É o caso, por exemplo, dos fornecedores, dos clientes, dos bancos e do Estado.

A apresentação de reportes financeiros fieis à realidade da empresa, implicaria, em muitas empresas, o recrutamento de pessoal qualificado e uma mudança profunda de mentalidade dos empreendedores e dos gestores dos empreendimentos, o que na realidade poderá constituir um obstáculo devido à resistência às mudanças que se poderá verificar.

Rigor técnico na elaboração dos planos de negócio. Há necessidade de as empresas fazerem esforços adicionais, recorrendo a consultores, se necessário, para a elaboração de planos de negócio a submeter a sociedades de capital de risco para pedido de financiamento, dado notar-se que muitos dos projectos submetido são rejeitados por falta de consistência e suporte dos planos de negócios feitos. Dada a existência de muitas empresas em situação difícil, recomenda-se que estes planos de negócio estejam faseados e não demasiado ambiciosos. Este faseamento iria transmitir maior confiança aos investidores e permitiria maior controlo na performance dos fundos investidos e o desenvolvimento de um plano de incentivo que premeie os gestores pela utilização mais eficiente dos capitais investidos durante a execução de cada fase dos projectos.

Abertura dos seus capitais. A mudança de mentalidade da grande parte dos gestores e dos empreendedores moçambicanos é um dos primeiros passos a ser dado para o desenvolvimento empresarial. Assim, estes empreendedores devem se mostrar abertos à realização de parcerias com o as empresas de *private equity*, sobretudo por esta abertura e parceria ser temporária. É com esta abertura aos investidores externos que as empresas poderão alterar o *pecking order* que, até certo ponto, dificulta o crescimento das empresas por as outras fontes de financiamento externo serem dispendiosa e difíceis de obter.

5.10.3 A Nível do Governo

A participação directa do governo nas sociedades de *private equity* não é aconselhável, uma vez que, este deve preocupar-se com os investimentos público e com o pagamento de despesas públicas. A sua participação nestas sociedades pode causar um caos na economia do país, isto em caso de insucesso. Assim, recomenda-se que a intervenção do governo na indústria de capital de risco seja indirecta, tanto do lado da

procura como do lado da oferta do capital de risco, através da regulamentação e outros meios que influenciem o ambiente macro-económico. Assim, recomenda-se:

a) do lado da procura

- Para além de criar condições que facilitem a entrada e a saída de operadores de capital de risco, o governo poderia providenciar um clima que encoraje a inovação e o empreendedorismo. Este clima pode ser criado, por exemplo, através da constituição de parques (*clusters*) industriais⁴⁶, tal como se fez com as zonas francas industriais no país, onde alguns serviços (*e.g.*, terreno, infra-estruturas de telecomunicações e energia, programas de assistência financeira e incentivos fiscais) fossem garantidos, e através de programas interactivos entre as empresas aí localizadas e os centros de formação profissional (*e.g.*, universidades e institutos). Estes parques poderiam ser co-financiados pelos doadores e pelas agências internacionais de apoio ao desenvolvimento.
- Como forma de reduzir o risco das empresas, o governo devia—em coordenação com as instituições financeiras de desenvolvimento e no desempenho das suas funções de apoio ao desenvolvimento empresarial—partilhar o risco financeiro com os fundos de *private equity* nos empreendimentos que se julgue de maior importância para a actividade económica do país. É o caso, por exemplo, de empresas que possam originar externalidades positivas às actividades de outros negócios, abrindo oportunidade de criação de novos mercados e de desenvolvimento de infra-estruturas.
- O governo deve garantir a existência de transparência no mercado, procurando controlar o mercado informal que desencoraja os agentes económicos a operar no mercado nacional.

b) do lado da oferta

- Nesta fase de emergência do *private equity* em Moçambique, tal como aconteceu em outros países (*e.g.*, EUA e Israel), o governo deve procurar

mecanismos de redução do custo de entradas de novos operadores nesta indústria. Entre os vários custos, destaca-se, por exemplo, a formação de técnicos e gestores qualificados, a disseminação do capital de risco como uma importante parceria para a transferência de tecnologia e capital inteligente para as empresas moçambicanas. Esta redução de custos pode ser alcançada com o envolvimento do governo na formação técnico-profissional e na divulgação deste instrumento financeiro junto dos agentes económicos, através das associações económicas, centros de formação e imprensa.

- O governo deve ter um papel mais estabilizador para as empresa de capital de risco, criando instrumento de partilha do risco dos empreendimento com os investidores. Estes instrumentos podem ser concretizados através da prestação de garantias, através de acordos de protecção de investimentos, e através da comparticipação na formação dos gestores dos empreendimentos.
- O governo deve criar incentivos fiscais aos investidores de fundos de capital de risco, como aconteceu, por exemplo, na Coreia, onde foi criada uma legislação especial para encorajar a actividade de capital de risco (Oyen e Levitsky 1999). Estes incentivos devem ter uma orientação para os desinvestimentos, dando, por exemplo, um tratamento especial aos ganhos de capital oriundos dos desinvestimentos das sociedades de capital de risco.

Embora seja determinante a intervenção do governo como regulador na criação de ambiente propício para o desenvolvimento da indústria do capital de risco, essa intervenção não deve ser excessiva de modo a que se possa deixar que esta indústria seja orientada pelo próprio mercado.

5.11 Conclusão

Para as empresas moçambicanas, os bancos são a principal fonte de financiamento dos investimentos e das suas actividades operacionais. Contudo, esta fonte é pouco disponíveis e mais caras para esses agentes económicos, sobretudo devido às elevadas taxas de juros e às condições em que tais financiamentos são feitos. Acredita-se que esta restrição de financiamento bancário às empresas causada pelo

⁴⁶ Schwartz (1994) defende que os parques industriais, sobretudo de empresas inovadoras, são adequados para incentivar a indústria de capital de risco, dado que nestes parques geralmente estão criadas condições para a utilização eficiente dos recursos e a rápida circulação da informação e de capital.

actual estágio de desenvolvimento do país e do sistema financeiro faz com que muitas empresas sejam forçadas a procurar fontes alternativas de financiamento, sendo o capital de risco uma dessas fontes.

Um modelo de financiamento dos investimentos através do capital de risco apresenta-se mais valioso para as empresas moçambicanas na medida em que para além do próprio financiamento, pode garantir a assistência à gestão que as possa permitir melhorar o seu funcionamento, através da transferência de *know how*, e que as possa permitir o acesso à novos mercados e à redes de fornecedores e de consultores. Não obstante esta constatação, o *private equity* ainda não constitui uma alternativa de fácil acesso para muitas das empresas, isto porque este instrumento financeiro é pouco conhecido, os investidores de capital de risco em Moçambique procuram investimentos que lhes proporcionem *cash flows* imediatos e porque muitas empresa nacionais ainda não são atraentes para o capital de risco e nem estão preparadas para o receber. Contudo, o *private equity* está a desenvolver-se no país e constitui, para algumas empresas, uma fonte alternativa de investimentos, sendo que as principais beneficiárias são aquelas com boas perspectivas de crescimento e que apresentem planos de negócio bem sustentado. No entanto, deve-se reconhecer que o capital de risco no país não constitui uma solução completa para os problemas de financiamento e de gestão que as empresas enfrentam, mais ainda, que nem todas as empresas estão interessadas neste modelo de financiamento ou se apresentam atractivas ao *private equity*.

Apesar do seu fraco desenvolvimento, parece ainda fazer sentido criar sociedades de capital de risco moçambicanas e não esperar apenas da exposição ao capital de risco estrangeiro, dado não haver evidências de existirem muitas empresas estrangeiras de capital de risco que estejam interessadas em investir em Moçambique. Por exemplo, de 50 empresas/fundos de capital de risco contactadas, apenas duas têm investimentos (directos ou indirectos) em Moçambique e somente uma declarou estar interessada em empreendimentos moçambicanos (Anexo 7), o que se deve ao facto de o *private equity* ser um instrumento financeiro muito potente, mas também muito especializado, e, conseqüentemente, apenas relevante para um pequeno número de empreendimentos que apresentem ambição e potencial de rápido crescimento. Importa referir, contudo, que o aumento de empresas de capital de risco, não irá significar um aumento automático do lado da procura deste instrumento, embora haja oportunidades diversificadas onde essas empresas poderão investir.

5.12 Análise e Estudos Futuros

A realização deste estudo sobre o *private equity* em Moçambique foi negativamente influenciada:

- pela impossibilidade de se estar no campo para a recolha de mais informação sobre a actividade do *private equity*;
- pela natureza do próprio estudo que foi de curta duração;
- pela inexistência (ou falta de disponibilidade) de estudos de *private equity* em Moçambique, aliado ao facto de ser uma actividade nova no país cuja análise da sua experiência só faria mais sentido passados mais alguns anos.

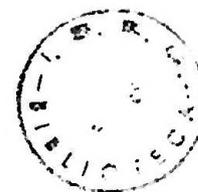
Assim, para um estudo futuro seria relevante a medição (se possível) e a análise do impacto:

- dos factores que condicionam o desenvolvimento do *private equity* em Moçambique; e
- da participação do capital de risco num empreendimento, no que respeita à transferência do capital inteligente, ao desempenho da gestão, à consolidação da estrutura financeira e à criação de valor.

Embora se possa encontrar dificuldades na recolha de informação⁴⁷ considerada sensível pelas empresas, o estudo seria importante ao poder servir de suporte para os:

- fazedores de políticas na criação de medidas específicas que possam contribuir para incentivar esta actividade no país, bem como para julgar os esforços relacionados com a actividade até aqui realizados; e
- empreendedores e investidores na tomada de decisão sobre a abertura do seu capital e sobre os investimentos a realizar.

⁴⁷ Este aspecto é agravado pelo facto de a maior parte das empresas em Moçambique não ser obrigada a publicar as suas contas, o que poderá dificultar a análise dessas empresas.



6 Conclusões

Para o actual estágio de desenvolvimento de várias empresas em Moçambique, que se caracteriza pela pouca acessibilidade às formas de financiamento tradicional e pela fraca proficiência de gestão, o *private equity* é o instrumento financeiro mais indicado para o financiamento e para a transferência de capital inteligente para essas empresas. O estudo constata que, ao não exigir um esforço financeiro adicional às empresas com o serviço da dívida, o *private equity* permite alavancar a estrutura financeira das empresas que recebem este financiamento. Mais do que a alavancagem financeira, este instrumento possibilita um acompanhamento da gestão operacional e estratégica da empresa, ao proporcionar gestores e uma rede de consultores, juristas e outro tipo de prestadores de serviços especializados que possam garantir a criação de valor na empresas. Portanto, o *private equity* constitui um modelo que resolve simultaneamente os dois maiores problemas enfrentados pela empresas moçambicanas: o acesso ao financiamento e a fraca capacidade de gestão.

Não obstante a aplicabilidade deste instrumento financeiro em Moçambicanas, alguns obstáculos são identificados como sendo entraves ao seu desenvolvimento. São exemplo destes obstáculos, a forma como os empreendedores ordenam as suas preferências de financiamento, a falta de preparação dos empreendimentos para receber o capital de risco, a inexistência de políticas públicas orientadas para o capital de risco, a aversão ao risco por parte das empresas de capital de risco e a escassez de mecanismos de saída. Dada esta realidade, o estudo apresenta proposta dum modelo a ser seguido na implementação do *private equity* em Moçambique, e que consiste na definição do *private equity* como um instrumento financeiro complementar ao financiamento tradicional, sendo que os grandes fundos estrangeiros continuem a investir em megaprojectos e os fundos nacionalmente constituídos ou de presença local—que são geralmente de menor dimensão—continuem a encarregar-se dos pequenos e médio empreendimentos. Para além da dimensão dos empreendimentos, por exemplo, o modelo propõe que os fundos a operar no país devem:

- ter presença local e com gestores muito bem qualificados para permitir o indispensável acompanhamento dos empreendimentos;
- desenvolver uma rede de contactos (formal ou informal) que possa permitir a troca de informação sobre os empreendimentos e sobre os

prestadores de serviços com quem se poderá trabalhar. Estas redes de contacto poderão ser determinantes na redução dos custos de transação e da assimetria de informação;

- ser dinâmicos na angariação investimentos e na análise das propostas, dado que o ambiente de negócio do país exige que os fundos de *private equity* pesquisem as oportunidades de negócios e que haja muito rigor e flexibilidade na análise das propostas, tendo em conta que a demora da decisão poderá significar a perda de oportunidade de negócio. Na análise das propostas há que ponderar que os acompanhamento directo dos empreendimentos é indispensável e que, a curto prazo, os investimentos de rentabilidade elevada são escassos.
- ser criativos na elaboração de contratos de parceria de modo que as empresas preservem a realização de ganhos no momento da saída do investimento, dado haver escassez de instrumentos jurídicos para certas operações que poderiam constituir estratégias de saída.

Para a promoção do *private equity* no país, o estudo recomenda, por exemplo:

A nível de empresas de private equity: a divulgação do *private equity*, a conquista da confiança das agências promotoras de desenvolvimento, menor aversão ao risco dos empreendimentos, e a maior intervenção na gestão dos empreendimentos.

A nível dos empreendedores: rigor no relato financeiro, rigor técnico na elaboração dos planos de negócio, abertura do capital a investidores externos.

A nível do governo: concessão de incentivos para a criação de empreendimentos, criação de mecanismos de partilha de risco com as empresas de *private equity* e com os empreendimentos, redução do custo de entrada na indústria de *private equity* para os operadores económicos, e criação de incentivos fiscais para os investidores e gestores.

Embora com reduzidos investimentos, o estudo aponta que o *private equity* em Moçambique poderá ter um elevado potencial de crescimento nos próximos anos dada a evolução favorável da economia e da existência de várias oportunidades de investimento que poderão beneficiar-se do financiamento do *private equity*, mas, mais do que do financiamento, esses empreendimentos beneficiar-se-ão da transferência de *know how* e de tecnologia proporcionada pelo capital inteligente do *private equity*, transferência essa que só poderá ser garantida com o maior envolvimento do *private equity* na gestão dos empreendimentos.

Este estudo parece ser o primeiro (senão o único) que procurou abordar o *private equity* em Moçambique, explorando a actividade de todos os fundos independentes a operar no país, contrapondo essa actividade com estudos do *private equity* dos países africanos. Embora com a escassez de estudos de *private equity* em África, o estudo explorou as principais experiências de *private equity* no continente—com o especial enfoque para a África do Sul, onde foram contactados 59 agentes económicos (com 59.3% de taxa de resposta) intervenientes no *private equity* naquele país—que pudessem servir como principal suporte para o desenho do modelo e para a elaboração de recomendações para o caso de Moçambique.

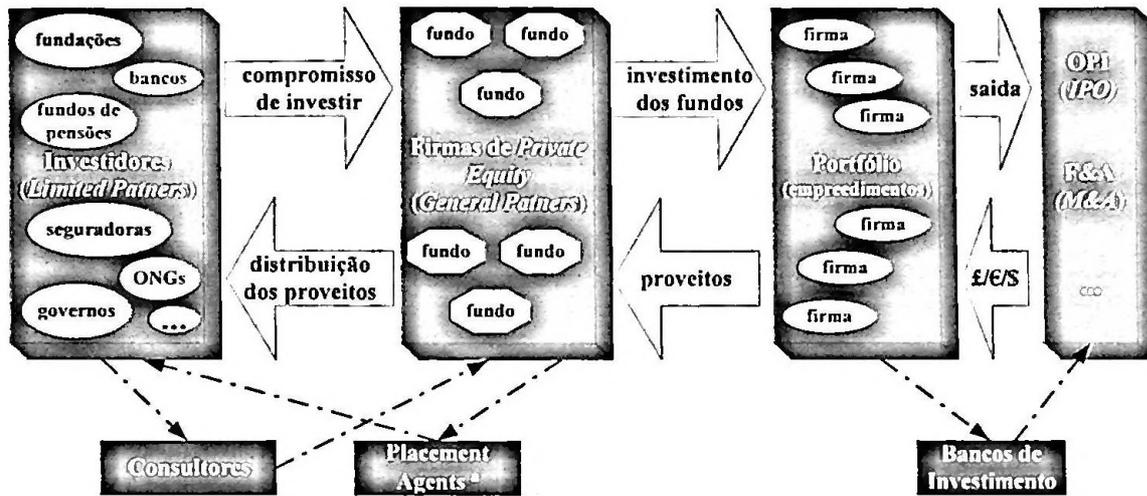
Dos casos estudados no continente africano, extrai-se como principais lições de que a actividade do *private equity*:

- prefere investimentos em grandes empreendimentos, mas que estes são raros no continente;
- embora limitada, tem oportunidades de desenvolver parcerias canalizadas a importantes nichos de negócio, proporcionando retornos de longo prazo;
- necessita de elevado desenvolvimento das infra-estruturas de suporte;
- é dificultada pela falta de vontade de alguns empreendimentos abrirem o seu capital a investidores externos: e
- pode contar com os governos e com as agências internacionais de apoio ao desenvolvimento para a canalização de fundos de investimentos.

O estudo do *private equity* em África e, especialmente, em Moçambique parece ser importante aos académicos, aos profissionais do ramo e aos fazedores de políticas por poder servir de suporte para o desenvolvimento de um modelo alternativo para o financiamento e para a criação de valor nas empresas, dado que neste continente o financiamento e a falta de capacidades de gestão continuam a ser os maiores entraves ao desenvolvimento empresarial.

Anexos

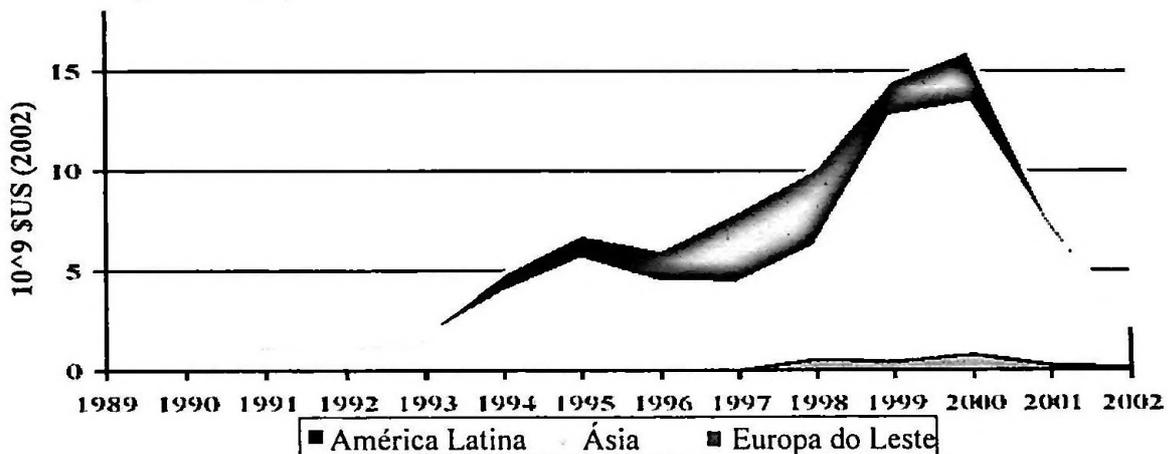
Anexo 1: Funcionamento do *private equity* independente



Fonte: adaptado de Thomson Venture Economics (2002)

^a Placement agents são empresas especializadas na angariação de investidores institucionais dispostos a (e capazes de) investir num fundo de *private equity* (Center for Private Equity and Entrepreneurship 2002)

Anexo 2: Evolução anual dos fundos de *private equity* nos países em desenvolvimento (1989-2002)



Fonte: Lerner e Schoar (circa 2003).

Nota: O gráfico não inclui dados da Europa do Leste e da América Latina antes de 1998 e 1992, respectivamente.



Anexo 3: Ranking dos 20 países com maior investimento de *private equity* (2002)

	Produto	Investimento de capital de risco	
	interno bruto	(10 ⁹ \$US)	(% do PIB)
	(10 ⁹ \$US)	(10 ⁹ \$US)	(% do PIB)
Estados Unidos (EUA)	10.446	62,68	0,600
Reino Unido	1.555	9,58	0,616
França	1.419	5,53	0,390
Itália	1.186	2,48	0,209
Japão	3.996	2,38	0,060
Alemanha	1.987	2,37	0,120
Coreia	469	1,95	0,416
Dinamarca	419	1,63	0,388
Canadá	729	1,57	0,215
Suécia	238	1,39	0,416
Austrália	393	1,21	0,308
Índia	460	1,05	0,228
Israel	103	0,98	0,951
Espanha	654	0,92	0,140
Hong Kong	163	0,75	0,460
Indonésia	173	0,56	0,324
Finlândia	132	0,43	0,326
<i>África do Sul</i>	<i>104</i>	<i>0,37</i>	<i>0,356</i>
China	1.237	0,35	0,028
Bélgica	247	0,34	0,137

Fonte: PriceWaterhouseCoopers e 3i (2003), para os investimentos de capital de risco, e Institute for International Management World Competitiveness (2003), para o produto interno bruto, citados por Megginson (2004).

Anexo 4: Alguns indicadores macroeconómicos de países africanos seleccionados

	PIB real (2003) (milhões de USD)		Crescimento do PIB real (%)		Taxa média de Inflação (%)	
	1980-1990	1991-2003	1980-1990	1991-2003	1980-1990	1991-2003
Angola	8.541	1,3	2,8	3,4	1.012,3	170,4
Botswana	6.851	11,2	5,2	5,4	10,9	6,3
Congo (RDC)	2.591	6,4	1,9	5,9	8,2	1,6
Lesoto	1.199	3,8	3,5	3,2	11,1	8,7
Madagáscar	3.872	0,6	1,6	9,8	17,3	6,2
Malawi	1.787	2,0	3,1	4,4	30,5	19,0
Maurícias	6.030	4,5	5,0	2,7	7,8	5,3
Moçambique	4.400	-1,8	6,5	7,0	33,6	12,9
Namíbia	4.533	0,8	3,9	3,7	10,3	9,8
Seychelles	610	2,9	2,6	-5,1	2,0	4,9
África do Sul	187.116	2,1	2,0	1,9	9,9	7,0
Swazilândia	1.731	6,5	2,9	2,2	9,5	9,7
Tanzania	7.639	3,4	3,6	7,1	22,9	5,3
Zâmbia	4.512	1,3	1,6	5,1	76,4	22,1
Zimbábue	5.026	5,4	-2,0	-9,3	28,6	173,1
África	653.570	2,5	2,8	4,3	23,3	11,5
						11,2

Fonte: African Development Bank (2004); IMF (2004) e Fitch Rating (2004)

Anexo 5: Comparação da indústria de *private equity* (EUA, RSA e Moçambique)

	Estados Unidos (EUA)	África do Sul (RSA)	Moçambique
Contexto	<ul style="list-style-type: none"> - desenvolvimento da indústria de <i>private equity</i> desde os princípios dos anos 80; - economia estável com taxas de impostos relativamente baixa; - forte crescimento proveniente de sectores relacionados com a tecnologia, gerando oportunidades para, em especial; o <i>venture capital</i>; - empresas disciplinadas 	<ul style="list-style-type: none"> - indústria de <i>private equity</i> formada nos anos 80, embora só formalizada em 1999, com a formação da respectiva associação (SAVCA); - indústria de <i>private equity</i> pequena e ainda numa fase “embrionária”, mas muito desenvolvida 	<ul style="list-style-type: none"> - capital de risco a surgir em 1998 - economia com elevadas taxas de crescimento do PIB; - ênfase na promoção de megaprojectos e de zonas francas industriais; - oportunidades na reestruturação e consolidação empresarial; - pouco profissionalismo e fraca produtividade em grande parte de empresas
Sectores predominante nos investimentos	<ul style="list-style-type: none"> - hi-tech 	<ul style="list-style-type: none"> - hi-tech - low-tech - serviços financeiros 	<ul style="list-style-type: none"> - construção - infra-estruturas - serviços
Empresas investidoras	<ul style="list-style-type: none"> - principalmente <i>business angels</i>, fundos de investimento locais, <i>holding</i> financeiros, e investidores institucionais 	<ul style="list-style-type: none"> - principalmente bancos e <i>retirement fund industry</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - Principalmente bancos e fundos de desenvolvimento internacional estrangeiros (instituições)
Fundos de pensões	<ul style="list-style-type: none"> - autorizados a transaccionar em operações de <i>private equity</i> após legislação dos anos 1970. 	<ul style="list-style-type: none"> - pela força legal, os fundos de pensões estão limitados de se expor a investimentos alternativos, como é o caso do capital de risco 	<ul style="list-style-type: none"> - sem cultura de capital de risco; - o maior fundo público de pensões aposta em investimentos de baixo risco (imobiliária e bilhetes de tesouro)
Gestores de fundos	<ul style="list-style-type: none"> - possuidores de alto nível de experiência - sempre com estrutura local 	<ul style="list-style-type: none"> - diferentes níveis de nacionalização da estrutura administrativa, como forma de diferenciação dos fundos; - escassez de recursos especializados para trabalhar na indústria de capital de risco 	<ul style="list-style-type: none"> - empresas novas e com muito pouca experiência; - recursos humanos em altura de responder a procura do mercado.

Anexo 5: Comparação da indústria de *private equity* (EUA, RSA e Moçambique) — (continuação)

Empresas de <i>private equity</i>	<ul style="list-style-type: none"> - altamente profissionalizadas - predominam firmas de capitais abertos - empreendedores bem preparados 	<ul style="list-style-type: none"> - predominam firmas de capitais abertos, cotadas na Johannesburg Stock Exchange (JSE) - a maior parte das empresas/fundos de <i>private equity</i> é financiada por bancos 	<ul style="list-style-type: none"> - as duas empresas existentes são inteiramente especializadas no capital de risco; - existem no mercado outras organizações que investem na modalidade de capital de risco, sem que estejam estruturadas para esse efeito; - influências pessoais muito determinantes na tomada de decisão do negócio
Mercados financeiros	<ul style="list-style-type: none"> - constitui alternativas para diferentes; termos, dimensões das firmas, e níveis de risco 	<ul style="list-style-type: none"> - os bancos lideram o financiamento de capitais de longo prazo das grandes empresas e constituem os maiores investidores no mercado de <i>private equity</i> - bancos relutantes no financiamento de capital das PME 	<ul style="list-style-type: none"> - pouco desenvolvidos, elevadas taxas de juro, contudo, constituem a maior fonte de financiamento de negócios - dificuldades para obter fundos, mesmo para empresas grande, pondo em causa a alavancagem dos investimentos
Mercado de capitais	<ul style="list-style-type: none"> - muito desenvolvido 	<ul style="list-style-type: none"> - muito desenvolvido, sendo o mercado mais desenvolvido de África; - há registo de IPO de médias empresas 	<ul style="list-style-type: none"> - quase que inexistente (a bolsa de valores nacional é nova, tem operações bastante limitadas e com poucos títulos transaccionados)
Estratégias de saída ^a	<ul style="list-style-type: none"> - IPOs - vendas estratégicas 	<ul style="list-style-type: none"> - IPOs - vendas estratégicas 	<ul style="list-style-type: none"> - vendas estratégicas - <i>escrow accounts</i> - revendas das participações - retenção de dividendos

^a Para o caso de Moçambique, estas são as estratégias de saída previstas e os investimentos realizados ainda não chegaram a maturidade. Contudo, em alguns casos já se praticam as *escrow accounts* e a retenção dos dividendos, conforme esteja previsto nos acordos de parceria.

Anexo 6: Demonstrações Financeiras da MINCO em 31 de Dezembro de 2003

Income statement	2003	2002
	USD	USD
Interest income	162.828	161.970
Dividend income	100.835	239.525
Other income	6.000	33.820
Profit on disposal of investment	<u>195.838</u>	<u>914.000</u>
Gross Income	465.501	1.349.315
Operating expenses	<u>(370.431)</u>	<u>(468.417)</u>
Net profit before taxation	95.070	880.898
Taxation	<u>(17.625)</u>	<u>(92.364)</u>
Net profit for the year	<u><u>77.445</u></u>	<u><u>788.534</u></u>
	2003	2002
	USD	USD
Assets		
Investments	2.150.000	1.500.000
Other receivables	-	522.500
<i>Total non-current assets</i>	<u>2.150.000</u>	<u>2.022.500</u>
Other receivables	828.602	1.451.136
Cash at bank	<u>1.605.696</u>	<u>1.071.084</u>
<i>Total current assets</i>	<u>2.434.298</u>	<u>2.522.220</u>
Total assets	<u><u>4.584.298</u></u>	<u><u>4.544.720</u></u>
Equity and liabilities		
<i>Capital and Reserves</i>		
Share capital	11.590	11.590
Share premium	5.309.360	5.309.360
Accumulated losses	<u>(2.456.994)</u>	<u>(2.162.039)</u>
<i>Total Capital and reserves</i>	<u>2.863.956</u>	<u>3.158.911</u>
<i>Liabilities</i>		
Provisions	1.636.187	1.263.787
Other payables	-	46.182
<i>Total non-current liabilities</i>	<u>1.636.187</u>	<u>1.309.969</u>
Other payables	84.155	75.840
<i>Total current liabilities</i>	<u>84.155</u>	<u>75.840</u>
Total equity and liabilities	<u><u>4.584.298</u></u>	<u><u>4.544.720</u></u>

Fonte: MINCO (2004)

Anexo 6: Demonstrações Financeiras da MINCO em 31 de Dezembro de 2003 (continuação)

Operating expenses	2003 USD	2002 USD
Management fees	315.000	420.000
Directors fees	23.000	35.000
Audit fees	5.833	5.658
Bank charges	6.432	957
Other expenses	20.166	6.802
	<u>370.431</u>	<u>468.417</u>

Fonte: MINCO (2004)

Anexo 6: Demonstrações Financeiras da MINCO em 31 de Dezembro de 2003 (continuação)

Alguns Indicadores	2003 USD	2002 USD
Custos Totais/Proveitos Totais	0,80	0,35
Fees de gestão/Custos operacionais	0,85	0,90
ROE	0,03	0,25
ROA	0,02	0,19
<i>Cash flow</i> operacional	739.218	(398.660)
<i>Cash flow</i> dos investimentos	204.606	185.551

Nota: Os indicadores foram calculados na base da informação contabilística disponível, com a excepção dos *cash flows* que foram extraídos do relatório e contas da empresa.

Anexo 7: Entidades contactadas

Entidade	Investimento de PE em Moçambique ^a
Moçambique	
CITRUM – Citrinos de Umbeluzi	sim
GCI – Sociedade de Capital de Risco	sim
INSS - Instituto Nacional de Segurança Social	não
MINCO – Mozambique Investment Corporation	sim
PODE – Programa de Desenvolvimento Empresarial	não
TechnoServe	não
África do Sul	
ABSA Corporate and Merchant Bank	não
Access Ventures	sem resposta
Acorn Technologies	não
Actis	sem resposta
AMB Private Equity Partners	sem resposta
Aquila Growth	sem resposta
Argil Venture Capital	não
Audax Ideas Management Consulting	não
Aureos	sim
BDO Spencer Steward	não
Brait Private Equity	sem resposta
Business Partners	sem resposta
Capricorn Capital Partners	sem resposta
Clarity Ventures	sim
Colela Group Investments	não
Credo Group	não
Cycad Financial Holdings	sem resposta
Danida Partnership Fund	não
Decorum Capital Partners	não
Edgemont Consulting	não
Edward Nathan & Friedland	não
Enterprise Equity Partners Investments	não
Ethos Private Equity	não
Export Venture Capital Corporation	não
Global Capital Private Equity	não
Go Capital	não
HBD Venture Capital	não
Horizon Equity Partners	não
Icapital	não
IDC – Industrial Development Corporation - South Africa	sim ^b
Kagiso Enterprises	não
Khula Enterprise Finance	sem resposta
Lireas Holdings	não
Medu Capital	sem resposta
Nedbank Corporate Private Equity	sem resposta
Old Mutual Asset Managers South Africa	sim
PointBreak	não
RAPS Finance	sem resposta

Anexo 7: Entidades contactadas (continuação)

Entidade	Investimento de PE em Moçambique ^a
RMB Corvest	não
SAVCA-Southern African Venture Capital and Private Equity Association	não
Southern Africa Enterprise Development Fund	sem resposta
Tactic Capital	não
Tiso Capital Partners	sem resposta
Triumph Venture Capital	não
Vantage Capital	sem resposta
VenFin	não
Wipprivate Equity	sem resposta
Zephyr Africa	sem resposta
JSE Securities Exchange South Africa Activity	não
Acorn Technologies Activity	não
Catalyst Innovations	sem resposta
Equity Africa Trust	sem resposta
Investec Private Equity	sem resposta
Kagiso Ventures Ltd	não
National Empowerment Fund	sem resposta
NIB-MDM Fund Managers	sem resposta
Newfarmers Development Company	sem resposta
Praxis Capital	não
Treacle Venture Managers	sem resposta
Portugal	
APICRI	sem informação
BCP Capital	não
BCP, AS	sim
Ernst & Young	não
Outras	
Associação Canadiana de Capital de Risco	sem informação
Banco Europeu de Investimentos	sim
Bemidji State University	não

^a refere-se à existência ou não de interesse, directo ou indirecto, da instituição numa empresa/fundo de *private equity* em Moçambique, ou que a instituição esteja a beneficiar-se de alguma participação de *private equity*.

^b não respondeu às questões colocadas, mas, por via de outras fontes, soube-se que é um dos maiores investidores em Moçambique

Referências

- African Development Bank (1994) Risk capital in Africa. Ivory Coast: African Development Institute.
- African Development Bank (2004) *African Development Report*. Oxford: Oxford University Press.
- Afrodad (2004) Mozambique's macroeconomic indicators, 1987-1996. http://www.afrodad.org/issues/immoz_tables.htm#table4_2 (data de acesso 15/08/04).
- Aylward, A. (1998) Trends in venture capital finance in developing countries. IFC discussion paper (36). Washington, DC: International Finance Corporation.
- Banco de Moçambique (2004). Boletim da conjuntura económica. Jun/04.
- Bascha, A., e Walz, U. (2001) Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance. *Journal of Corporate Finance* 7, pp. 285–306.
- Batchelor, C. (1988) Private financing: money and time to offer. *Financial Times*, 19 de Julho, p.9.
- Battini, P. (1987) *Capital Risque: Les Règles du Jeu*. Paris : Editions d'Organisation.
- Black, B. e Gilson, R. (1998) Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 243-77.
- Carvalho, A. (1999) Human resources management, a non-financial benefit of venture capital. *Estudos Económicos*, São Paulo, 29(2), pp. 155-187.
- CDI Partnership (1998) MINCO, the country's first private equity fund. *The Courier* (África-Caraíbas-Pacífico-União Europeia), 172 (Nov.-Dez.).
- Christofidis, C. e Debande, O. (2001) Financing innovative firms through venture capital. European Investment Bank sector papers.
- Clow, B. (2001) IFC takes on private equity challenger: the World Bank division is undeterred by a difficult investment environment in emerging markets. *Financial Time* (Londres), 18 de Maio.
- Cook, J. e Nevins, S. (1999) The 1999 Arizona venture capital impact study. The Zermatt Group, LLC.
- Donaldson, G. (1961) *Corporate Debt Capacity: a Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Graduate school of Business: Harvard University Press, Boston.

- Drucker, P. (1976) *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*. Nova Iorque: Harper & Row.
- Ebony Consulting International (circa 2002) Private equity and capitalisation of SMMEs in South Africa: quo vadis? Social Finance Programme and InFocus Programme on Boosting Employment Through Small Enterprise Development, working paper No. 34.
- EUA—Estados Unidos de América (2000) An Act of one hundred sixth congress of the United States of America at the second session. Washington 24 Janeiro.
- Fisher, B. (1995) The basic problem in financing small business. In *New Perspectives on Financing Small Business in Developing Countries*, por Brugger, E. e Rajapatirana, S., eds. San Francisco: Institute for Contemporary Studies.
- Fitch Ratings (2004) Republic of Mozambique. www.fitchratings.com (data de impressão: Agosto de 2004).
- Fox, J. (1996) The venture capital mirage: assessing USAID experience with equity investment. USAID Program and Operations Assessment Report No. 17.
- Freear, J. e Wetzel, W. (1988) Equity financing for new technology-based firms. In *Frontiers of Entrepreneurship Research 1988*, Kirchoff, B., Long, W., MacMullen, W., Vesper, K. e Wetzel, W., eds. Babson Park: MA, pp. 347 – 67.
- Giot, P. e Schwiendbacher, A. (2003) IPOs, trade sales and liquidations: modelling venture capital exits using survival analysis. <http://econwpa.wustl.edu/eps/fin/papers/0312/0312006.pdf>. (data de acesso: 20 de Janeiro de 2004).
- Gompers, P. e Lerner, J. (1998) What drives venture capital fundraising? National Bureau of Economic Research Working Paper. Harvard University.
- Gompers, P. e Lerner, J. (2001) The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (Spring), pp. 145-168.
- Gonçalves, V., Matos, P. e Duarte, A. (2003) O financiamento das PME's no contexto internacional: uma análise da prática do capital de risco. Centro de Estudos de Gestão: Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Government of Ontario (1990) *The State of Small Business: 1990 Annual Report on Small Business in Ontário*, Ministry of Industry, Trade and Technology, Toronto.
- Heikkilä, T. (2000) Corporate venture capital—a tool for business renewal. Relatório apresentado no “Tu-91.166 Seminar in Business Strategy and International

- Business” organizado pela Helsinki University of Technology Department of Industrial Engineering and Management, Espoo, 1 de Fevereiro.
- Hellmann, T. (2000) Developing a venture capital industry. Comments prepared for the World Development Report Study Conference. Villa Boersig, Berlim. Fevereiro.
- Iacovone, L., Invernizzi, S. e Stokes, J. (2003) Mozambique Development Venture Fund: organizational structure and operating model. Relatório preliminar para o Ministério da Agricultura e Desenvolvimento Rural, Gabinete de Promoção do Sector Comercial Agrário.
- IDC Industrial Development Corporation of South Africa (2002) The Mozal case study. http://www.acia.sun.ac.za/projects/conferences/2002/FourthAn/Speeches/JACOKRIEK_MozalCaseStudy-25Oct2002.pdf (data de acesso: 22 de Junho de 2004).
- IFC—International Finance Corporation (2004) Summary of Project Information. <http://www.ifc.org/ifcext/africa.nsf/Content/SelectedProject?OpenDocument&UNID=28C03740EBF79E0685256A100057FAFF> (Data de acesso 15 Agosto de 2004).
- IMF – International Monetary Fund (2004) World Economic Outlook: The Global Demographic Transition. *World Economic and Financial Surveys*. Washington: IMF.
- Kaplan, S. e Strömberg, P. (2001) Venture capitalists as principals: contracting, screening, and monitoring. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8202.
- Kenney, M. (2000) Note on venture capital. The Berkeley Roundtable on the International Economy. Working Paper No. 142.
- Kenney, M., Han, K. e Research Fellow. (2002) The globalization of venture capital: The cases of Taiwan and Japan. Relatório apresentado na International Conference on Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital. Organizado pela UNU/INTECH e EU-DG Research. 7-8 Novembro, Bruxelas.
- KPMG e SAVCA—Southern African Venture Capital and Private Equity Association (2003) *Private Equity and Venture Capital Survey – 2002*. Parkview: KPMG Corporate Finance.

- KPMG e SAVCA—Southern African Venture Capital and Private Equity Association (2004) *Private Equity and Venture Capital Survey – 2003*. Parkview: KPMG Corporate Finance.
- Kumar, A. (2002) Venture capital finance in India: practices, perspectives and issues. Resumo da dissertação de doutoramento. *Finance India*, 16(1), pp. 247-252.
- Leeds, R. e Sunderland, J. (2003) Private equity investing in emerging markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15 (4), pp. 8-16.
- Sylvester, D. e Egeli, F. (2000) Selling Africa to the world: The emergence of private equity in Sub-Saharan Africa. *The Journal of Private Equity*, 3(3), pp.27-54.
- Lerner, J. (1994) Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics* 35, pp. 293–316.
- Lerner, J. e Schoar, A. (2004) Transaction structures in the developing world: Evidence from private equity. MIT Sloan School of Management, Working Paper No. 4468-04.
- Lerner, J. e Schoar, A. (circa 2003) Private equity in the developing world: The determinants of transaction structures. Artigo preliminar e incompleto não publicado, Harvard University e National Bureau of Economic Research.
- Mason, C. e Harrison, R. (1992) The supply of equity finance in the UK: a strategy for closing the equity gap. *Entrepreneurship and Regional Development*, 4, pp. 357-80.
- Mason, C. e Harrison, R. (1994) Informal venture capital in the UK. In *Finance and the Small Firm*, A. Hughes e D. Storey, eds. Londres e Nova Iorque: Routledge, pp. 64-111.
- Megginson, W. (2004) Toward a global model of venture capital? *Journal of Applied Corporate Finance*, 16(1), pp.8-26.
- Megginson, W. e Weiss, K. (1991) Venture capital certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, 46, pp. 879-93.
- MINCO – Mozambique Investment Company (2004) Directors’ report and financial statements for the year ended 31 December 2003.
- Moçambique (1999a) Lei n.º 15. *Boletim da República*, I Série, n.º 43, de 1 de Novembro.
- Moçambique (1999b) Decreto n.º 56. *Boletim da República*, I Série, n.º 36, de 8 de Setembro.
- Moçambique (2001) Decreto n.º 11. *Boletim da República*, I Série, n.º 11, de 20 de Março.

- Myers, S. e Majluf, N. (1984) Corporate financing and investment decision when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), pp. 187-221.
- Neidorf, S. (1999) Private equity in South Africa continues to grow. *Venture Capital Journal*, Wellesley Hills, 1 de Setembro.
- Oliveira, F. (2004) Capital de risco: a caracterização de um novo produto financeiro; o seu contributo para a racionalização dos modelos de financiamento das empresas moçambicanas. Trabalho de Licenciatura em Contabilidade e Auditoria, Instituto Superior de Ciências e Tecnologia de Moçambique.
- Oyen, L. e Levitsky, J. (1999) Financing of private enterprise development in Africa: The need for a wider range of financial instruments and interfaces with business development services for SMEs. Working Paper No. 4. Private Sector Development Branch Investment Promotion and Institutional Capacity Building Division. UNIDO.
- Pacanins, G. (2001) A note on private equity in developing countries. Boston, MA: Harvard Business School.
- Preto, J. (2004) GCI – Sociedade de Capital de Risco: uma empresa de capital de risco para Moçambique. Apresentação no 4º Congresso Internacional de Capital de Risco, Lisboa 25-26 de Maio 2004.
- PriceWaterhouseCoopers e 3i (2003) Global private equity 2003: report charts. http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/gpe_report_2003.pdf (data de acesso 16 de Maio de 2004)
- Prowse, S. (1998) The economics of private equity market. *Economic Review-Federal Reserve Bank of Dallas*. 3rd quarter. Dallas.
- Reiner, M. (1989) The transformation of venture capital: a history of venture capital organization in the United States. Ph.D. Dissertation, University of California, Berkeley.
- Ribeiro, J. (1995) Venture capital. *Revista Portuguesa de Gestão*, 95, pp. 11-15.
- Riding, A. e Short, D. (1987) Some investor and entrepreneur perspectives on the informal market for risk capital, *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 5 (2), pp. 19-30.
- SAVCA—Southern African Venture Capital and Private Equity Association (2004) www.savca.co.mz (data de acesso: 17 de Maio de 2004).

- Scheela, W. (2003) Knowledge transfer: the development of venture capital in SE Asia. Documento apresentado na Third International Conference on Knowledge, Culture and Change in Organizations. Agosto, Penang (Malásia).
- Schoombee, A. (2001) Financing small enterprises in South Africa: is enough being done? Relatório apresentado na "3rd Annual African Investment Conference Spier Wine Estate" Stellenbosch, 22-24 Agosto.
- Schwartz, L. (1994) Venture abroad: Developing countries need venture capital strategies. *Foreign Affairs*, 73(6), pp. 14-18.
- Short, D. e Riding, A. (1988) On the estimation of the investment potential of informal investors: a capture-recapture approach, *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 5 (4), 26-40
- Short, D. e Riding, A. (1989) Informal investors in the Ottawa-Carleton region: experiences and expectations, *Entrepreneurship and Regional Development*, 1, pp. 99-112.
- Smith, J. e Smith, R. (2000) *Entrepreneurial Finance*. John, Wiley and Sons, Nova Iorque.
- Spiro, E. (1997) Private equity investment in Hungary: the competitive edge as a force for innovation. Report on a conference convened by The Institute for EastWest Studies and the American Chamber of Commerce, October 5-7, Budapest.
- Stillman, R., Sunderland, J., Heyl, L. e Swart, H. (1999) A venture capital programme for South Africa. USAID's Support for Economic Growth Analysis in RSA.
- Tavares, C. (1999) O business angel institucional e o mercado de capitais de risco. Tese de mestrado em gestão e estratégia industrial. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Thomson Venture Economics (2002) Private equity overview and update. <http://www.ventureeconomics.com/vec/download/private%20equity%20overview2002.ppt>. (data de acesso: 28 de Fevereiro de 2004).
- União Europeia (2001) Council Regulation (EC) n° 416/2001, de 28 de Fevereiro. *Official Journal of the European Communities*, 1 de Março.
- UNIDO (2001) Venture Capital for Africa. <https://www.unido.org/userfiles/timminsk/ECOSOCventureCapital.pdf> (data de acesso: 20 de Junho de 2004).
- Wheelen, T. e Hunger, J. (2002) *Strategic Management and Business Policy*, 8ª ed. Nova Jérícia: Prentice Hall.
- Yin, R. (1989) *Case Study Research: Design and Methods*. London: Sage Publications.