

**SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO EM  
MOÇAMBIQUE**

**Cloé Ribas**

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa

[c.ribas@tvcabo.co.mz](mailto:c.ribas@tvcabo.co.mz)

## **Sociedades de Capital de Risco em Moçambique**

*O texto constitui uma síntese do estudo realizado ao longo de três anos sobre a actividade de capital de risco em Moçambique, que teve como objectivo central a avaliação da forma de actuação das Sociedades de Capital de Risco (SCR) locais. O estudo teve por base investigações anteriormente realizadas em Portugal e na África do Sul, mas alargou o âmbito daquelas ao considerar a envolvente contextual da actividade. Os resultados apontam para uma envolvente contextual pouco propícia ao desenvolvimento da actividade de capital de risco e para a existência de uma evolução significativa da política de intervenção das SCR ao longo do estudo. Entre outros aspectos, o estudo revela que foi necessária uma política de maior flexibilidade por parte das SCR locais, mas sem a adopção de modelos presentes em outros países menos desenvolvidos.*

## **Venture Capital Firms in Mozambique**

*The text constitutes a synthesis of a study that analysed in a comprehensive way the venture capital activity in Mozambique over three years. The central aim of the study was to evaluate if the local Venture Capital firms (VCs) performed their activities following the classical model or if there was an adjustment of their proceedings in response to specific aspects of a less developed economy. The study was based in previous investigations carried out in Portugal and in South Africa, but it enlarged their scope when considering the industry environmental context. The results observed the existence of a not so favourable environmental context for the industry growth and a significant evolution in the policy followed by the VCs. Amongst other aspects, the study suggested that the VCs embraced a more flexible approach, without, however, this meaning the adoption of models applied in less developed countries.*

## Introdução

---

O problema do financiamento das empresas, particularmente daquelas que pretendem iniciar a sua actividade ou expandir as suas operações, assume especial importância nos países em desenvolvimento, onde, à partida, as condições existentes serão mais adversas para o crescimento da actividade empresarial. Para desenvolver uma actividade são necessários recursos financeiros e empresas ou pessoas (empreendedores, empresários) que pretendam promover um projecto podem recorrer a várias formas diferentes de os obter, além da utilização dos recursos próprios que possuam. Por sua vez, os recursos podem estar disponíveis no mercado financeiro tradicional (nomeadamente, no sistema bancário), ou ser conseguidos através de mecanismos informais (familiares, igrejas, grupos étnicos, *business angels*, *xitique*<sup>1</sup>, entre outros), ou ainda através de outros mecanismos formais disponíveis no mercado financeiro, onde se situa a actividade de capital de risco.

O capital de risco tem sido considerado uma indústria de sucesso que contribui eficazmente para o desenvolvimento das economias dos países onde se encontra presente, nomeadamente nos aspectos relativos ao apoio às empresas (e indústrias) nascentes, à inovação, à taxa de sobrevivência de novas iniciativas empresariais e à geração de emprego (a este respeito, ver Berger e Udell, 1998; Kortum e Lerner, 1998; Hellmann e Puri, 2002).

O papel que as Sociedades de Capital de Risco (SCR) assumem como intermediários financeiros, como investidores directos e como *insiders* na organização em que participam é particular a essa actividade e elemento diferenciador de outros instrumentos de financiamento.

São apontados vários casos de sucesso de empresas que se firmaram no mercado internacional nascidas com o apoio do capital de risco. Empresas de todos conhecidas, como a Microsoft, a Digital Equipment Company, a Compaq, a Intel, a Federal Express e a Apple, entre outras, são exemplos de sucesso empresarial conquistado a partir de recursos financeiros inicialmente disponibilizados pelo capital de risco.

Se é verdade que a actividade do capital de risco se tem desenvolvido muito ao longo dos últimos 50 anos, também é verdade que esse desenvolvimento se tem processado, em maior ou menor grau, nos países considerados desenvolvidos, como referem Megginson (2004) e Aylward (1998). Há pouca informação disponível

---

<sup>1</sup> Xitique é uma palavra utilizada na zona Sul de Moçambique para designar um grupo de pessoas que contribui com um montante fixo mensal, igual para todas elas, durante um período de tempo determinado conforme o número de elementos do grupo, e apenas um dos elementos recebe cada mês o valor total arrecadado mensalmente, desfazendo-se o grupo após o recebimento deste valor por todos os participantes. A selecção da pessoa que arrecadará o valor total mensal poderá ser efectuada por sorteio, ou poderá ser tomada por consenso entre os participantes, conforme as necessidades manifestas pelas pessoas.

sobre a actuação do capital de risco nos países em vias de desenvolvimento ou subdesenvolvidos, mas provavelmente as condições económicas, e não só, também políticas, sociais e culturais prevaletentes nesses países condicionam o exercício dessa actividade na forma e modo como é realizada nos países mais desenvolvidos.

Para o caso de países africanos (particularmente os da África Subsaariana, com excepção da África do Sul), e à semelhança de países latino-americanos, asiáticos e dos novos países independentes do leste europeu, o surgimento da actividade de capital de risco é muito recente e conta com o envolvimento de organizações de apoio ao desenvolvimento, com destaque para as instituições do Grupo Banco Mundial (IFC – International Finance Corporation, SEAF – Small Enterprises Assistance Funds) e de bancos de desenvolvimento (Asian Development Bank, African Development Bank, Inter-American Development Bank, BEI – Banco Europeu de Investimento). Também as agências de cooperação internacional, tais como a USAID – United States Agency for International Development (Estados Unidos), a CDC – Commonwealth Development Corporation (Grã-Bretanha), a AFD – Agence Française de Développement (França), a NORFUND (Noruega) e a DEG (Alemanha) apoiaram (e continuam a apoiar) o nascimento de fundos de capital de risco em países menos desenvolvidos (relatório da UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development, 2001).

O objectivo de reforçar a base do sistema produtivo em países menos desenvolvidos, especialmente por intermédio da promoção de Pequenas e Médias Empresas (PME) pertencentes ao sector privado, está subjacente às acções das organizações governamentais e instituições financeiras de desenvolvimento. O apoio daquelas instituições à implementação ou ao desenvolvimento da actividade de capital de risco em Moçambique encontra fundamento nesse âmbito.

Para países que, como é o caso de Moçambique, possuem um fraco tecido empresarial e institucional, onde a assimetria de informação é muito acentuada, países que estão numa fase considerada de transição de uma economia centralmente planificada para uma economia de mercado, afectados no seu desenvolvimento económico e social pelos efeitos das guerras vividas, enfim, com os problemas resultantes dessas situações por todos conhecidos, a análise da actividade de capital de risco, no nosso entender, deverá atender a aspectos que vão um pouco além da actividade per se.

Na realidade, os factores apontados pela literatura que contribuem para o sucesso da actividade de capital de risco encontram-se ausentes, ou em fase incipiente na economia moçambicana. De acordo com Jeng e Wells (1998), destacam-se como factores condicionantes da actividade os seguintes:

- a existência de um mercado de capitais activo (que facilitaria a saída do

investimento através da realização de Ofertas Públicas de Venda);

- a rigidez do mercado laboral;
- a origem e saída dos investimentos no país de origem da Sociedade de Capital de Risco;
- os incentivos do Governo à actividade.

Segundo Megginson (2004), também a origem do sistema legal vigente no país (*Common Law* ou *Code Law*) é um dos factores determinantes para o sucesso dessa actividade.

Apesar de Moçambique contar com uma Bolsa de Valores incipiente, com uma legislação laboral rígida, de não haver incentivos do Governo para o desempenho da actividade de capital de risco, e de o sistema legal ser de origem francesa (*Code Law*), duas Sociedades de Capital de Risco encontram-se presentes no mercado, uma das quais há sete anos.

A presente intervenção baseia-se nos resultados de uma pesquisa longitudinal efectuada nos anos de 2002, 2003 e 2005. O objectivo central do estudo consistiu em avaliar a forma de actuação das SCR locais: seguem os padrões clássicos ou existe uma adequação dos seus procedimentos para responder a exigências específicas de uma economia menos desenvolvida?

O capital de risco (CR) é considerado como um instrumento financeiro que empresas não cotadas em Bolsas de Valores podem utilizar para o início, arranque e expansão das suas actividades, através da abertura do seu capital social à participação transitória de um sócio (uma Sociedade de Capital de Risco) que terá uma participação minoritária no capital da empresa. Na definição seguida do CR considera-se os *management buy-outs* e *buy-ins* como parte integrante dessa actividade.

O mercado das Sociedades de Capital de Risco será predominantemente aquele constituído por Pequenas e Médias Empresas (PME). As PME, de acordo com a bibliografia existente, caracterizam-se pelos seguintes aspectos:

- são normalmente empresas privadas, onde não há separação entre propriedade e gestão;
- a responsabilidade limitada é inexistente e, portanto, o risco de falência da empresa estende-se ao empresário;
- existe uma maior propensão para o risco e têm uma gestão centralizada e maior flexibilidade de actuação;
- têm maiores custos associados às imperfeições do mercado;
- são empresas não cotadas, não existindo, assim, um mecanismo objectivo de valorização das mesmas, sendo maiores os problemas derivados da assimetria de informação e as dificuldades no acesso ao financiamento.

As opções de financiamento e investimento para esse tipo de empresa são

restritas, o acesso aos recursos financeiros é condicionado e há um risco específico da PME, derivado da liquidez e diversificação reduzidas.

Por outro lado, segundo Ellis e Fauré (2000), manifestam-se algumas especificidades em relação ao empresário da África Subsaariana:

- a atitude do empresário em relação ao desenvolvimento da empresa contempla um horizonte temporal de curto prazo;
- a diversificação de actividades é preferida em detrimento do investimento no crescimento da actividade inicial;
- a contratação de pessoas poderá dar primazia a critérios familiares e étnicos;
- a importância das recompensas e vantagens provenientes dos arranjos institucionais actua como factor influenciador na dimensão e orientação do empresariado;
- a realização do lucro através de coligações políticas é mais frequentemente procurada e utilizada pelos empresários do que a via das interações do mercado.

Assim, além de um conjunto de factores sobre as motivações do empresário (desejo de controlo da sua própria vida, ter flexibilidade entre a vida profissional, pessoal e familiar, desejo de alcançar uma boa posição social e ser respeitado), devemos considerar, para o caso do empresário africano, a influência sobre as suas motivações exercida pelas redes familiares e de pertença, a visão mais voltada para o curto prazo (muito devido a situações de instabilidade política), a preferência pela diversificação de actividades em detrimento do reinvestimento na actividade inicial, bem como a influência que a actuação do Estado exerce sobre o seu processo de decisão.

---

### **Característica da envolvente**

Segundo dados do Instituto Nacional de Estatística (INE, 2003), as empresas em Moçambique caracterizam-se, maioritariamente, por terem em média menos de 10 trabalhadores, por actuarem no sector do comércio e, juridicamente, por se tratar de empresários em nome individual. Por outro lado, de acordo com o World Bank (2003), possuem uma capacidade de gestão e planeamento reduzida, verifica-se a ausência de auditoria e contabilidade organizada, na estrutura capital o maior peso incidirá no capital alheio e existe uma dependência do autofinanciamento, quer para capital circulante quer para novos investimentos.

O ambiente de negócios presente na realidade moçambicana ainda contém sérios entraves ao desenvolvimento do sector privado. Os seguintes aspectos contribuem para essa situação:

- morosidade de procedimentos (importação, exportação, licenciamento, restituição do IVA);
- lei do trabalho muito restritiva;
- sistema judiciário fraco, moroso e não fiável;
- capacidade institucional do Governo muito fraca e poder de decisão concentrado em Maputo;
- corrupção nas instituições;
- infra-estruturas de baixa qualidade.

Por outro lado, o sistema financeiro em Moçambique é caracterizado pela existência de:

- um sistema bancário muito concentrado, em processo de saneamento de uma taxa elevada de crédito mal parado, sujeito a restrições de liquidez impostas pelo Banco Central (reserva obrigatória), com depósitos à ordem (cerca de 75% do total depósitos) em igual proporção entre moeda nacional e estrangeira e praticando taxas de juros consideradas elevadas;
- alguns programas do Governo que também concedem empréstimos às empresas, como o PoDE – Programa para o Desenvolvimento Empresarial, o FFPI – Fundo de Fomento da Pequena Indústria e o FARE – Fundo de Apoio à Reestruturação Económica, mas que têm um âmbito restrito de aplicação;
- outras Instituições de crédito: como o GAPI – Sociedade de Gestão e Financiamento para a Promoção da Pequena e Média Empresas, que concede crédito a PME; e cooperativas e Organizações Não Governamentais constituídas em instituições de microcrédito.

Em traços largos, esse é o panorama de fundo do mercado local onde operam as duas Sociedades de Capital de Risco: a Mozambique Capital Partners, Ltd. (subsidiária do Grupo Aureos Capital), e a GCI – Sociedade de Capital de Risco, Sarl (ligada ao BCI – Banco Comercial e de Investimento). A Mozambique Capital Partners, Ltd. é a SCR mais antiga no mercado. Inicia suas operações em 1998 com o fundo denominado MINCO. Possui dois quadros seniores. Em 2003 passa a operar um fundo regional, o AUREOS, que engloba a África do Sul, o Zimbábue, a Zâmbia e as Ilhas Maurícias, além de Moçambique. O AUREOS é um fundo que conta com cerca de USD 50 milhões com prazo de validade de 8 anos, ou seja, com encerramento previsto para 2011. A GCI – Sociedade de Capital de Risco, Sarl opera um fundo de capital de risco denominado FICREM – I (Fundo de Investimento de Capital de Risco em Empresas de Moçambique) e inicia as suas operações em 2001. Possui dois quadros seniores. O fundo FICREM, no valor de 10 milhões de USD, tem 10 anos de prazo de validade, sendo o seu encerramento previsto igualmente para 2011.

## **Metodologia**

---

A pesquisa realizada em Moçambique seguiu a metodologia utilizada em outros estudos semelhantes, particularmente os realizados por Bentes (1997), em Portugal, e por Taylor (2001), na África do Sul. Por sua vez, estes estudos seguiram a metodologia adoptada inicialmente por Knight (1994) no trabalho pioneiro sobre os critérios de análise e selecção de investimentos seguidos pelas SCR, localizadas em diferentes países. Assim, foram estudados aspectos de carácter institucional das SCR, aspectos relativos ao grau de envolvimento das SCR na gestão das empresas participadas, à política de investimento adoptada pelas SCR e ao processo de decisão seguido pelas SCR.

Contudo, considerando o exercício do capital de risco como uma actividade de intermediação no mercado financeiro, vários aspectos intervêm na forma como esta é desempenhada. Se a contextualização da actividade de capital de risco é mais fácil de ser depreendida dos mercados considerados desenvolvidos, o mesmo não ocorre em países que se encontram ainda em fase de desenvolvimento.

Nesse ponto, a pesquisa realizada sobre o capital de risco em Moçambique diferencia-se dos estudos supracitados e acrescenta um quadro de referência elaborado por Leitinger e Schöfer (2002), segundo o qual, com base na análise de determinados indicadores da envolvente contextual, foram especificadas quatro dimensões: as do meio envolvente económico, legal e social e a do espírito empreendedor. Cada uma das dimensões conta com uma série de critérios, aos quais estão associados indicadores para apurar e avaliar as condições existentes em um determinado país para que o desenvolvimento da actividade de capital de risco se processe com sucesso.

## **Apresentação dos resultados**

---

Os resultados da pesquisa indicam que os fundos de capital de risco geridos pelas SCR em Moçambique se caracterizam por serem fechados e independentes. A estrutura organizacional das SCR segue o modelo normal das Sociedades de Capital de Risco independentes, ou seja, a gestão do fundo não é realizada pelos investidores deste, mas, sim, por uma equipa de gestão que assume a responsabilidade sobre as decisões de investimento que venha a tomar, ainda que estas estejam sujeitas a aprovação por um comité.

Em relação à estrutura percentual dos investidores nos fundos de capital de risco (Quadro 1), nota-se que, após 2003, passa a haver uma maior incidência de recursos provenientes das instituições financeiras de cooperação nos fundos activos no mercado moçambicano.



**Quadro 1 – Participação dos investidores nos fundos de capital de risco**

Tipos de investidores	Outubro 2002	Outubro 2003	Outubro 2005
Bancos	34%	25%	25%
Instituições financeiras de cooperação	56%	74%	74%
Outros	10%	1%	1%

*Fonte: dados das SCR, análise da autora.*

Durante a realização do estudo, o número de propostas recebidas para análise pelas duas SCR em 2003 foi inferior, em média, ao de 2002, assim como a taxa de aprovação de participação em investimentos. Em 2005, o número de projectos recebidos voltou a diminuir em relação a 2003 e nenhuma SCR aprovou algum investimento ao longo dos últimos dois anos (2004 e 2005) ou efectuou a saída de empresas participadas.

#### **Classificação dos factores de avaliação de investimento**

Em 2003, as duas SCR concordavam que a «personalidade e características dos promotores e da equipa de gestão do projecto» era o aspecto mais importante na avaliação de uma proposta de investimento. Em 2005, as SCR passam a divergir em relação à ordem de importância de quase todos aspectos; contudo, a «personalidade e características dos promotores e da equipa de gestão» continuam a ser classificadas em primeiro lugar por uma das SCR e em terceiro pela outra.

#### **Factores importantes em relação aos promotores e gestores do projecto**

A «experiência dos promotores no negócio que estão a propor» e a «integridade do proponente» foram os factores conjuntamente considerados como os mais importantes pelas duas SCR em 2002 e 2003, situação validada também em 2005.

#### **Factores importantes em relação ao produto ou serviço e ao mercado-alvo**

Como verificado em 2003 e 2004, também em 2005 as SCR divergem sobre os factores mais importantes em relação ao produto ou serviço e ao mercado-alvo, não havendo um factor indicado consensualmente pelas duas SCR como o mais importante no período de tempo analisado. O resultado sobre essa vertente é inconclusivo.

#### **Factores importantes em relação aos aspectos operacionais**

O «sistema de controlo financeiro» continua a ser o aspecto operacional mais importante para as duas SCR ao longo dos anos.

### **Factores de ordem financeira utilizados na avaliação do projecto**

Dos métodos de ordem financeira listados para avaliação de um projecto, as SCR responderam que sempre utilizam a «TIR» (taxa interna de retorno) e o «montante global de investimento» como factores comuns nas respostas das três fases de aplicação do questionário. O método «preços de transacções recentes para aquisições no sector» também reúne consenso por parte das SCR, como sendo o que nunca ou quase nunca utilizam.

### **Factores para avaliação do risco**

Embora não coincidentes em termos da importância dada aos factores para avaliação do risco, os dados recolhidos indicam que a «competência da equipa de gestão» é o factor de maior peso na avaliação do risco de uma proposta de investimento.

### **Taxa real de rendibilidade esperada**

Em 2002 não houve concordância entre as SCR sobre a taxa real de rendibilidade esperada abaixo da qual a SCR não estará interessada em investir: foram indicados os intervalos quer entre 10% e 20%, quer entre 20% e 30%. Em 2003, ambas as SCR concordavam com a taxa que se situava no intervalo de 10% a 20%, situação que se alterou em 2005, voltando-se aos mesmos intervalos indicados em 2002.

## **Resultado das entrevistas com associações empresariais**

Os resultados obtidos através das entrevistas realizadas com os presidentes ou directores executivos das principais associações empresariais podem ser resumidos em três pontos principais:

- falta de conhecimento do âmbito e forma de actuação de uma SCR;
- relutância do empresariado local na abertura do capital;
- posição favorável no aconselhamento à gestão das empresas.

### **Resultados do quadro de referência: meio envolvente para o sucesso de investimentos de capital de risco**

Com excepção da dimensão «espírito empreendedor», as restantes dimensões que segundo Leitinger e Schöfer (2002) contribuem para o sucesso da actividade de capital de risco foram caracterizadas com base na recolha de dados secundários. A inexistência de dados secundários que possam consubstanciar a existência ou não dos factores assinalados sob a dimensão «espírito empreendedor» levou a que essa dimensão não pudesse ser considerada no estudo. Os principais factores identificados para cada dimensão em Moçambique são apresentados resumidamente nos pontos seguintes:

**Meio envolvente económico:**

- mercado pequeno;
- baixo crescimento das vendas e dos lucros;
- mercado financeiro e mercado de capitais fracos;
- infra-estrutura de apoio aos serviços rudimentar;
- baixa educação tecnológica e económica;
- disponibilidade dos factores-chave de produção de nível qualitativo baixo.

**Meio envolvente legal:**

- legislação fiscal e comercial não encoraja a actividade de empreendedores e a abertura de empresas;
- existência de muitas limitações ao financiamento das empresas;
- Bolsa de Valores incipiente;
- regras de investimento para investidores institucionais liberalizadas.

**Meio envolvente social:**

- ambiente pouco atractivo para pesquisadores;
- não há resultados de pesquisa interessantes e/ou descobertas científicas;
- pouca ou nenhuma cooperação entre a Universidade e a economia;
- disposição para arriscar como empreendedor e como investidor (factor não determinado no estudo realizado em Moçambique);
- aceitação social de fracassos (factor não determinado no estudo realizado em Moçambique).

**Espírito empreendedor:**

Não foram encontrados dados que possam consubstanciar a existência ou não dos factores que compõem essa dimensão. Para facilidade de referência, os factores correspondentes encontram-se abaixo identificados:

- cooperação em parcerias ao invés da filosofia de «eu sou o dono da casa»;
- forte orientação para o crescimento ao invés do «small is beautiful»;
- predisposição para partilhar riscos e lucros;
- coragem para ser empreendedor;
- criatividade, iniciativa e espírito de abertura.

**Síntese e conclusões**

Tal como em outros países menos desenvolvidos, conforme ressaltado por Guidotti e Sagari (1991), Aylward (1998) e Gibson (1999), a actividade de capital de risco em Moçambique defronta-se com dificuldades resultantes das características dos projectos gerados, do pequeno tamanho e poder de compra do mercado doméstico, da falta de competências de gestão adequadas, da atitude resistente dos empresários quanto à participação de terceiros no capital

da empresa e dificuldades na concretização da saída do investimento, por falta de um mercado bolsista, falta de investidores estratégicos, ocorrendo a saída, na maioria das vezes, através da recompra, pelos outros sócios, da participação detida pela SCR.

Especificamente em relação a Moçambique, as SCR locais ainda ressaltaram outros problemas para o exercício da sua actividade, nomeadamente a baixa qualidade da informação de gestão produzida pelas empresas, a existência de muita burocracia e corrupção (em média, demora-se três meses para iniciar um contrato de participação, tempo considerado demasiadamente longo para esse tipo de actividade) e a necessidade de rever o enquadramento legal da actividade em Moçambique, devido à falta de clareza da legislação aplicável.

As respostas dadas pelas SCR realçam alguns factores interessantes, indicativos da adaptação da actividade de capital de risco em Moçambique.

Em termos de caracterização institucional, a alteração mais significativa, ocorrida um ano após a realização da primeira fase do estudo, foi a transformação de um dos fundos de capital de risco a operar em Moçambique em fundo regional. Parece-nos significativo que os investidores privados do anterior fundo não tenham mostrado interesse em participar no novo fundo; o novo fundo passou a ter apenas instituições financeiras de desenvolvimento e o Banco Europeu de Investimento (BEI) como investidores.

Na realidade, se considerarmos o BEI como uma instituição financeira de desenvolvimento, a participação agregada destas instituições no total dos dois fundos de capital de risco disponíveis em Outubro de 2005 ascende a 95%. O envolvimento das instituições financeiras de desenvolvimento em fundos de capital de risco nos países em desenvolvimento, como anteriormente ressaltado, não é particular a Moçambique; pelo contrário, parece confirmar uma tendência dos anos mais recentes, facto que, por sua vez, diferencia a própria actividade nesses países daquela que é praticada nos países desenvolvidos. Particularmente, nota-se o envolvimento de instituições financeiras de desenvolvimento nos fundos de capital de risco destinados às PME dos países em desenvolvimento.

De forma coincidente com os resultados obtidos pelo estudo de Bentes (1997) realizado em Portugal, também em Moçambique a representatividade das SCR nos órgãos sociais da empresa participada se faz através da figura de um administrador.

O facto de as SCR classificarem como pouco importante a existência de um «plano de negócios coerente e completo» poderá reflectir a constatação indicada em outros estudos de que existe dificuldade por parte das empresas na elaboração de um plano de negócios. A dificuldade na elaboração de um plano de negócios por parte das empresas locais, aliado ao facto de isso ser dispendioso

para a maioria das empresas (que têm que contratar consultores para o efeito), é apontada nas pesquisas do Banco Mundial (World Bank, 2002 e 2003) como um factor limitante no acesso ao crédito.

Nota-se também, através dos valores médios de investimento realizados por cada SCR e pelos valores mínimos de investimento indicados por estas, a existência de um certo direccionamento de uma das SCR para investimento em pequenas e médias empresas e da outra para médias e grandes empresas.

As respostas das SCR em relação aos factores considerados mais importantes na avaliação de um investimento são coincidentes com o enfatizado pela literatura da área e, inclusivamente, com os resultados dos estudos precedentes. O estudo realizado em Portugal por Bentes (1997) aponta como critérios de avaliação a experiência dos promotores, em primeiro lugar; a adequação do produto ao mercado e a taxa de rendibilidade, ex-*equo* em segundo lugar; a política de desinvestimento, em terceiro. Quanto ao estudo elaborado na África do Sul por Taylor (2001), a personalidade e experiência da equipa de gestão, o mercado-alvo e a estratégia de saída do investimento são os três primeiros critérios de avaliação classificados por ordem de importância pelas SCR que participaram no estudo.

Os resultados obtidos em Moçambique indicam que as SCR locais no processo de avaliação de um investimento privilegiam, a «personalidade e características dos promotores e do management team do projecto»; os «aspectos financeiros»; e a «estratégia de saída do investimento».

Os métodos de ordem financeira utilizados pelas SCR locais para avaliação de um projecto são, preferencialmente, a «TIR» (taxa interna de retorno), o «montante global de investimento», o «grau de endividamento da empresa» e o «valor contábil histórico». A utilização desses métodos, compreensivelmente, não vai ao encontro dos métodos utilizados nos mercados mais desenvolvidos, onde a existência de mercados de capitais, com maior ou menor grau de desenvolvimento, possibilita o uso de técnicas de avaliação mais diversificadas e sofisticadas.

De qualquer forma, e conforme Taylor (2001), as SCR utilizam mais de um método para a avaliação dos investimentos que pretendem realizar, sendo o Valor Actual Líquido (VAL) o método principal utilizado pelas SCR na África do Sul, Alemanha, Bélgica, Holanda, Hungria e Polónia. Para as SCR que actuam no mercado moçambicano, o VAL, embora citado como sendo um dos métodos utilizados, não reúne consenso entre as SCR quanto ao grau de utilização e não é considerado o mais utilizado.

Um resultado interessante refere-se à utilização do método «preços de transacções recentes para aquisições no sector», o menos utilizado pelas duas SCR locais. Esta resposta poderá ser indicativa da existência de poucas transacções

nos sectores, ou ainda derivar do facto de não ser possível identificar o preço das transacções ocorridas no mercado (se as houver), dada a inexistência de um mecanismo transparente que possa fornecer a indicação (como seria o caso das transacções realizadas na Bolsa de Valores). Note-se que o método «preços de transacções recentes para aquisições no sector» é o terceiro método utilizado pelas SCR sul-africanas, independentemente do estágio de desenvolvimento em que se encontra o projecto a ser participado pela SCR.

Sobre a avaliação do risco do projecto, há alguma diferença em relação aos resultados obtidos nos diversos anos de aplicação do questionário; contudo, as respostas fornecidas pelas SCR em 2005 indicam conjuntamente como factor muito importante a «competência da equipa de gestão». Segundo Bentes (1997), as SCR em Portugal atendem principalmente a factores relacionados com os gestores/promotores do projecto (competência), com o mercado e com o horizonte temporal do investimento, resultados estes coincidentes com os indicadores de risco específicos apurados por Taylor (2001) e com os resultados das SCR em Moçambique.

Na caracterização do quadro de referência das condições envolventes à actividade das SCR num determinado contexto fica patente (excepto em relação ao espírito empreendedor, pois julgamos não dispor de dados suficientes para poder caracterizá-lo) que as envolventes económica, legal e social existentes em Moçambique actualmente não se apresentam propícias para que o capital de risco possa desenvolver-se com sucesso, pelo menos segundo o modelo clássico de intervenção, adoptado nos países desenvolvidos, com destaque para os Estados Unidos.

Não há uma intervenção especial do Governo no sector, na medida em que não se faz sentir nenhum aspecto particular na promoção da actividade de capital de risco no país, excepto em termos de regulamentação da actividade. Em termos legais, não está previsto nenhum incentivo à actividade de capital de risco.

Conforme ressaltado por Keuschnigg (2003), por Jeng e Wells (1998) e por Guidoti e Sagari (1991), essa poderá ser uma área a merecer atenção por parte da política do Governo, já que se trata de uma indústria nascente a nível local e que, se devidamente incentivada, poderá contribuir para o desenvolvimento da base produtiva do país, promovendo a entrada de novos operadores no sistema económico, os quais, se devidamente apoiados pelas SCR, poderão ter maiores hipóteses de sobrevivência no mesmo.

Globalmente, os resultados da pesquisa sobre as SCR em Moçambique apontam para uma envolvente contextual pouco propícia ao desenvolvimento da actividade de capital de risco e para a existência de alguma adaptação da política de intervenção das SCR ao longo do estudo. Entre outros aspectos, o

estudo revela que foi necessária uma política de maior flexibilidade por parte das SCR locais, mas sem a adopção de modelos de capital de risco presentes noutros países menos desenvolvidos.

Estamos cientes de que a complexidade dos factores envolvidos e mesmo o desconhecimento de alguns destes factores por falta de dados merecem um estudo mais aprofundado da realidade, no qual necessariamente estariam envolvidas diferentes áreas das ciências sociais.

Um aspecto importante a ser estudado para um maior aprofundamento do tema reside exactamente em olhar a actividade de capital de risco do lado da procura. Ou seja, o exercício da actividade de capital de risco pressupõe a existência de empreendedores ou empresas com potencial de desenvolvimento, aspecto esse que não foi alvo do estudo realizado, sendo essa, entre outras, uma das suas limitações, se considerarmos um contexto mais amplo de formas de apoio ao desenvolvimento económico do país.

### **Bibliografia citada**

- Aylward, A. (1998), *Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries*, IFC Discussion Paper 36, World Bank.
- Bentes, S. (1997), *O Capital de Risco em Portugal: Uma Actividade Emergente*, dissertação de mestrado, Lisboa, ISCTE.
- Berger, A. N., e Udell, G. F. (1998), «The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle», *Journal of Banking and Finance*, vol. 22.
- Ellis, S., e Fauré, Y.- A. (2000), *Empresas e Empresários Africanos*, Lisboa, Editora Vulgata.
- Gibson, T. (1999), *Equity Investment for Small and Medium Enterprises in the Newly Independent States*, Eurasia Foundation Publication.
- Guidotti G., e Sagari, S. (1991), *Venture Capital Operations and Their Potential Role in LDC Markets Country*, Economics Department, The World Bank WPS 540.
- Hellmann, T., e Puri, M. (2002), «On the fundamental role of venture capital», *Economic Review – Federal Reserve Bank of Atlanta*, vol. 87 (4), p. 19.
- INE, 2003, «CEMPRE – Censo de Empresas: resultados preliminares», Instituto Nacional de Estatística, documento disponível em <www.ine.gov.mz>.
- Jeng, L. A., e Wells, P. C. (1998), «The determinants of venture capital funding: evidence across countries», documento disponível em <www.ssrn.com>.
- Keuschnigg, C. (2003), «Public policy and venture capital backed innovation», RICAPE – Risk Capital and the Financing of European Innovative Firms, Working Paper 004.
- Knight, R. M. (1994), «Criteria used by venture capitalists: a cross cultural analysis», *International Small Business Journal*, London, vol. 13 (1), pp. 26-38.

- Kortum, S., e Lerner, J. (1998), «Does venture capital spur innovation?», National Bureau of Economic Research, NBER (Proquest doc ID: 4671068).
- Leitinger, R., e Schöfer, P. (2002), «Framework for venture capital in the accession countries to the European Union», EFMA 2002, London Meetings.
- Meggison, W. L. (2004), «Towards a global model of venture capital?», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 16 (1), pp. 89-107.
- Taylor, M. (2001), *A Comparative Study of the South Africa Venture Capital and Private Equity Industry with Special Reference to the Investment Decision-Making Process*, dissertação de mestrado, Cidade do Cabo, University of Cape Town.
- UNCTAD (2001), *Improving the Competitiveness of SMEs in Developing Countries: The Role of Finance to Enhance Enterprise Development*, United Nations Conference on Trade and Development, Genebra, United Nations.
- World Bank (2002), *Mozambique Industrial Performance and Climate Assessment 2002*, RPED – Regional Program in Economic Development.
- World Bank (2003), *Mozambique Industrial Performance and Climate Assessment 2003*, RPED – Regional Program in Economic Development.