

Determinantes do sucesso do investimento de capital de risco em
Portugal

Rui Manuel Rodrigues

Dissertação submetida como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Finanças

Orientador:

Professor José Paulo Esperança, ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Co-orientador

Dr. José Furtado, Administrador da Caixa Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A.

Abril 2010

Sumário

O presente trabalho teve como objectivo, perceber quais os factores críticos de sucesso do investimento de capital de risco em Portugal.

Seguindo uma política de investimento diferente daquela vigente no país berço da actividade, os E.U.A., o capital de risco na Europa e em Portugal, dirigiu o seu investimento maioritariamente para operações *later-stage*. Portugal diferencia-se também de outros países europeus, devido à presença bastante significativa da banca e do estado, entre os principais investidores de capital de risco.

Face às diferenças significativas existentes entre os países alvo da literatura sobre a rentabilidade do capital de risco e Portugal, e utilizando uma série de operações de um investidor de capital de risco português, verificou-se uma taxa de rentabilidade superior em operações de *start-up*, influenciada provavelmente pela forte presença estatal no sector, incrementando a actividade neste tipo de operações. A recompra pelos promotores, revelou ser o método de desinvestimento que maior taxa de rentabilidade proporciona ao investidor, revelando pouco dinamismo no mercado secundário do capital de risco, estando em linha com o comum estabelecimento prévio das condições de saída.

As percentagens mais reduzidas de detenção de capital social por parte dos investidores, assim como as operações de duração mais curta, demonstram maior rentabilidade, aferindo-se, quer a exiguidade do mercado de desinvestimento, assim como a menor apetência para o capitalista de risco ser um parceiro de negócio efectivo.

Este estudo, permitiu aferir a posição mais reactiva dos investidores, ao não utilizarem alguns instrumentos passíveis de incrementarem a rentabilidade, como o faseamento de capital e a presença de um representante no conselho de administração das participadas.

Palavras-chave: Capital de risco, *Performance*, Investimento, Desinvestimento

JEL: G24 - Investment Banking; Venture Capital; Brokerage; Ratings and Ratings Agencies; G32 - Financing Policy; Financial Risk and Risk Management; Capital and Ownership Structure

Abstract

The study pursued the goal of identifying success factors of Portuguese Private Equity and Venture Capital investment.

Following a different investment policy, from their origins (and still in practice in the US), this industry in Europe, and in Portugal, focused on later stage operations. Portugal presents a significant difference from other European countries, as banks and the state lead as private equity and venture capital investors.

Due to the significant differences between the countries usually targeted by the literature and Portugal, I found out interesting to understand the drivers of this industry in this country.

Using data base from a Portuguese private equity company, it was found that start-up operations offer a higher return, as compared with later stage investments. In what concerns the exit methods, buy-back seems to be the most profitable harvesting strategy, suggesting the lower dynamism of the Portuguese private equity market, being in line with the previously contracted exit conditions (between promoters and investors).

Investments with a shorter duration and lower investor shareholding are the ones that give a higher profitability, suggesting the exiguity of Portuguese market and the lower vocation of Portuguese investors to be more than financial partners.

Another interesting aspect is the reactive attitude of Portuguese investors as they tend to ignore potentially return enhancing policies such as nominating a board member and increasing the offer of “stage-financing”.

Key Words: Private Equity, Performance, Investment, Divestment

JEL: G24 - Investment Banking; Venture Capital; Brokerage; Ratings and Ratings Agencies; G32 - Financing Policy; Financial Risk and Risk Management; Capital and Ownership Structure

Índice

Sumário Executivo	I
1 - Introdução.....	1
2 – Definições e Investigação sobre Capital de Risco.....	3
Capital de Risco – Definição e Características	3
Génese do capital de risco	4
Operação de capital de risco	6
Investigação sobre Capital de Risco	9
3- Evolução Recente do Capital de Risco	11
Na Europa	11
Em Portugal	16
4 – Determinantes da Performance do Capital de Risco	26
Série de Operações.....	26
Aspectos teóricos e Hipóteses.....	27
Estatísticas Descritivas	33
Determinantes do Sucesso de um Investimento de Capital de Risco	34
5 – Conclusões.....	40
Bibliografia.....	43

Índice de figuras

Ilustração 1 - Fase de investimento do capital de risco	7
Ilustração 2 - Investimento de capital de risco na Europa, fonte: EVCA.....	12
Ilustração 3 - Repartição do investimento por fases, fonte: EVCA.....	13
Ilustração 4 - Investidores de capital de risco na Europa, fonte: EVCA.....	14
Ilustração 5 - Importância dos principais de destino e origem de fundos de capital de risco, fonte: EVCA	14
Ilustração 6 - Desinvestimento europeu, fonte: EVCA	15
Ilustração 7 - Peso do investimento de capital de risco no PIB, por país europeu em 2008, fonte: EVCA	17
Ilustração 8 - Evolução do capital de risco em Portugal, fonte: APCRI	18
Ilustração 9 - Tipologia do investimento em Portugal, fonte: APCRI	18
Ilustração 10 - Tipologia do desinvestimento em Portugal, fonte: APCRI	19
Ilustração 11 - Investidores de capital de risco em Portugal, fonte: APCRI	20
Ilustração 12 - Quota dos principais operadores de mercado de capital de risco em Portugal (2007), fonte: CMVM	21
Ilustração 13 - Investimento por sector de actividade - SCR, fonte: CMVM	22
Ilustração 14 - Investimento por sector de actividade - FCR, fonte: CMVM	22
Ilustração 15 - Período médio de detenção das participações sociais (2007), fonte: CMVM	23
Ilustração 16 - Capital detido nas empresas participadas, 2007 - SCR, fonte: CMVM .	24
Ilustração 17 - Capital detido nas empresas participadas, 2007 - FCR, fonte: CMVM .	25
Ilustração 18 - Tipo de presença dos investidores de capital de risco, fonte: APCRI....	25
Ilustração 19 - Rentabilidade média da operação por tipo de projecto	34
Ilustração 20 - Rentabilidade média da operação por tipo de avaliação prevista.....	35
Ilustração 21 - Rentabilidade média da operação por tipo de saída	36
Ilustração 22 - Rentabilidade média da operação consoante o período de detenção da participação social	36

Ilustração 23 - Rentabilidade média da operação consoante a presença de um representante do investidor no conselho de administração na empresa participada.....	37
Ilustração 24 - Influência do faseamento do investimento na rentabilidade média da operação.....	38
Ilustração 25 - Influência do estado de mercado na rentabilidade média da operação ..	38
Ilustração 26 - Rentabilidade média da operação consoante a percentagem de capital social detido na empresa participada	39

Sumário Executivo

Chegando a Portugal em 1986, o sector de capital de risco não se mostrou junto do mercado como um instrumento de grande dinamismo económico. A reduzida vocação dos investidores em transmitir algo mais do que um simples *apport* financeiro (tornar-se num parceiro estratégico), associado ao elevado custo de capital, comparativamente ao empréstimo bancário, fez com que as empresas apenas considerassem esta hipótese quando não lhes fosse possível alavancar mais a sua estrutura de capital, sendo visto quase como um “hospital de empresas”

No entanto, nos últimos anos, os investidores têm tentando inverter esta situação. A nível europeu, foram criados mercados de capitais com o intuito de fomentar o lançamento e a expansão dos negócios e, a nível interno, tem-se assistido a um claro redireccionamento para operações de *buy-out*, cuja natureza, muitas vezes não implica a existência de um parceiro de negócios (já existe uma visão estratégica por parte do gestor), sendo suficiente um parceiro de carácter financeiro.

Tal como na Europa, em Portugal, o investimento dirige-se maioritariamente a investimentos *later-stage*, seguindo um caminho diferente do país berço desta actividade, os E.U.A., onde as operações de “*seed capital*” e “*start-up*” encontram maiores oportunidades de financiamento. Os principais investidores de capital de risco em Portugal são também diferentes dos verificados nos maiores países europeus. Contrariando o verificado na Europa, onde os fundos de pensões se assumem como os principais investidores, a banca e o estado são os principais responsáveis pelo investimento em Portugal. A forte presença deste tipo de investidores, onde não se limitam a investir em fundos mas também a geri-los (criando para o efeito sociedades gestoras de fundos de capital de risco), pode ser um factor explicativo do pouco dinamismo que o sector apresentou em Portugal, migrando os seus modelos de negócio, para a actividade de capital de risco, o que resultou na menor capacidade de deter uma postura “*hands-on*”, exemplificada pelo acompanhamento do investidor, realizado por vezes de forma semelhante ao existente numa relação creditícia.

Com a escassez de literatura sobre a rentabilidade do capital de risco em Portugal (a existente incide maioritariamente sobre a actividade nos E.U.A. e nos maiores países europeus), e face às diferenças socioeconómicas existentes entre Portugal e os países

estudados, este trabalho analisa as operações realizadas por uma sociedade de capital de risco portuguesa, em território nacional, entre 1998 e 2008.

Assim, através da realização de testes não paramétricos à série de operações, verificou-se, ao contrário do expectável, uma rentabilidade média superior em operações de *start-up*. Face à menor vocação para um acompanhamento próximo, era expectável que operações *later-stage*, fossem as mais rentáveis. No entanto, a presença estatal no sector, pode ter impulsionado o surgimento deste tipo de operações.

O estabelecimento prévio das condições de saída, demonstra proporcionar maior rentabilidade, caso o estabelecimento do preço seja feito através de uma avaliação independente (no caso do estabelecimento de uma TIR mínima ou de um múltiplo de EBITDA, a rentabilidade é manifestamente inferior). A recompra por parte dos antigos titulares (modalidade pouco utilizada na Europa), é aquela que maior rentabilidade proporciona em Portugal, demonstrando o menor dinamismo do mercado no momento do desinvestimento.

Os investimentos de menor duração e com uma menor participação no capital são os que proporcionam maior rentabilidade.

Outro aspecto interessante, depreendido pela análise dos resultados, é a postura passiva dos investidores. O facto da pior rentabilidade verificada, em operações onde se verifique a existência de um representante do investidor no conselho de administração da participada ou no caso em que se verifica um faseamento da entrada do capital, revela que instrumentos que poderiam ser utilizados para mitigar o risco, entram apenas em acção para minimização de estragos demonstrando, no entanto, a existência de potencial de valorização, caso se proceda à utilização destes instrumentos como mitigadores de risco.

A análise da influência da dinâmica de mercado, na rentabilidade de uma operação, não é conclusiva.

1 - Introdução

Constituindo-se como uma das formas de financiamento da economia, o capital de risco caracteriza-se como uma participação temporária e normalmente minoritária no capital social de uma empresa, assegurando suporte financeiro ao seu desenvolvimento. O sucesso do capital de risco encontra-se dependente do sucesso do negócio da empresa apoiada. Ao tornar-se sócio da empresa, a mais-valia do investimento provirá necessariamente da valorização do negócio.

Tratando-se do capital, de um recurso escasso, agravado pela actual conjuntura de recessão económica, onde se verifica uma diminuição de liquidez no mercado, é importante perceber que tipos de empresas apoiadas pelo capital de risco criam valor e rentabilizam o investimento, de modo a racionalizar, da melhor maneira possível, a alocação deste recurso. Face à pouca representatividade que o capital de risco assumiu até hoje na economia portuguesa, e apesar do crescente interesse pelo sector, existem poucos estudos e publicações acerca do seu impacto, características e *performance* em Portugal. Mesmo a nível global, só a partir dos anos 90 se verificou um “boom” na publicação de artigos sobre o capital de risco. Tratando-se de um negócio de “*private equity*”, contrariamente ao “*public equity*”, a disponibilização da informação é muito mais restrita, com os investidores de capital de risco, a publicitarem poucos dados, com o intuito de proteger o seu modelo de negócio, tornando-se, a escassez de informação o maior obstáculo para a realização de estudos eficazes e completos sobre o sector.

Assim, ao identificar os factores de sucesso do investimento de capital de risco em Portugal, este estudo pretende racionalizar a afectação de um bem escasso, o capital. Numa conjuntura de recessão e incerteza económica, com a economia portuguesa particularmente exposta à evolução do mercado externo, sujeita a uma dívida externa crescente, com o consequente aumento de custos, a racionalização deste recurso e a eficiência da sua gestão tornam-se prioritários.

Utilizando uma série de operações de capital de risco em Portugal, este projecto propõe-se identificar os factores críticos de sucesso de uma operação desta natureza no nosso país, tentando assim contribuir para a definição de uma correcta política de

investimentos, clarificando o tipo de apoio que melhor se adequa às características dos projectos em Portugal.

No segundo capítulo do presente trabalho, será definido o conceito de capital de risco a sua génese e evolução e a investigação mais relevante até à data. No capítulo seguinte, caracterizar-se-á o sector de capital de risco na Europa e em Portugal. Seguidamente proceder-se-á à apresentação do estudo empírico e das suas metodologias, concluindo-se no quinto capítulo o presente trabalho.

2 – Definições e Investigação sobre Capital de Risco

Capital de Risco – Definição e Características

Segundo a Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento (APCRI), “o *Capital de Risco* pode ser definido como uma técnica, modalidade ou forma de investimento que se caracteriza pela existência de um investidor profissional, que investe em empresas com elevado potencial de valorização, através da aquisição de participações no capital social de empresas, geralmente minoritárias, e sobre valores mobiliários não cotados em mercados organizados, com a expectativa de obter dentro de um horizonte de curto ou médio prazo, mais-valias provenientes do seu investimento”.

Comparado com a principal fonte de financiamento da economia portuguesa, o crédito bancário, o Capital de Risco diferencia-se, sobretudo, pelo seu modo de remuneração. Enquanto nos financiamentos de capital alheio, a remuneração encontra-se previamente estabelecida, estando esta pouco relacionada com a evolução do negócio, o sucesso de um investimento de Capital de Risco, está fortemente ligado à *performance* da empresa participada.

Na prática, o investidor de Capital de Risco torna-se sócio directo, ou indirecto, da empresa, assumindo assim um interesse directo na sua valorização e crescimento. Deste modo a relação entre a sociedade de capital de risco e a empresa participada vai além de um simples *apport* de fundos. Além da diferenciação ao nível da remuneração face a outras fontes de financiamento, o investimento de Capital de Risco, de modo a potenciar a sua participação, detém a vantagem para as empresas apoiadas, de proporcionar sinergias, beneficiar da sua experiência, acrescentar profissionalismo à gestão e colocar à sua disposição uma rede de contactos (Kaplan e Stromberg, 2001), ao contrário da maioria dos outros financiadores, cujo envolvimento tem como objectivo, unicamente, assegurar a sua remuneração, sendo-lhes indiferente o acréscimo de riqueza criada para os accionistas.

Outro aspecto relevante do investimento de capital de risco, é a credibilidade que a entrada do investidor transmite a uma empresa participada. Ao ser apoiada por este instrumento, a empresa pressupõe que o investidor reconhece o seu potencial de valorização, conferindo um sinal de segurança ao mercado (Florin, 2004). Segundo Hsu

(2002), os empreendedores, por vezes, estão dispostos a aceitar propostas com menor potencial de valorização futura, caso se trate de investidores de capital de risco com grande notoriedade.

Tratando-se de um investimento de capital, incorpora naturalmente mais risco face a instrumentos de dívida, dada a senioridade existente do passivo sobre o capital. Neste sentido, os investidores procuram empresas com elevado potencial de crescimento, de modo a que a rentabilidade esperada, possa compensar o risco incorrido. Deste modo, na sua génese, o Capital de Risco, está especialmente direccionado para novos projectos inovadores, que pelas suas características, contêm um elevado nível de risco, colocando-se fora do âmbito das típicas operações bancárias, dada a falta de garantias reais e o risco acrescido inerentes a estes negócios. Assim muitas vezes este tipo de financiamento está ligado a operações de arranque de empresas, novos projectos empresariais, de empresas não cotadas em bolsa, e frequentemente ligadas a sectores de elevada inovação tecnológica (activos intangíveis).

Enquanto actividade recente, as definições e características do Capital de Risco estão impregnadas pelas suas origens anglo-saxónicas, como será visível posteriormente.

No país berço, os Estados Unidos da América, estão bem caracterizadas duas formas fundamentais de investimento de Capital de Risco, o *private equity*, investimento aplicado na aquisição de participações em empresas já existentes, independentemente da sua dimensão, com menor intervenção a nível da gestão e administração, com vista à valorização da participação, e o *venture capital*, o investimento em empresas pequenas, ou mesmo em projectos empresariais iniciais, nas quais o investidor acompanha de perto a gestão empresarial. Apesar da divisão da nomenclatura nos EUA, na Europa, a expressão capital de risco tende a designar todo o sector.

Génese do capital de risco

Ao longo da história da humanidade, foi sempre possível observar a assumpção de comportamentos semelhantes aos realizados, de forma regulamentada, pelos investidores de capital de risco.

Segundo a APCRI, podemos identificar alguns dos primórdios desta actividade, a assumpção de riscos, na expectativa de obterem um retorno elevado, durante o século

XV, onde alguns cidadãos abastados, investiam nas expedições marítimas (acarretando elevados riscos), com expectativa nos lucros futuros.

Outro período relevante para a afirmação deste tipo de investimento enquanto actividade económica, verificou-se no século XVIII, em Inglaterra, produto da Revolução Industrial e do ambiente propício aos investimentos em projectos fabris emergentes com elevado potencial de rentabilidade, quando mercadores, armadores e os primeiros industriais da tecelagem procuravam apoio financeiro ocasional para os seus projectos junto de indivíduos abastados.

No entanto, o nascimento do conceito de capital de risco ocorreu nos EUA, apenas no século XX, durante os anos 50, sendo fundada em 1946 a primeira sociedade de capital de risco, a American Research e Development (Esperança e Matias, 2005). O desenvolvimento desta actividade foi fortemente alavancado por soldados que regressaram da Segunda Guerra Mundial e tentavam retomar a sua vida civil, ao mesmo tempo que auxiliavam à recuperação económica do seu país.

As autoridades norte-americanas, impressionadas pelo dinamismo associado a estes negócios, formaram, no ano de 1958, a SBICA (Small Business Investments Companies Administration) que, ao gerir um conjunto de benefícios fiscais e de créditos bonificados, permitiu o desenvolvimento do capital de risco e a proliferação das SBIC (Small Business Investments Companies), que prestavam apoio, aconselhamento, protecção e financiamento, aos novos projectos empreendedores que iam surgindo nos EUA (Faria, 2009).

Após um período de menor fulgor do mercado bolsista americano nos anos 70, no final da década e no início dos anos 80, o capital de risco ganhou o estatuto de “indústria” que hoje conhecemos, face às reformas introduzidas na altura, com destaque para a Revenue Act de 1978, na qual foi decidido a descida, para mais de metade, da taxa de imposto máxima para as mais-valias, decorrentes da actividade de investimento (Brouwer e Hendrix, 1998).

Assim, em virtude dos incentivos e reformas, o capital de risco cresceu exponencialmente passando de um montante de \$ 460 milhões de investimento em 1979 para os \$ 3,94 biliões em 1987, sendo actualmente o país com o sector de capital de risco mais desenvolvido (Faria, 2009).

Operação de capital de risco

Face ao objecto em estudo, considero importante caracterizar, de forma genérica, uma operação de investimento de capital de risco.

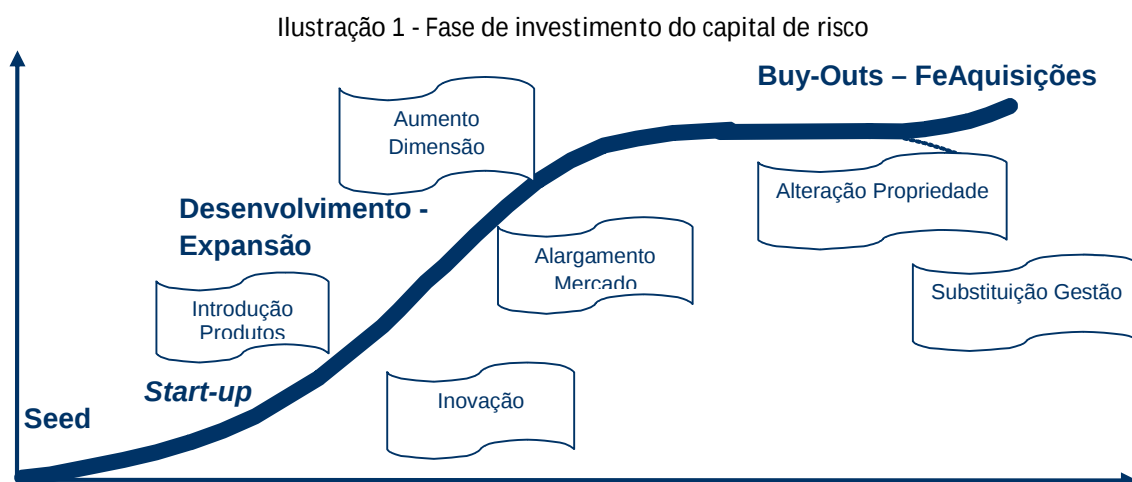
Com a identificação de uma oportunidade de investimento, o investidor de Capital de Risco, estuda o enquadramento da mesma na sua política de investimentos. Segundo o Dr. José Furtado, administrador da Caixa Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA, nesta fase preliminar, o investidor, define se o sector de actividade da oportunidade, a rentabilidade esperada, o modelo de negócio, a dimensão do investimento e a região da empresa, se enquadram no objecto dos seus investimentos.

Após o parecer positivo na fase acima descrita, o investidor de capital de risco, executa o chamado processo de *due diligence*. O referido processo, como menciona Justin J. Camp em “*Venture Capital Due Diligence*”, consiste no estudo exaustivo da empresa, do seu plano de negócios e validação dos respectivos pressupostos. Este estudo incide sobre aspectos técnicos, comerciais, operacionais, financeiros, humanos e jurídicos do projecto. Esta fase do processo de investimento é fulcral pois, pretende diminuir aquele que é um dos maiores problemas inerentes a este tipo de investimentos, a assimetria de informação. A assimetria de informação sucede quando uma das partes envolvidas possui mais ou melhor informação do que outro. Face ao tipo de operação, o investimento de capital de risco está bastante exposto a este tipo de fenómeno. Apesar de partilhar o risco de negócio, o investidor dificilmente terá acesso a toda a informação, na medida em que a estratégia do negócio provém essencialmente do promotor, podendo este não revelar todas as suas características. Aproveitando esse facto, por vezes os promotores, para obterem apoio financeiro, tentam sobrevalorizar o negócio, utilizando projecções excessivamente optimistas, o que poderá induzir em erro o investidor. Deste modo, o processo de *due diligence*, ao proporcionar um maior conhecimento sobre o projecto, segundo Gompers (1995), permite minimizar um dos efeitos da assimetria de informação, o efeito de selecção adversa (escolha de um mau projecto). As principais fontes utilizadas pelos investidores, segundo Bentes (1998), neste processo são: entrevistas e análise de currículos dos promotores, demonstrações financeiras de empresas, dados de outros investidores, entrevistas a funcionários e publicações especializadas

Com a conclusão da fase de estudo, e após aprovação junto dos órgãos decisórios, as partes negociam as condições de entrada, nomeadamente o preço de entrada no capital, a percentagem de propriedade da empresa, o tipo de presença do investidor de capital de risco, e que de forma se processará o convívio social. Com o sucesso das negociações, procede-se à entrada no capital da empresa, o investimento, podendo este ser complementado através de outros instrumento (prestações suplementares, suprimentos, etc.).

A classificação da tipologia do investimento é determinada pela fase em que a empresa se encontra, sendo revelada uma grande importância à sua classificação. Segundo Lam (1991), a identificação do tipo de investimento, influencia directamente a análise do investimento, concretamente, ao nível de percepção de risco e rentabilidade esperada.

Segundo a terminologia utilizada no sector e na literatura, é possível identificar os seguintes tipos de investimento: *seed capital*, *start-up*, *later stage venture*, expansão, capital de substituição, *buy-out's*, *turnaround* e *bridge finance*.



Seed Capital – Capital de risco investido na fase inicial de um projecto, para prova de conceito e/ou desenvolvimento de protótipo. A fase com mais risco de investimento, pois ainda não está comprovada a viabilidade comercial da ideia original;

Start-up - Investimento num lançamento de uma empresa, ou numa com um curto histórico operacional. Nesta fase, a empresa, necessita de financiamento, para ganhar capacidade produtiva, pesquisar o mercado e desenvolver o seu negócio;

Follow-on – Um investimento subsequente ao de um *start-up*

Expansão – Investimento realizado numa empresa, já com um “track record”, que pretenda ganhar dimensão, através do aumento da capacidade produtiva, exploração de novos mercados e/ou de fusões e aquisições;

Capital de substituição – Investimento realizado, para substituir a posição de um accionista

Management *Buy-out* (MBO) – Apoio da aquisição de uma empresa, ou de uma posição de controlo, por parte do gestor ou da equipa de gestão externos à empresa. Neste cenário, o investidor de capital de risco, financia a equipa de gestão.

Management *Buy-in* (MBI) – Operação equivalente à anterior, com a variante do gestor ou equipa de gestão serem exteriores à empresa

Turnaround – Investimento realizado com o objectivo de reestruturar economicamente a empresa

Bridge Finance – Investimento de carácter transitório até à admissão de uma empresa no mercado bolsista.

Com a concretização do investimento, o investidor e os promotores, tornam-se sócios. Neste sentido, a convivência social, assume um papel importante para a saudável evolução do negócio. Esta convivência, é normalmente regulada por um acordo parassocial, onde estão previstas as condições de *governance* da sociedade, e a influência do investidor de capital de risco na mesma. Neste aspecto, uma componente importante, é a definição se o investidor deterá uma posição de *hands-off* ou *hands-on*.

No caso de o investidor deter uma postura de *hands-on*, este participará activamente na gestão da empresa, terá um representante executivo na administração ou direcção, e terá poder para tomar decisões estratégicas e operacionais (mais típico do *venture capital*). Em caso de uma postura de *hands-off*, o investidor nesta situação, actua mais como um parceiro financeiro, um financiador de capital, sem influência directa na gestão, tendo geralmente nestes casos, um lugar não-executivo na administração, com o objectivo de exercer uma posição de controlo e não tanto de decisor (típica de *private equity*).

Chegando à maturidade, a saída do investidor de capital de risco, é o ponto fulcral de toda a operação, onde se verifica se o seu investimento beneficiou a empresa, se esta se valorizou o suficiente para atingir, no mínimo, a rentabilidade desejada, averiguando em última análise, a competência do investidor ou dos seus representantes.

A saída por parte do investidor de capital de risco, e utilizando terminologia utilizada no sector e na literatura relacionada, e utilizada pela Associação Europeia de Capital de Risco e Desenvolvimento (EVCA), pode acontecer de diversas formas:

- *Trade sale* - Forma de desinvestimento através da venda da participação a uma outra empresa, normalmente um comprador estratégico (empresa concorrente, do mesmo sector ou similar, um fornecedor ou um cliente que deseje incorporar no seu negócio o produto ou a tecnologia da empresa em questão);
- Oferta Pública - Saída através da abertura do capital da empresa no mercado bolsista;
- Venda aos antigos titulares - venda da participação detida pelo investidor de risco aos seus antigos titulares. Esta venda pode ser feita de forma espontânea ou estar já pré-negociada logo no momento do investimento;
- Venda a uma instituição financeira;
- Venda a outra capital de risco;
- *Write-off* - quando é declarada a perda total do investimento;
- Pagamento do empréstimo - quando a saída do investidor de capital de risco ocorre através do reembolso de empréstimos feitos por si à empresa.

Investigação sobre Capital de Risco

O crescente interesse sobre o capital de risco, tem aumentado a produção de trabalhos sobre o sector em Portugal. De maior destaque, encontra-se o “Relatório sobre a actividade de capital de risco em Portugal”, publicado pela Comissão de Mercados de Valores Mobiliários (CMVM), a entidade reguladora do sector em Portugal. A APCRI, também publica, periodicamente alguma informação sobre a actividade dos seus associados. No entanto, relativamente à *performance* e os seus fundamentos verifica-se uma significativa escassez de trabalhos. A nível internacional, provocado pelo “boom” da actividade de capital de risco nos anos noventa, a literatura sobre o sector, tem aumentado consideravelmente. Muitos autores têm se debruçado sobre o sector, à medida que se vai verificando o *disclosure* da informação. No entanto, apesar do crescente acesso à mesma, o facto de se tratar de um negócio “privado”, tem dificultado o seu estudo. Assim, face à crescente importância do negócio e o menor conhecimento deste, tem levado muitos autores a tentarem perceber melhor o comportamento dos

investidores, os “*drivers*” do seu sucesso e as suas políticas de investimento. Dedicando-se ao estudo da actividade, sobretudo, através do escrutínio dos fundos geridos pelas SCR, uma importante noção foi trazida por Ljungqvist e Richardson (2003) e Cochrane (2001), onde graças aos seus estudos, foi possível aferir que o investimento em capital privado pode proporcionar uma maior rentabilidade, face ao investimento em capital público (mercado de acções), conferindo uma maior “credibilidade” ao sector. No entanto apesar da *performance* registada, existem claras diferenças de rentabilidade entre diversos fundos, suscitando muitas dúvidas, entre os investigadores sobre o que diferencia os fundos e investimentos rentáveis e os ruinosos. Kaplan e Schoar (2003) afirmam a existência de uma relação positiva entre a dimensão de um fundo de investimentos e a sua rentabilidade.

Esta ligação, é explicada pelos autores, na medida em que, fundos com maior dimensão têm naturalmente uma maior capacidade de escolha de oportunidades de investimento (conseguem aceder a oportunidades de maior dimensão), tendo assim mais hipóteses de escolher os melhores negócios. A experiência da equipa de gestão de um fundo de investimento, também foi e é amplamente estudada. Segundo Lauterbach, Welpe e Fertig (2007) a experiência acumulada de um fundo é especialmente relevante para a diminuir a probabilidade de perdas, o que se encontra em linha com Kaplan e Schoar (2003), que afirmam que quanta mais experiência acumulada detiver um fundo, maior a sua taxa de retorno. Também relativamente ao foco de um fundo de capital de risco, Lossen (2006) conclui, que fundos focalizados obtêm uma rentabilidade superior. Segundo o autor a diversificação por geografia, não tem qualquer impacto na TIR chegando mesmo a diversificação por etapas de negócio, a ter um impacto negativo na rentabilidade, verificando-se apenas alguns ganhos com a diversificação por indústrias. Estas conclusões, sugerem que a vantagem da focalização de fundos, que lhes permite ultrapassar, de forma mais eficiente, potenciais problemas de assimetria de informação e conflitos de agência, dado o seu maior conhecimento e experiência adquirida no segmento em que actuam.

Alguns autores reportam uma taxa de rentabilidade superior por parte de fundos de “*venture capital*” face a fundos de “*private equity*” como Kaplan e Schoar (2005) e Kaeserer e Diller (2004), havendo no entanto outros que não encontram diferenças significativas.

No entanto, a maioria da literatura existente, incide sobretudo sobre a actividade nos EUA, sendo a realidade relativamente diferente em outros pontos do globo. Com

características económicas distintas, Gottschalg e tal (2004) conclui a existência de uma influência negativa na fracção de investimento realizado na Europa, e a taxa de rentabilidade de um fundo, por parte de investidores americanos.

Apesar de a existência e clarificação de alguns estudos, a *performance* de capital de risco na Europa, começa actualmente a ser sujeita a estudos mais detalhados, tentando perceber a diferença entre o mercado europeu e o norte-americano. Alguns autores, apontam diferenças significativas entre a actividade europeia (com excepção do Reino Unido) e a americana (Gilson e Black, 1999; Hege, Palomino e Schwienbacher, 2009). Os primeiros apontam como principal diferença, a centralização da economia europeia no sistema bancário, ao contrário, da economia anglo-saxónica, que se encontra baseada no mercado de capitais. Os segundos defendem, como causa principal para a menor *performance* do capital de risco europeu, a grande percentagem de “maus investimentos”. De qualquer modo, ambos, os estudos, concordam num menor desenvolvimento do capital de risco europeu, face ao norte-americano. Devido à necessidade de perceber melhor os fundamentos do sucesso do capital de risco nesta região do globo, o presente trabalho, pretende contribuir para o preenchimento do *gap* de conhecimento sobre este sector nos países europeus, mais concretamente em Portugal.

3- Evolução Recente do Capital de Risco

Na Europa

O capital de risco chegou à Europa no início da década de 80 (Correia e Armada, 1998), fundando-se em 1983 a European Venture Capital and Private Equity Association (EVCA) tendo, no entanto seguido moldes diferentes do seu congénere americano.

Com a verdadeira explosão do sector a ocorrer nos anos 90, através sobretudo da Grã-Bretanha, e também da Holanda, a Alemanha e a França, esta percorreu um caminho diferente, face ao que sucedeu nos EUA, para a sua implementação.

As sociedades de capital de risco europeias, contrariando o fundamento da criação desta actividade, focaram os seus investimentos em fases mais maduras da empresa. Contrariando a política de investimentos seguida pelas capitais de risco americanas e a própria génese do capital de risco, (investimento em projectos nascentes, de elevado

risco) na Europa as operações de expansão, *buy-out's* e capital de substituição dominam a estratégia de actuação da Europa, tendo Bygraves e Timmons (1992), apelidando este fenómeno de “*merchant capital*”. Os autores explicaram este fenómeno, com a necessidade, imposta pelos investidores, de uma recuperação rápida dos investimentos, sem correr riscos muito elevados.

Apesar da diferente política de investimentos no continente europeu, o capital de risco foi aumentando a sua importância na economia europeia, ao longo dos últimos anos, mantendo-se, porém, ainda longe da relevância que esta detém na economia norte-americana.

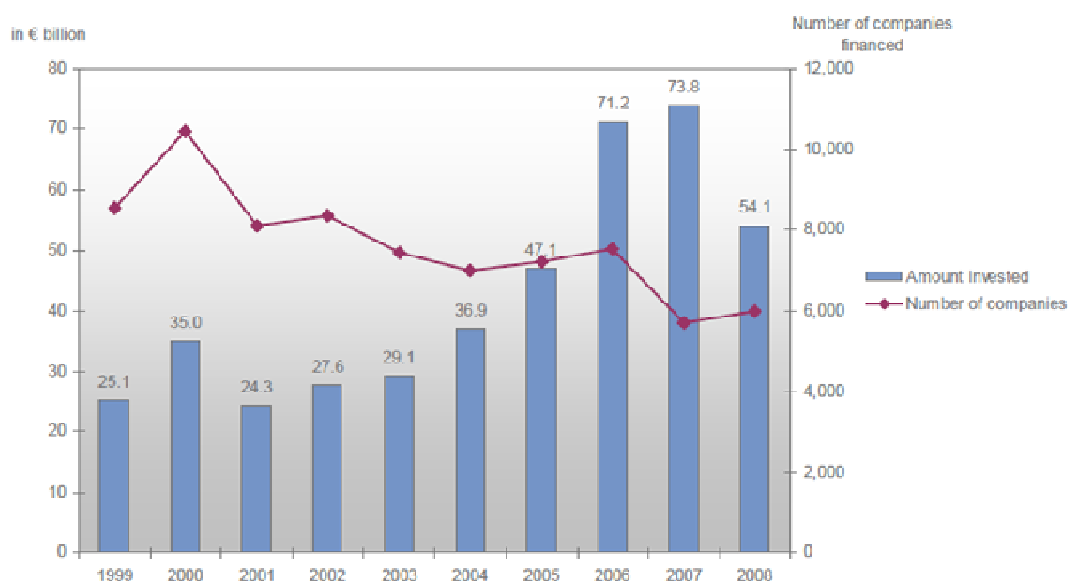


Ilustração 2 - Investimento de capital de risco na Europa, fonte: EVCA

Como é visível no gráfico acima, o investimento de capital de risco na Europa, tem crescido significativamente, passando de um investimento de € 25 mil milhões em 1999 para € 54,1 mil milhões em 2008, traduzindo-se num crescimento médio anual de 8,9%, tendo no entanto, sido esse já fortemente, abalado pela crise. Se restringirmos o período em análise até 2007, essa mesma taxa aumenta para 14,4%.

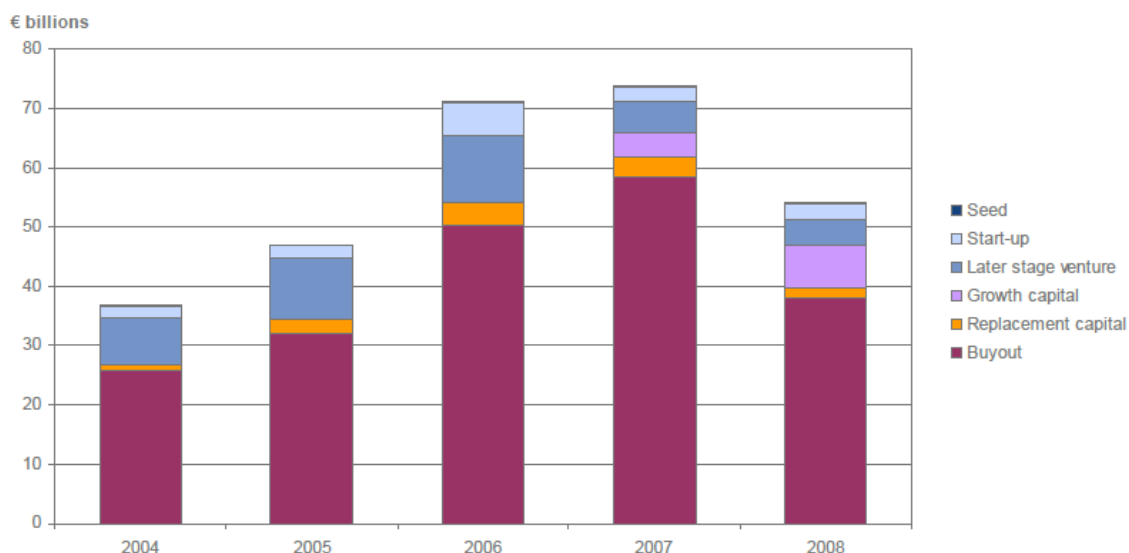


Ilustração 3 - Repartição do investimento por fases, fonte: EVCA

Tal como acima referido, a política de investimentos dos investidores de capital de risco na Europa, dirigiu-se sobretudo a projectos *later-stage*. Como facilmente é observável, ao longo do período analisado, o tipo de investimento mais realizado, de forma significativa, têm sido as operações de *buy-out*, representando em 2008, cerca de 70%, do total do montante investido. As operações *early-stages* (*seed* e *start-up*), têm um peso reduzido do montante de capital de risco investido, e têm inclusivamente vindo a perder a sua importância, tendo este tipo de operações, representando, apenas 13% em 2008.

Os projectos de expansão, sem expressão significativa até 2006, têm aumentado a sua preponderância. Segundo a EVCA, muitos dos projectos de expansão, são provenientes de empresas que foram apoiados por capital de risco numa fase *early stage*.

A angariação de fundos em 2008 cifrou-se € 69 mil milhões, o que representa um decréscimo de 15% face ao ano anterior. Em 2008, do valor total de fundos captados, 65% foram captados por fundos de *buyout*, num valor de cerca de € 45 mil milhões. Os fundos para investimento em fases iniciais (*venture capital*) captaram, durante este ano, € 4 mil milhões, em linha com o observado em 2007.

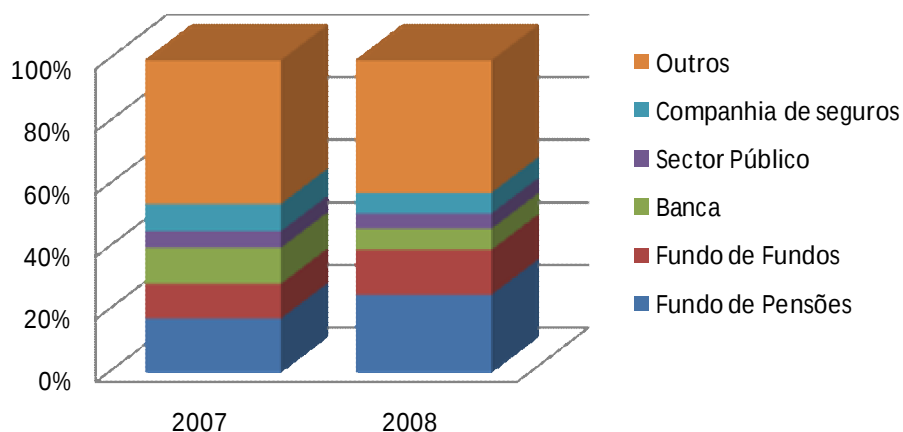


Ilustração 4 - Investidores de capital de risco na Europa, fonte: EVCA

No que concerne às fontes de financiamento, os fundos de pensões foram os maiores investidores em fundos de capital de risco na Europa em 2008, com um peso de 25% do total, observando-se um crescimento face a 2007. Em seguida, os fundos de fundos representaram 14% do total, da angariação de fundos. A Banca e as companhias de seguros, representaram que reduziram o seu peso em 2008, representam cada um, cerca de 7% do total. Por último o sector público, a fechar o segmento dos maiores investidores, diminuiu o seu peso em 2008, representando 4,9% do total.

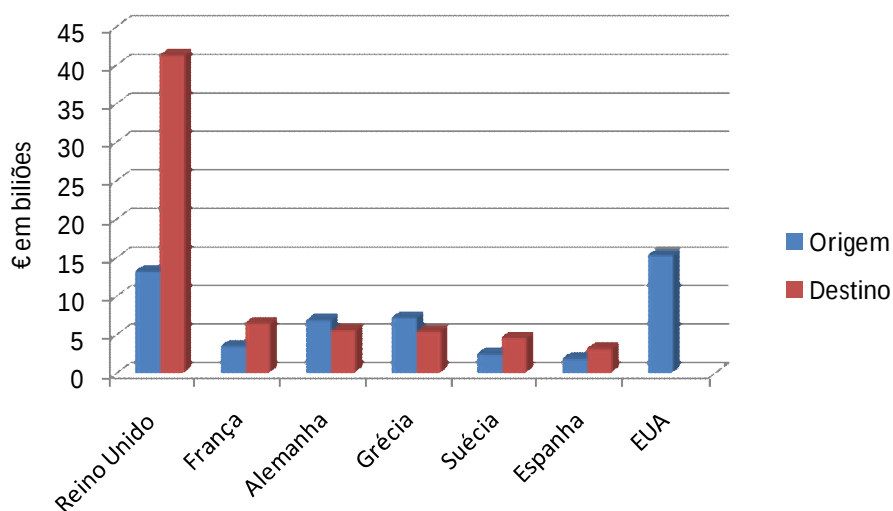


Ilustração 5 - Importância dos principais de destino e origem de fundos de capital de risco, fonte: EVCA

Relativamente à actividade por país, em 2007, o Reino Unido, assumiu-se como o principal destino dos fundos levantados para o investimento de capital de risco na

Europa, com cerca de € 41 bilhões. Apesar do montante destinado, apenas 32% tiveram proveniência britânica. Os EUA assumiram-se, em 2007, como o principal investidor de capital de risco na Europa, com um investimento de € 15,4 bilhões. Os restantes países apresentam valores significativamente mais baixos, sendo os mais relevantes a França, Alemanha, Grécia, Suécia e Espanha, ficando no entanto no conjunto, com montantes de origem e destino, inferior ao destinado ao Reino Unido.

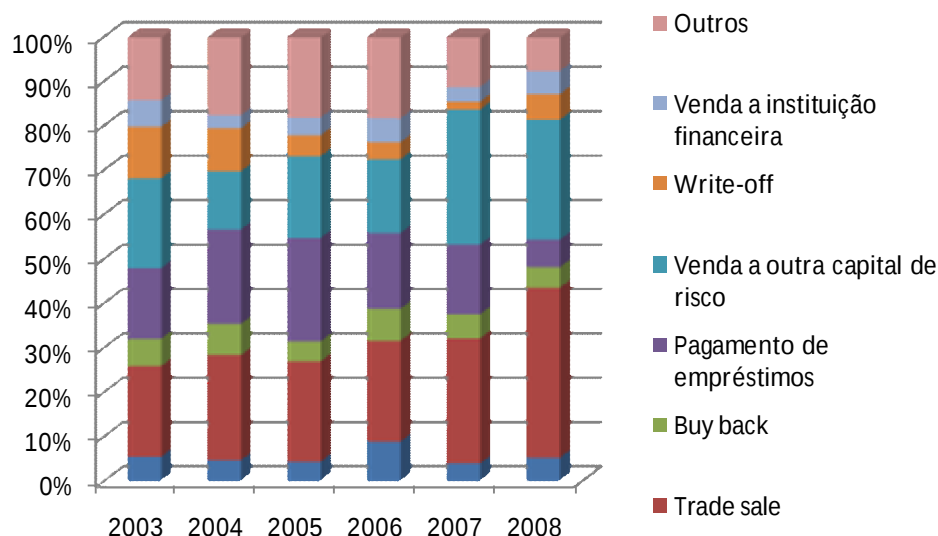


Ilustração 6 - Desinvestimento europeu, fonte: EVCA

A venda a outras empresas (*trade sale*) apresenta-se como a forma dominante utilizada pelo capital de risco (à exceção de 2007), no desinvestimento das suas participações, evoluindo de um peso de 20% do total das saídas em 2003, para 38% em 2008. Ao contrário dos EUA, onde as ofertas públicas iniciais são um dos principais métodos de saída (Laine e Torstila, 2003), na Europa estas têm um peso bastante reduzido no total das saídas, nunca superando os 10% do total do montante desinvestido, revelando um menor dinamismo do mercado de capitais europeu, face ao norte-americano. A venda a outra capital de risco tem sido o segundo método de saída mais utilizado, no período em análise, tendo inclusivamente, sido o método que maior montante recuperou em 2007. As restantes modalidades mais relevantes, nomeadamente, o pagamento de empréstimos, o *buy-back* e a venda a uma instituição financeira têm um peso reduzido do total de montante desinvestido. Os *write-offs* têm igualmente diminuído a sua importância, passando de 11,6% do total em 2003, para apenas 6% em 2008.

O volume de desinvestimento na categoria *buyout* foi dominado pelos sectores de bens e produtos industriais seguida dos bens de consumo e retalho. Na categoria de *venture capital*, os sectores de informática e ciências da vida destacaram-se.

Em Portugal

A nível nacional, o investimento de capital de risco iniciou, oficialmente, a sua actividade em 1986 através da criação de legislação específica para o efeito. Com estas mudanças, o sector português, sofreu um grande dinamismo, tendo sido criadas desde a sua oficialização, até 1991, 29 sociedades de capital de risco (Faria, 2009).

Actualmente a actividade de capital de risco é regulada pelo Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro, que veio flexibilizar, simplificar e, consequentemente, promover o incremento da actividade de capital de risco.

Segundo o decreto-lei acima mencionado, apesar de qualquer indivíduo poder ser investidor de capital de risco, apenas duas figuras em Portugal, são legalmente reconhecidas como gestoras da actividade de capital de risco: os investidores de capital de risco indivíduos (Business Angels) e as Sociedades de Capital de Risco (SCR).

Assim, as Sociedades de Capital de Risco (SCR) e os Investidores em Capital de Risco (ICR) têm como objecto principal:

- a) a realização de investimentos em capital de risco;*
- b) a gestão de fundos de capital de risco (FCR), sendo-lhes igualmente permitido o investimento em unidades de participação em FCR.*

As SCR constituem-se sob a forma de sociedade anónima. Os ICR, por sua vez, são constituídos obrigatoriamente segundo o tipo de sociedade unipessoal por quotas (daí que nesta figura apenas sejam permitidas pessoas singulares).

Por último, cumpre referir que os FCR são fundos fechados e têm como capital subscrito mínimo o montante de € 1 milhão, representado por unidades de participação, desprovidas de valor nominal e que devem ser nominativas.

Os FCR são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas com personalidade judiciária, pertencentes ao conjunto dos titulares das respectivas unidades de participação.

Cada FCR é administrado por uma entidade gestora. Esta gestão pode ser exercida por SCR, por sociedades de desenvolvimento regional e por entidades legalmente

habilitadas a gerir fundos de investimento mobiliário fechados. A entidade gestora é a legal representante do conjunto dos participantes nas matérias relativas à administração do FCR.

Cumpra referir também que a entidade gestora, nos termos da lei vigente, no exercício das suas funções, actua por conta dos participantes de modo independente e no interesse exclusivo destes. Cada FCR dispõe de um regulamento de gestão elaborado pela respectiva entidade gestora, do qual constam as normas contratuais que regem o seu funcionamento.

Apesar dos esforços e tentativas de promover o sector, este ainda ocupa uma posição diminuta face ao verificado noutros países.

No quadro infra, é possível observar, o investimento de capital de risco, como percentagem do PIB, no ano de 2008 na Europa.

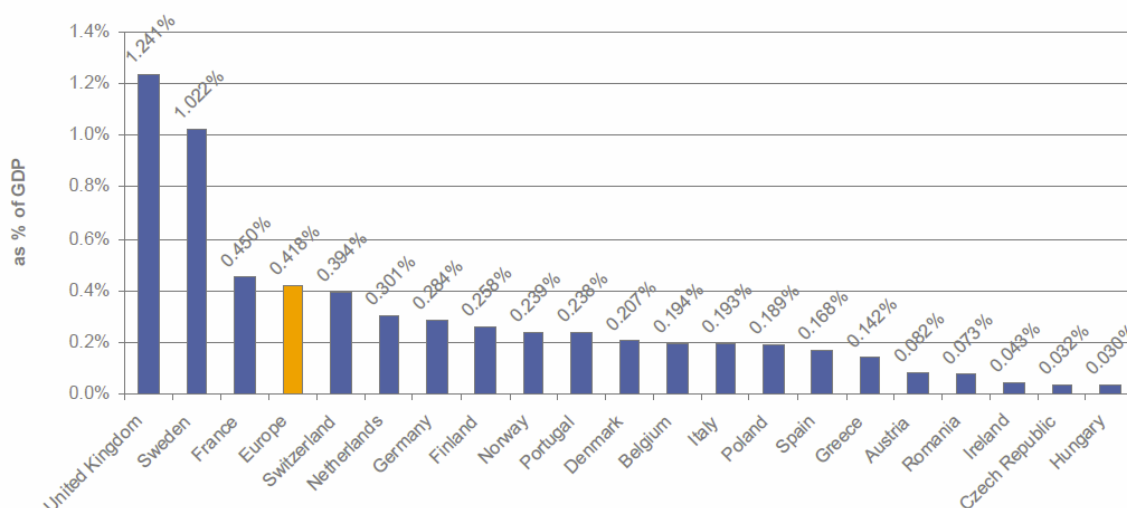


Ilustração 7 - Peso do investimento de capital de risco no PIB, por país europeu em 2008, fonte: EVCA

Como é possível verificar, o peso do investimento de capital de risco em Portugal no PIB, encontra-se abaixo da média europeia, cerca de 0.238% contra 0.418%. Os três países europeus com maior peso de investimento de capital de risco no PIB, são o Reino Unido, com 1.24%, a Suécia, com 1.02% e a França com 0.45%.

Relativamente a números absolutos, em Portugal, em Abril de 2010, encontravam-se registadas na CMVM (entidade reguladora do Capital de Risco), 28 sociedades de capital de risco e 51 fundos de investimento de capital de risco.

Apesar da exiguidade do sector, o investimento de capital de risco, tem vindo a ganhar peso, no financiamento à economia, com um crescendo volume de investimentos, e consequentes desinvestimentos, assistindo-se no entanto, a alguma inconstância no que concerne ao levantamento de fundos, como é possível verificar no quadro abaixo.

€ '000	2008	2007	2006	2005	2004	CAGR 04-08
Levantamento de Fundos	15	460	81	298	220	-49%
Investimento	396	169	180	245	124	34%
Desinvestimento	135	86	71	176	93	10%

Ilustração 8 - Evolução do capital de risco em Portugal, fonte: APCRI

Relativamente a 2008, a actividade de capital de risco português cresceu 134% comparativamente ao ano anterior, registando um volume total investido de € 396 milhões, contrariando a tendência europeia de abrandamento do sector. No entanto é já visível, através da redução significativa no levantamento de fundos, uma potencial quebra da actividade, para os próximos anos.

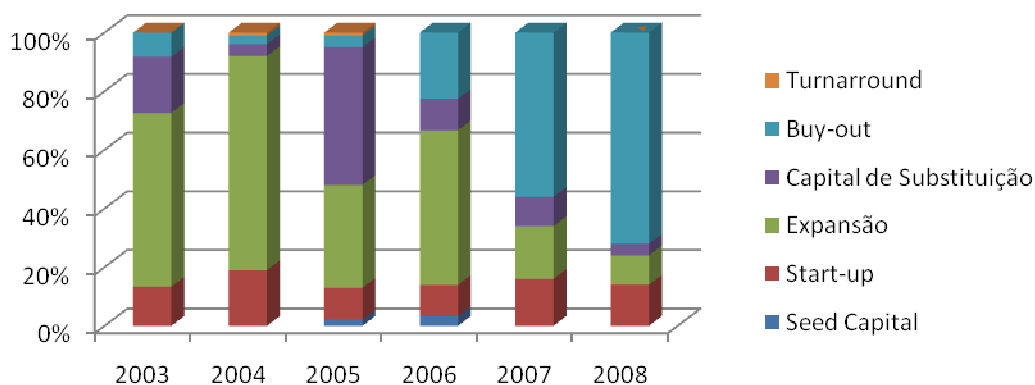


Ilustração 9 - Tipologia do investimento em Portugal, fonte: APCRI

Tal como o modelo europeu de capital de risco, o investimento de capital de risco em Portugal caracteriza-se por uma política de investimentos em empresas com maior nível de maturidade (*later stage*). No período analisado, os investimentos em *seed capital* e *start-up*, tem tido um peso muito reduzido, sendo os valores máximos atingidos por este tipo de investimentos, de 19% para *start-up* em 2004 e de 3% para *seed capital* em 2006, verificando-se neste aspecto, uma ligeira diferença face ao verificado na Europa,

com os investimentos *early stage*, a terem em Portugal, um peso mais significativo no total do montante investido.

Os investimentos predominantes têm sido em projectos de expansão (sobretudo até 2006) e de *buy-out's* (a partir de 2006), verificando-se neste aspecto uma convergência com o verificado a nível europeu. Investimentos de capital de substituição têm vindo a perder peso no conjunto e projectos de reestruturação mantêm um peso residual.

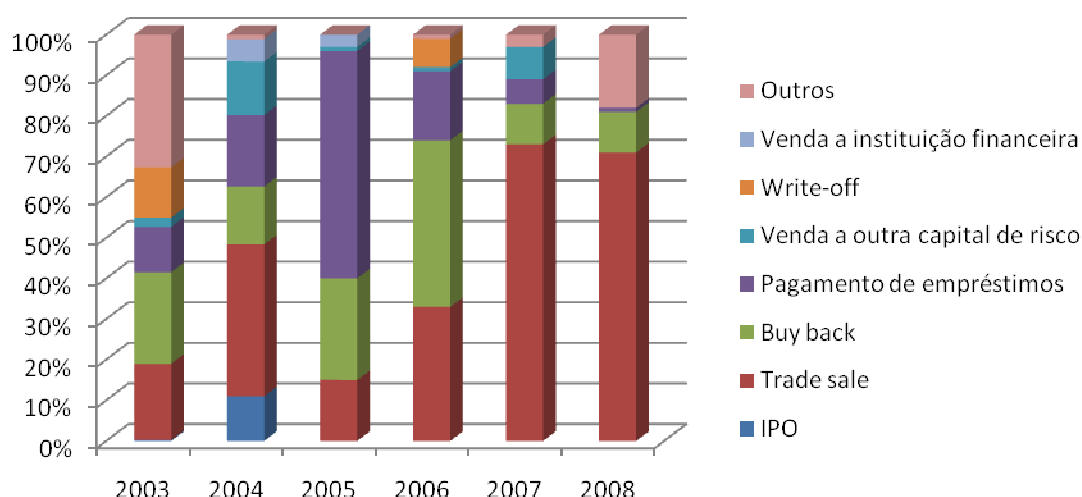


Ilustração 10 - Tipologia do desinvestimento em Portugal, fonte: APCRI

No que respeita às modalidades de desinvestimento mais utilizadas nos últimos anos em Portugal, têm sido, por ordem de importância, a *Trade sale*, a Venda aos antigos titulares e o pagamento de empréstimos. A saída em bolsa, tem um peso diminuto na saída dos investidores de capital de risco, não tendo ocorrido nenhuma saída deste tipo desde 2004. A saída por *trade sale* tem sido a que mais tem crescido nos últimos anos, por contrapartida da diminuição do pagamento de empréstimos, revelando um dinamismo crescente do mercado secundário.

De destacar, que em 2008, não se verificou nenhum *write-off*, venda a uma outra sociedade de capital de risco, nem nenhuma oferta pública.

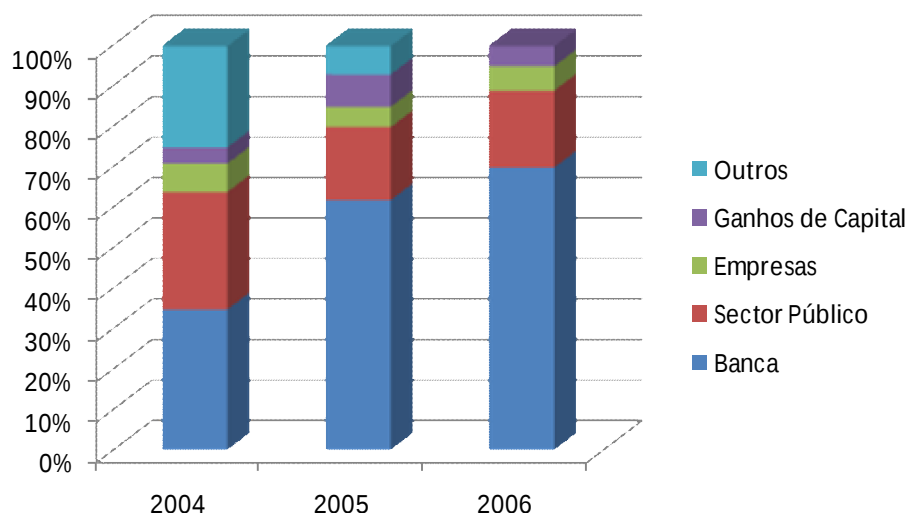


Ilustração 11 - Investidores de capital de risco em Portugal, fonte: APCRI

Segundo a APCRI o Estado e a banca, ao contrário da maioria dos países europeus (onde os fundos de pensões assumem uma posição dominante), são os principais investidores de capital de risco em Portugal, com a Banca e o Estado a representarem em 2006 (dados disponibilizados mais recentes) 70% e 19% respectivamente, tendo os fundos de pensões um peso muito residual no financiamento da actividade.

Os principais operadores do mercado luso reflectem, o peso que os dois principais investidores detêm na actividade (estado e banca).

Entre os 7 principais operadores de mercado, a Caixa Capital, Espírito Santo Capital e Espírito Santo Ventures são sociedades de capital de risco, ligadas a grupos financeiros, enquanto que a InovCapital e a AICEP Capital, são sociedades de capitais públicos.

Quota

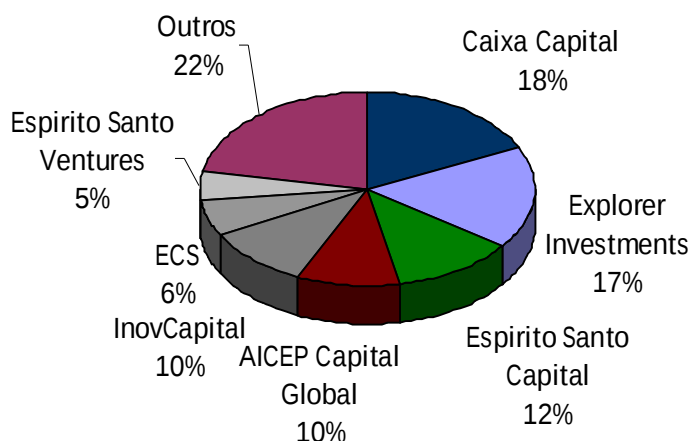


Ilustração 12 - Quota dos principais operadores de mercado de capital de risco em Portugal (2007), fonte: CMVM

A Caixa Capital (Grupo Caixa Geral de Depósitos) afigura-se como a líder de mercado em Portugal, com uma quota de mercado no início de 2008 de 18%, o que corresponde a uma carteira sob gestão de € 272, 7 milhões. A Explorer Investments, com uma quota de 17%, gere cerca de € 261,5 milhões. O grupo Espírito Santo detém uma quota conjunta das duas sociedades de capital de risco, de cerca de 17%, correspondendo a um total de fundos sob gestão de € 264,6 milhões.

A AIECEP e a InovCapital, ambas com uma quota de 10%, gerem € 152 e €147,8 milhões respectivamente.

Relativamente aos sectores preferenciais, para os investidores de capital de risco, e segundo o “Relatório sobre a actividade de capital de risco em Portugal” de 2007, publicado pela CMVM, que divide o investimento veiculado pelos FCR e o efectuado com capitais próprios das SCR (componente mais reduzida), é possível observar que os fundos próprios das SCR investem maioritariamente em empresas classificadas no sector de actividades imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas (33,18%). Segundo a CMVM, este sector inclui predominantemente o investimento em sociedades gestora de participações sociais. De forma menos acentuada, o investimento das SCR é

realizado no sector das actividades financeiras, que inclui maioritariamente, investimentos realizados em fundos de capital de risco (compra de unidades de participação).

Sectores Predominantes - SCR		2007			2006		
Valores em milhares de euros	Investimentos	Nº Part.	Peso	Investimentos	Nº Part.	Peso	
Actividades Imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas	55.384	73	33,2%	32.412	69	23,0%	
Actividades financeiras	28.855	14	17,3%	39.681	14	28,1%	
Outras actividades de serviços colectivos, sociais e pessoais	20.186	15	12,1%	8.454	16	6,0%	
Indústrias transformadoras	18.019	39	10,8%	27.801	39	19,7%	
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis, motociclos e bens de uso pessoal e doméstico	11.831	22	7,1%	3.741	15	2,7%	
Construção	10.044	4	6,0%	6.468	1	4,6%	
Alojamento e restauração	5.856	10	3,5%	2.488	6	1,8%	
Indústrias extractivas	5.253	4	3,1%	489	1	0,3%	
Agricultura, produção animal, caça e silvicultura	4.865	4	2,9%	4.680	1	3,3%	
Outros sectores	2.876	12	1,7%	12.513	21	8,9%	
Saúde e acção social	1.823	5	1,1%	1.835	4	1,3%	
Transportes, armazenagem e comunicações	915	6	0,5%	222	4	0,2%	
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	845	1	0,5%	-	-	-	
Pesca	192	2	0,1%	187	4	0,1%	
Total	166.944			140.971			

Ilustração 13 - Investimento por sector de actividade - SCR, fonte: CMVM

Relativamente aos FCR, grandes responsáveis pela actividade no mercado, segundo a CMVM, detiveram como sector preferencial em 2007, empresas operantes no sector de actividades imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas, com cerca de 55,6% do investimento total, seguido das empresas da indústria transformadora, com 24,73% do total investido em 2007.

Sectores Predominantes - FCR		2007			2006		
Valores em milhares de euros	Investimentos	Nº Part.	Peso	Investimentos	Nº Part.	Peso	
Actividades Imobiliárias, alugueres e serviços prestados às empresas	331.280	224	55,6%	214.475	198	48,1%	
Actividades financeiras	147.352	116	24,7%	141.278	123	31,7%	
Outras actividades de serviços colectivos, sociais e pessoais	36.404	66	6,1%	25.655	47	5,7%	
Indústrias transformadoras	16.036	5	2,7%	14.255	2	3,2%	
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis, motociclos e bens de uso pessoal e doméstico	15.399	19	2,6%	9.524	13	2,1%	
Construção	14.576	17	2,4%	15.044	17	3,4%	
Alojamento e restauração	13.119	10	2,2%	10.364	8	2,3%	
Indústrias extractivas	12.431	18	2,1%	7.955	13	1,8%	
Agricultura, produção animal, caça e silvicultura	3.658	11	0,6%	4.919	10	1,1%	
Outros sectores	2.360	6	0,4%	1.766	6	0,4%	
Saúde e acção social	2.172	4	0,4%	286	4	0,1%	
Transportes, armazenagem e comunicações	971	3	0,2%	-	-	-	
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	156	3	0,0%	250	3	0,1%	
Pesca	34	4	0,0%	550	4	0,1%	
Total	595.948			446.321			

Ilustração 14 - Investimento por sector de actividade - FCR, fonte: CMVM

Quer o investimento protagonizado pelas SCR e pelos FCR, é dirigido com maior preponderância a empresas de carácter mais tradicional (indústria transformadoras, serviços).

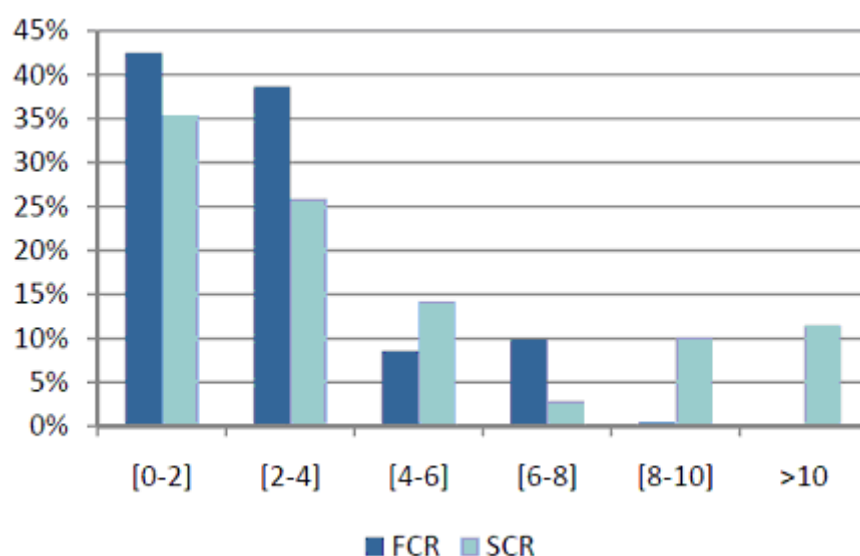


Ilustração 15 - Período médio de detenção das participações sociais (2007), fonte: CMVM

Como é possível observar pelo gráfico, o período médio de detenção das participações em carteira nas SCR era, no final do período em análise, de 4,57 anos enquanto nos FCR era de 2,91 anos. Este facto é influenciado pela entrada em actividade de novos FCR nos anos de 2006 e 2007 e que naturalmente contribuíram para o encurtamento do período médio de detenção das participações em carteira. Em termos de números de participações, 21% da carteira das SCR é composta por participações sociais detidas por um período a 8 anos, enquanto nos FCR esta percentagem é de apenas 0,46%, sendo este facto explicado, além da entrada de novos FCR, também devido à participação de SCR em FCR, sendo este tipo de participações muitas vezes estratégicas (como por exemplo a aquisição por parte das SCR de unidades de participação de FCR geridos por si), resultando portanto, em participações de maior duração.

Relativamente à percentagem de capital detido nas empresas participadas e no que respeita ao investimento directo das SCR em capital social, as participações inferiores a 10% do capital representam 43,5% do número de participações em carteira e 58,8% do respectivo investimento em capital.

Capital detido ⁽²⁾ %	N.º de Participações	N.º de Participações % ⁽³⁾	Participações em capital social ⁽¹⁾	Participações em capital social % ⁽⁴⁾
]0-10]	60	43,48%	59.894	58,78%
]10-20]	27	19,57%	22.555	22,14%
]20-30]	13	9,42%	3.175	3,12%
]30-40]	10	7,25%	1.336	1,31%
]40-50]	6	4,35%	6.810	6,68%
]50-60]	4	2,90%	1.156	1,13%
]60-70]	5	3,62%	2.274	2,23%
]70-80]	3	2,17%	1.881	1,85%
]80-90]	6	4,35%	2.797	2,74%
]90-100]	4	2,90%	11	0,01%
Total	138	100,00%	101.889	100,00%

⁽¹⁾ Valores em milhares de euros.

⁽²⁾ Percentagem detida no total do capital das empresas participadas.

⁽³⁾ Percentagem sobre o número total das participações detidas.

⁽⁴⁾ Percentagem sobre o montante total das participações detidas.

Ilustração 16 - Capital detido nas empresas participadas, 2007 - SCR, fonte: CMVM

Nos FCR, as participações no capital inferiores a 10%, representam 23,8% do valor de participações e 26,4% do número de participações em carteira, sendo este um valor significativamente inferior ao evidenciado pelas SCR, onde a classe modal em ambos os indicadores se situa sempre no intervalo]0%;10%].

Nos FCR a classe modal em termos de valor situa-se no intervalo] 10%;20%], enquanto em número de participações estão no intervalo] 0%;10%].

Capital detido ⁽²⁾ %	N.º de Participações	N.º de Participações % ⁽³⁾	Participações em capital social ⁽¹⁾	Participações em capital social % ⁽⁴⁾
]0-10]	86	26,38%	97.204	23,81%
]10-20]	68	20,86%	134.613	32,97%
]20-30]	56	17,18%	60.544	14,83%
]30-40]	54	16,56%	55.822	13,67%
]40-50]	33	10,12%	26.952	6,60%
]50-60]	7	2,15%	17.561	4,30%
]60-70]	5	1,53%	11.308	2,77%
]70-80]	3	0,92%	247	0,06%
]80-90]	2	0,61%	1.214	0,30%
]90-100]	12	3,68%	2.820	0,69%
Total	326	100,00%	408.285	100,00%

⁽¹⁾ Valores em milhares de euros.

⁽²⁾ Percentagem detida no total do capital das empresas participadas.

⁽³⁾ Percentagem sobre o número total das participações detidas.

⁽⁴⁾ Percentagem sobre o valor total das participações detidas.

Ilustração 17 - Capital detido nas empresas participadas, 2007 - FCR, fonte: CMVM

Relativamente ao convívio social, num estudo conduzido pela APCRI, junto das principais SCR de Portugal, revela que estas entidades, em reflexo da tomada de posições minoritárias e da política de investimentos mais direccionada para empresas mais maduras, gerem as suas participadas, com uma política de “*hands-off*”, como é possível observar no gráfico infra.

Tipo de presença de investidores de capital de risco

- Administrador ou gerente não executivo
- Administrador ou gerente executivo
- Não existe

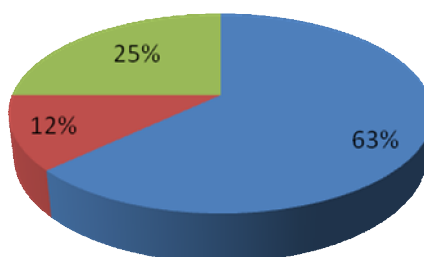


Ilustração 18 - Tipo de presença dos investidores de capital de risco, fonte: APCRI

A maioria das participadas, cerca de 63%, detém um administrador ou gerente não executivo, em representação do investidor de capital de risco. Do total de participadas, em apenas 12%, os investidores de capital de risco, se fazem representar, por um administrador ou gerente executivo. Em 25%, os investidores, dispensam inclusivamente, a presença de um representante, nos órgãos decisórios de gestão. Este aspecto permite aferir que, apesar de se tornar sócio da empresa, o investidor de capital de risco em Portugal, não mantém uma relação muito próxima com as suas participadas.

Uma vez que as SCR e FCR têm como objecto principal a realização de investimentos temporários e por períodos não superiores a 10 anos, é muitas das vezes acordada ou fixada através de contratualização, no momento da realização do investimento, uma estratégia de saída para cada uma das participações em capital social. É comum existirem acordos que visam assegurar desde o início a saída dos FCR e SCR bem como uma determinada remuneração mínima. Essa contratualização pode assumir a natureza de instrumentos derivados.

Segundo a CMVM, as SCR contratualizaram operações a prazo (contratualização de estratégia de saída) sobre 57,24% do número de participações sociais detidas, com vista à respectiva alienação, enquanto os FCR apresentam um valor que ascende a 77,60%.

Nas operações a prazo contratualizadas sobre participações sociais em capital de risco e no que respeita ao critério para fixação do preço a prazo, as SCR remeterem para uma avaliação a realizar na data do exercício (53,16%) e para o valor de mercado no momento da alienação (11,39%). A capitalização do valor de aquisição indexada à euribor representa 8,86% das operações reportadas pelas SCR.

Os FCR utilizam como critério para fixação do preço a prazo a realização de uma avaliação a realizar na data do exercício (45,06%) e o preço pré-fixado (11,86%).

4 – Determinantes da Performance do Capital de Risco

Série de Operações

Para a realizar um estudo efectivo sobre a *performance* dos investimentos de capital de risco, considerei necessário, avaliar operações já finalizadas, onde fosse possível identificar os períodos de desembolso e reembolso de capital, de modo a calcular uma taxa de rentabilidade efectiva. A utilização de operações incompletas, casos onde ainda

não se verificou o reembolso completo do investimento, pode muitas vezes enviesar a verdadeira rentabilidade da operação, quer com as sociedades de capital de risco, a tentarem sobrevalorizarem as suas participações, de modo a melhorarem os seus resultados, quer com a possibilidade da ocorrência de acontecimentos que alterem significativamente a avaliação vigente.

Deste modo, após a recolha manual de operações de capital de risco e da respectiva informação, junto de uma sociedade de capital de risco portuguesa, de Setembro de 2009 a Fevereiro de 2010, de todas as operações completamente realizadas entre o ano de 2000 e 2008, em território português, resultou numa série de 31 operações.

A medida utilizada como indicador de *performance*, foi a taxa interna de rentabilidade (TIR). Apesar das suas limitações, nomeadamente a assumpção de que os *cash flows* intermédios são reinvestidos à própria TIR, é um indicador simples e de fácil aplicação, e face ao objectivo proposto do trabalho, perceber quais as melhores operações, a TIR, permite classificá-las, mesmo tendo em conta as suas limitações. A utilização deste indicador, sobretudo em casos de faseamento de capital, beneficia as melhores operações e prejudica as piores, por assumir o reinvestimento dos *cash flows* à própria TIR, podendo-se, portanto, uma alguma amplitude significativa entre as melhores operações e as piores.

Neste estudo, existe também um risco de enviesamento considerável, em virtude da exiguidade da amostra e da mesma provir de um único investidor. No entanto, em Portugal, trata-se de um dos estudos com mais informação e maior precisão alguma vez feitos sobre o capital de risco português.

Aspectos teóricos e Hipóteses

Dado o capital ser um bem escasso, e a importância que este tem num saudável funcionamento de uma economia, julgo ser fundamental perceber que tipo de empresas e operações maior rentabilidade retiram de um investimento de capital de risco. Tal como em muitas outras realidades, a importação directa dos modelos vigentes, onde este sector conhece um grande dinamismo, não é a medida mais eficiente. O capital de risco

nos EUA e no Reino Unido, é consequência das características económicas e sociais destes países, manifestamente diferentes da realidade europeia e portuguesa.

Além da diferença existente, entre a Europa e os Estados Unidos, Portugal apresenta também, algumas diferenças face aos seus congéneres europeus. Em Portugal, o estado e a banca tem um elevado peso no investimento do capital de risco, tal como referido anteriormente. Em conjunto com a banca, estes dois investidores, representam cerca de 72% dos fundos levantados em Portugal em 2008¹. Outra diferença relevante é o maior peso das operações *early stage*, face ao verificado na restante Europa. Este factor, poderá ser consequência da maior presença do estado, assumindo riscos, numa óptica de incremento da actividade, que os privados sozinhos não estariam dispostos a correr.

O capital de risco, tal como refere Paulo Caetano, secretário-geral da APCRI, transmitiu uma imagem de pouco dinamismo ao mercado, visto apenas como uma solução de recurso, quase como um hospital de empresas. Isto deveu-se ao facto, dos investidores, não terem no seu gene, a postura e cultura, que tornava internacionalmente (sobretudo nos EUA) o capital de risco, uma ferramenta atractiva e impulsionadora da economia, nomeadamente a sua capacidade de se tornar parceiro de negócio, disponibilizando a sua *network* e prestando assessoria. O acompanhamento por parte das SCR portuguesas, muitas vezes realizado um pouco à semelhança do crédito bancário e acrescido por vezes de estruturas pesadas, que tornavam morosos os processos de decisão, não acrescentava valor à solução. Face à menor valorização que o investidor de capital de risco proporcionava ao negócio, e tendo em conta, o custo de capital mais elevado, relativamente ao crédito, granjeou ao capital de risco, a imagem, de uma solução de último recurso.

Nos últimos anos, contudo, tem-se verificado uma inversão desta tendência, nomeadamente a partir do final do último século, um pouco alavancado, pelo dinamismo do sector das novas tecnologias e surgimento de projectos *start-up*, sendo inclusivamente criado mercados de capitais a nível europeu, dedicados a empresas de alta tecnologia, perdendo no entanto algum fulgor após a bolha das *dotcom* (Hege, Palomino e Schwienbacher, 2009). A nível nacional, o crescente peso das operações de *buy-out* (operações que pela sua natureza, não se encontram tão necessitadas de apoio não-financeiro), é também uma demonstração da adaptação da política de investimentos, às características dos investidores. Face às mudanças e incertezas

¹ Barros, A.(2009)

inerentes a esta actividade, este estudo visa, encontrar quais os drivers de sucesso de um investimento de capital de risco em Portugal.

Primeiramente, irei testar que **tipos de operações** geram um maior nível de rentabilidade. Na série de operações foi possível identificar quatro tipos de operação, Start-up, Expansão, Reestruturação e Capital de Substituição. Diversos autores consideram que as operações *early stage* (*seed* e *start-up*), são as que detêm maior potencial de geração de valor como referem Das, Jagannathan e Sarin (2002) devido ao maior risco associado do projecto, e à consequente maior rentabilidade desejada, que potencia a aquisição de uma parte de capital a um preço mais económico comparativamente ao de uma empresa madura.

No entanto, considerando que a economia portuguesa é baseada no sistema bancário, ao contrário dos países anglo-saxónicos, onde o mercado de capitais assume um papel mais preponderante no financiamento das empresas, segundo Gilson e Black (1999), essa centralização é um dos factores de constrangimento para a existência de um sector de capital de risco dinâmico (nomeadamente de *venture capital*). Face à preponderância do sistema bancário, o mercado de capitais assume um papel secundário no financiamento das empresas. O papel secundário ao mercado de capitais contribui naturalmente para uma menor liquidez deste, o que diminui as possibilidades de ocorrência, segundo diversos autores (Laine e Torstila, 2003; Das, Jagannathan e Sarin, 2002), do mecanismo de saída mais rentável de empresas apoiadas por um investidor de capital de risco, um *IPO*. Assim, devido à menor probabilidade de ocorrência de dispersões bolsistas, Gilson e Black, defendem que este facto dificulta a existência de uma actividade de capital de risco vibrante, não só pela menor probabilidade de ocorrência de um *IPO*, mas também por uma situação de poder. Segundo os autores, a realização de um *IPO* permite ao empreendedor/promotor do negócio, recuperar a sua posição, que perdeu após a entrada de um capitalista de risco. No caso de a saída ocorrer através de uma *trade sale*, a posição detida pela capital de risco, passará para outro interveniente que não o promotor. Deste modo, a inexistência de um mecanismo que permita ao promotor do negócio, readquirir uma posição de controlo, segundo os autores, desincentiva o lançamento de novos negócios. Esta tese parece suportada, na caracterização feita anteriormente sobre o sector português, onde os investidores se dirigem maioritariamente a projectos *later stage*. Face ao exposto, creio que se verificará uma maior rentabilidade em operações de expansão, pela falta de apetência

dos investidores para projectos *early stage* e devido à menor facilidade de saída. Acresce ainda que em projectos de expansão face à maturidade das empresas, poderá verificar-se uma recompra das acções por parte da empresa, aumentando deste modo a probabilidade de saída. Face a projectos de reestruturação e de capital de substituição, o facto de não se investir no negócio, mas sim na reabilitação da estrutura, leva-me a crer que apresentarão uma rentabilidade inferior aos projectos de expansão.

No que concerne ao **mecanismo de avaliação** na saída, muitas vezes as partes envolvidas, tal como referido no capítulo da caracterização do mercado português, estabelecem previamente as condições de saída. Na série de operações em análise verificam-se três tipos de estabelecimento prévio das condições de saída: o estabelecimento de uma TIR mínima para o investimento, o estabelecimento de um múltiplo do negócio para avaliação da empresa e a avaliação do preço por uma entidade independente. Quando não está previsto nenhum mecanismo de saída, procede-se a um processo de saída baseado na negociação, sendo o preço estabelecido entre as partes interessadas (o investidor de capital de risco e o potencial comprador). Dada a exiguidade do mercado de capitais português, e o pouco desenvolvimento do mercado de capital de risco, acredito que as operações onde se estabelece previamente as condições de saída, em média, concederão uma maior rentabilidade aos investidores, na medida em que o pouco dinamismo do mercado português, tornam mais complicadas as condições de saída (*IPO, trade sale*).

Em linha, com o referido acima, no estabelecimento das condições de saída, o **tipo de saída** que maior rentabilidade concede ao investidor de capital de risco, creio que será a recompra por parte dos antigos titulares. Esta hipótese tem em conta o facto da inexistência de uma economia baseada no mercado de capitais (Gilson e Black, 1999) que suporte a existência de um sector de capital de risco vibrante, a ainda pouca representatividade (apesar da inversão registada em 2007 e 2008) da saída por *trade sale*, e o comum estabelecimento de condições de saída, acordadas com os promotores (podendo outras empresas não concordar com as condições acordadas), podem tornar pouco atractivo a aquisição por parte de outro agente institucional.

Relativamente à **duração** de um investimento de capital de risco, este é influenciado quer pelas condicionantes de mercado, quer pelas características intrínsecas de cada projecto. Exemplificando, em períodos de elevado fulgor económico a duração de um investimento é mais curta devido ao aumento do custo de oportunidade face ao surgimento de outras oportunidades de investimento (Cumming e Johan, 2009). Segundo estes mesmos autores, a duração é definida, pela diferença entre o valor marginalmente adicionado pela presença do investidor e o custo marginal de permanência no projecto. Em projectos de *early stage*, onde face ao seu estado embrionário, a presença de um investidor transmite um elevado apoio, traduzindo-se assim, na valorização do negócio face à sua presença, assiste-se a uma duração mais longa do investimento. Face ao facto de o mercado português não estar dirigido e devidamente estruturado para operações de *early stage*, creio que as operações com menor duração, são as que apresentarão um nível superior de rentabilidade, na medida, em que por se tratar de operações em empresas com um maior nível de maturidade, não beneficiam tanto da presença de um investidor de capital de risco, superando os custos marginais de presença o valor marginal adicionado mais rapidamente que uma operação *early stage*. Consequentemente, uma operação com maior duração, não será motivada pelo acréscimo de valor que o investidor presta à empresa, mas sim pela maior dificuldade de saída.

No que concerne ao **convívio social**, concretamente à presença de um administrador no conselho de administração da empresa participada, creio que tal presença, diminuirá o risco da operação, permitindo à capital de risco um controlo mais eficaz da sua participada, proporcionando uma rentabilidade superior. Apesar da fácil fundamentação, existe alguma contradição nos estudos até agora publicados. Segundo Caselli e Gatti (2005), a presença de um administrador independente na empresa, não é o que determina o sucesso de uma operação, mas sim as características intrínsecas da mesma. No entanto, e tendo em conta a composição do tecido empresarial português, que segundo dados do Instituto Nacional de Estatística, de 2005, é composto em 99,6% por PME's, que são responsáveis por cerca de 56,4% do volume de negócios gerado em Portugal, a presença no conselho de administração de um representante de um investidor de capital poderá ser uma importante valia na valorização do investimento. A maior profissionalização, que um administrador (mesmo não executivo) pode conferir à gestão de empresas, muitas vezes pequenas, com estruturas familiares pode ser uma

importante mais-valia no sucesso do negócio, além de uma monitorização e controlo, muito mais próximos, que como refere Lauterbach, Welp e Fertig (2007), é um dos factores que permite minimizar o risco de insucesso.

Um método usualmente utilizado para otimizar a rentabilidade de um investimento de capital de risco é o **investimento faseado**. Segundo Lauterbach, Welp e Fertig (2007), o faseamento do investimento é uma das ferramentas mais eficazes, para minimizar perdas. Ao disponibilizar os fundos consoante o alcance de objectivos previamente definidos, o investidor de capital de risco, diminui a sua exposição inicial e só disponibiliza os restantes fundos, caso o projecto seja bem sucedido no cumprimento das metas propostas. Além deste facto, quanto mais próximas forem as rondas de financiamento, maior é a frequência com o investidor monitoriza o comportamento da empresa participada, diminuindo assim assimetrias de informação (Cornelli e Yosha, 1997). Segundo o Gompers e Lerner (1999), projectos *early stage* com actividades avançadas tecnologicamente, são aqueles, onde as SCR estão mais propensas a fasear o investimento, devido ao carácter mais volátil deste tipo de projectos, criando a necessidade de uma maior monitorização por parte do investidor. Face ao descrito, considero que nos casos em que se utilize esta ferramenta, a rentabilidade apresentada será maior, do que nos casos, em que não foi utilizado este mecanismo. Apesar de no caso de o investimento realizar-se numa só tranche, o potencial de rentabilidade ser superior, tendo em conta o valor financeiro do tempo, o menor grau de exposição inicial do investidor nos projectos permitir-lhe-á reduzir as suas perdas, compensando o efeito de menor potencial de rentabilidade.

Relevante também será estabelecer a importância do **período económico** em ocorre o investimento e o desinvestimento e a influência que este tem no sucesso do investimento. Segundo Schmidt, Nowak e Knigge (2004), o tempo de mercado ajuda a definir o sucesso de uma operação. Segundo os autores, o período de investimento tem impacto na *performance* de um investimento em projectos *early stages*, enquanto o período de desinvestimento não tem um impacto significativo na *performance*. Para projectos *later stage*, a análise realizada pelos autores, revela que a *performance* da operação não é influenciada pelo período de investimento. Esta situação é explicada pelo facto de, devido à incerteza, desconhecimento e imprevisibilidade associados a projectos nascentes, a avaliação na altura de entrada de um capitalista de risco, é muito

influenciada pelo mercado, dada a falta de dados comparativos. Como demonstram os autores, os investidores de capital de risco, tem maior apetência para investir em momentos de menor fulgor económico, tentando assim realizar aquisições a valores mais reduzidos. Em operações onde as empresas já têm alguma maturidade, existe um maior nível de certeza, não tendo o mercado, uma influência tão dominante na avaliação da empresa, como no caso de *early stages*. Considerando esta hipótese, e tendo em conta a maior apetência para projectos later stage, assim como o comum estabelecimento prévio das condições de saída, creio que a variável tempo de investimento (ou desinvestimento) não terá significativa influência na *performance*.

Concluindo ao nível das hipóteses, será testado também a relevância, na rentabilidade de uma operação de capital de risco, da **percentagem de capital detida** pelo investidor no capital da empresa participada. Face à referida, apetência portuguesa, e europeia, para o investimento em projectos later-stage, cuja estado de maturidade da empresa, não pressupõe um papel tão activo por partes das SCR e o correspondente preço mais elevado de uma posição no capital de uma empresa madura, e face à maior dificuldade de saída em Portugal (preferindo os investidores complementar a entrada no capital com instrumentos de dívida) tornam expectável, reforçado também pelos dados retirados do relatório da CMVM, uma rentabilidade superior nas menores de participações de capital.

Estatísticas Descritivas

Antes de analisar o impacto das hipóteses nas variáveis, procederei a uma simples análise estatística da amostra. Tal como expectável, e de acordo com as características da economia portuguesa, as operações later stage são as mais comuns, tal como acontece em outras economias continentais europeias, nomeadamente em Itália (Caselli e Gatti, 2005) e na Alemanha (Gilson e Black, 1999), sendo as operações de expansão as mais representativas (cerca de 48% do total). As operações de *start-up* 26%. Operações de reestruturação e de capital de substituição, representam 23% e 3% do total, respectivamente.

Relativamente à permanência em carteira, verifica-se, uma permanência média relativamente curta, cerca de 4 anos, sendo que cerca de 52% das operações têm uma duração inferior a 4 anos, sendo a classe modal, uma duração entre 2 e 4 anos, caindo neste espaço temporal cerca de 39% das operações. De referir, que nenhuma operação durou mais de 10 anos.

O investimento médio verificado na série de operações é de € 3,5 milhões, totalizando-se um investimento total de cerca de € 109 milhões, e a percentagem de participação média detida pela SCR é de 19,2%.

A TIR média dos investimentos constantes na amostra é de 11%.

Observando os sectores de actividade, as empresas industriais, são as que maior incidência tem na série de operações, representando cerca de 61% do total. Seguidamente seguem as actividades de serviços e comércio, com 16% e 13% respectivamente.

Determinantes do Sucesso de um Investimento de Capital de Risco

Face à reduzida dimensão da série de operações, a análise dos factores de sucesso passará, pela realização de teste não-paramétricos. Sendo o objectivo do trabalho, a classificação do sucesso das operações, consoante o critério em estudo, o teste realizado consistiu na agregação das operações consoante as suas características, e o cálculo da TIR média para cada agregado.

Seguidamente apresenta-se a realização do referido teste às diferentes hipóteses, com a indicação do número de casos e do montante de investimento para cada categoria.

Tipo de Operação

Tipo de Projecto	TIR	#	€
Expansão	-11%	15	34.719.016
Start-up	399%	8	8.088.414
Reestruturação	3%	7	66.307.780
Capital Substituição	12%	1	623.497

Ilustração 19 - Rentabilidade média da operação por tipo de projecto

Ao contrário das hipóteses estabelecidas, as operações de expansão, não são aquelas que apresentam maior rentabilidade, ao obterem uma TIR média de -11%. Contrariando a hipótese inicial, as operações de *start-up*, são as que apresentam um nível de rentabilidade superior, tal como é defendido por alguns estudos efectuados sobre o capital de risco norte-americano. O ganho superior obtido com este tipo de operações, além da explicação usual, de se tratar de projectos com maior potencial de valorização, pode ser explicado pelo facto de o estado, em Portugal, ser um dos grandes investidores de capital de risco. Com o intuito de alavancar a actividade, está disposto a assumir um maior nível de risco, que a iniciativa privada autonomamente não estaria disposta a correr, dada a sua menor vocação para enquadrar projectos deste tipo, como foi discutido nos aspectos teóricos. Assim, ao estar presente no sector, potencia o aparecimento deste tipo de projectos e de novos investidores, o que poderá explicar a rentabilidade verificada.

Estabelecimento das condições de saída

Avaliação Prevista	TIR	#	€
TIR Mínima	-2%	16	74.860.154
Múltiplo	-22%	2	641.899
Avaliação independente	314%	10	33.736.834
Sem Contratualização	-3%	3	499.820

Ilustração 20 - Rentabilidade média da operação por tipo de avaliação prevista

No que concerne ao possível estabelecimento das condições de saída, contrariamente ao que foi conjecturado, o estabelecimento, na altura da contratualização, de uma avaliação independente na maturidade de uma operação como determinante do preço, é o meio que proporciona um maior nível de rentabilidade. Ao contrário do inicialmente proposto, de que a TIR mínima teria a função de acautelar o ganho em virtude da pouca liquidez do mercado secundário, o estabelecimento desta poderá ocorrer no investimento em projectos com pouco potencial, e possivelmente que não deveriam ter sido objecto de apoio por parte do investidor. Este teste sugere que a entrada de um investidor num projecto, deverá ocorrer quando existe a confiança suficiente no potencial do mesmo.

Tipo de saída

Tipo de Saída	TIR	#	€
Recompra	101%	22	93.303.691
Trade-Sale	1%	6	14.241.355
Write-off	-100%	3	2.193.660

Ilustração 21 - Rentabilidade média da operação por tipo de saída

Tal como proposto, o tipo de saída que maior rentabilidade, proporciona aos investidores de capital de risco, é o *buy-back* (venda aos antigos titulares). Devido ao menor fulgor do mercado de capitais português e de aquisições (apesar de nos últimos anos, as saídas através de *trade sale* terem aumentado significativamente), e à comum fixação das condições de saída, os antigos titulares, acabam por o veículo de saída mais rentável. Quando os antigos titulares, não recomparam a sua posição, pode ser um forte sinal, de que, tendo em conta o estabelecimento das condições prévias de saída, o negócio não atingiu o sucesso esperado, não tendo os antigos titulares (ou a empresa, através de acções próprias), angariado capital suficiente para recomprarem a posição. Assim, possivelmente, quando a saída ocorre por outras formas que não a recompra por parte dos antigos titulares, poderá ser significado de uma “saída de recurso”, tentando a capital de risco minimizar a sua perda, utilizando um outro meio para a alienação, podendo então institucionais, aproveitando a pressão para venda por parte da capital de risco, realizarem bons negócios, a preços potencialmente reduzidos. Os *write-off*, tal como expectável e segundo a sua natureza, apresentam níveis de rentabilidade extremamente negativos.

Permanência em Carteira

Permanência em Carteira	TIR	#	€
]0;2]	30%	4	56.922.616
]2;4]	257%	12	19.055.810
]4;6]	-15%	11	13.909.442
]6;8]	4%	3	13.741.535
]8;10]	9%	1	6.109.304

Ilustração 22 - Rentabilidade média da operação consoante o período de detenção da participação social

Em sintonia com conjecturado no capítulo das hipóteses, os investimentos com a duração mais curta, são aqueles que geram melhores resultados. Face à tendência de em Portugal, tal como na Europa, o investimento de capital de risco incidir sobretudo sobre projectos “*later stage*”, devido à sua menor vocação e know-how para acompanhar projectos *early stage*, traduz uma duração potencial da duração dos investimentos mais rentáveis. Devido à menor necessidade, que empresas estabelecidas têm, face a projectos nascentes, de apoio, *network* e controlo, a entrada de capital de risco, prende-se essencialmente com a injeção de meios financeiros. Deste modo, o investidor de capital de risco, face à sua permanência não gerar marginalmente mais valor acrescentado, tentará sair o mais cedo possível. Com é possível observar, os projectos de menor duração são aqueles que geram maior rentabilidade, sendo a classe modal um período de permanência de 2 a 4 anos, apresentando estes projectos uma TIR média de 257%. Com o prolongar da duração, que poderá significar dificuldades na saída, as taxas de rentabilidade diminuem significativamente.

Convívio Social

Presença CA	TIR	#	€
Com membro	-12%	17	31.529.402
Sem membro	233%	14	78.209.304

Ilustração 23 - Rentabilidade média da operação consoante a presença de um representante do investidor no conselho de administração na empresa participada

Os projectos da série de operações, onde o investidor de capital de risco, detém um representante no conselho de administração da empresa participada, apresentam uma rentabilidade inferior. Este dado, poderá ser revelador, que a posição de um membro no CA, será mais uma posição reactiva, do que activa, ou seja, ao contrário do proposto, a nomeação de um representante para o conselho de administração, ocorre, quando a operação não está a obter o rendimento expectável, tendo a nomeação um carácter de “minimização dos estragos”.

Faseamento na entrada

Faseamento	TIR	#	€
]0,25%]	-18%	5	20.061.941
]25%,50%]	0%	1	224.609
]50%;75%]	-100%	1	1.246.995
]75%,100%]	135%	24	88.205.161

Ilustração 24 - Influência do faseamento do investimento na rentabilidade média da operação

Outro indício do comportamento mais passivo das capitais de risco face às suas participadas, é a rentabilidade, consoante os vários níveis de faseamento da entrada de capital. Como é observável, os maiores níveis de rentabilidade, encontra-se nos investimentos, onde o primeiro desembolso é superior a 75% do total investido. Nos restantes intervalos, a TIR nunca é positiva. Tal como referido, este cenário pode indiciar uma posição mais reactiva por parte do investidor, ou seja, o facto do primeiro desembolso ser inferior ao valor total, não teve como objectivo implementar um mecanismo de controlo mas sim, face ao menor sucesso da operação, o investidor teve de aportar mais meios ao projecto, numa tentativa de viabilização do seu investimento inicial.

Influência do Mercado

Mercado Entrada	TIR	#	€
Positivo	194%	16	24.760.011
Negativo	-4%	15	84.978.696
Mercado Saída	TIR	#	€
Positivo	-7%	25	52.115.073
Negativo	537%	6	57.623.633

Ilustração 25 - Influência do estado de mercado na rentabilidade média da operação

Para definição das condições de mercado, foi classificado de positivo, quando o PSI-20, apresentou uma rentabilidade anual positiva no ano de saída ou entrada do investidor, e negativo no cenário oposto.

A hipótese estipulada de não significativa influência, do tempo de mercado, na rentabilidade dos investimentos, não é clara na análise da média das TIR da amostra. Em termos racionais, o tempo de entrada, e tal como referido por Schmidt, Nowak e

Knigge (2004), beneficiaria uma operação caso esta se concretizasse num período de baixa de mercado, face a potenciais subvalorização, proveniente do pessimismo reinante em situações de baixa de mercado. No entanto a TIR média dos projectos onde a entrada ocorreu em anos de quebra do mercado accionista, é inferior, face a operações concretizadas em cenários opostos.

O mesmo se passa com o tempo de saída. Racionalmente, a saída em períodos de maior fulgor económico, seria superior face à confiança reinante, verificando-se no entanto o contrário. Esta situação, e tendo a reduzida dimensão da amostra, dando resultados contraditórios ao racionalmente economicamente esperado, pode revelar que não existe relevância do período do mercado, no entanto não é possível fazer uma análise conclusiva. No entanto, na altura da saída, cerca de 80% das saídas das operações, ocorreram em anos de evolução positiva do mercado bolsista, revelando uma maior apetência para o desinvestimento neste período.

Participação da SCR

Participação	TIR	#	€
]0,10%]	-18%	4	14.189.432
]10%,20%]	271%	12	71.040.575
]20%,30%]	-4%	11	21.141.938
]30%,40%]	-29%	3	3.117.362
]40%,50%]	5%	1	249.399

Ilustração 26 - Rentabilidade média da operação consoante a percentagem de capital social detido na empresa participada

No capítulo anterior, formulou-se a hipótese, das menores participações de capital, serem as mais rentáveis, o que se verifica parcialmente no quadro acima, apesar das participações inferiores, apresentarem uma TIR negativa (motivada, por existirem poucas operações naquele intervalo, e entre essas, encontrar-se um *write-off*), a classe modal, situa-se no intervalo de propriedade do capital de 10% a 20%, com uma taxa de rentabilidade média das operações de 196%. Com o aumento da percentagem da participação da SCR, a rentabilidade, vai diminuindo. Tal como formulado anteriormente, a maior dificuldade de saída encontrada em mercados europeus, tornam mais atractivo às capitais de risco, investirem em percentagens menores de capital, preferindo muitas vezes, tal como referido, complementar o seu investimento com a prestação de suprimentos ou afins.

5 – Conclusões

Com o seu aparecimento oficial a ocorrer em 1986, o capital de risco em Portugal, tem sofrido algumas mutações ao longo do seu percurso. Alinhando no modelo de capital de risco europeu, o *merchant capital* (Bygrave e Timmons, 1996), o capital de risco dirigiu-se sobretudo a projectos *later stage*. Significativamente apoiada pelo estado, o capital de risco, até ao início da última década, foi sempre visto, como a solução de último recurso, quase como um hospital de empresas. Face ao custo de capital, ser superior ao de um financiamento bancário, e da pouca apetência dos investidores de capital de risco em território nacional, em darem mais que um simples *apport* de fundos, mas que também interviessem activamente na empresa para potenciar o seu sucesso (Kaplan e Stromberg, 2001) fez com que os empresários, só equacionassem este tipo de solução, quando não lhes era possível alavancar mais a sua estrutura de capitais. Apesar da imagem deixada nos primeiros anos, a actividade de capital de risco tem crescido significativamente, tendo os operadores do sector, em 2008, investido cerca de € 330 milhões. Apesar do crescimento verificado, este sector ainda tem um peso residual na economia portuguesa, fortemente centrada no sector bancário.

Com o actual período de incerteza económica, onde o sistema financeiro diminuiu a sua exposição ao risco, traduzindo-se esta opção, numa diminuição da liquidez, será vital para o restabelecimento económico, a rentabilização dos fundos disponíveis, podendo o capital de risco assumir um papel mais relevante na actualidade.

Estudando-se a fundo os drivers da rentabilidade do sector americana, e mais recentemente da europeia, ainda são relativamente pouco conhecidas os determinantes do sucesso desta actividade no nosso território, onde alguns indicadores, apontam para algumas diferenças face às suas congéneres, nomeadamente a forte presença do estado, sendo este um dos principais investidores (directa e indirectamente).

A maior propensão para investir em projectos *early-stage*, face à média dos países europeus, poderá explicar a maior rentabilidade obtida neste tipo de projectos. A presença do estado, assumindo riscos que outros não estariam dispostos a assumir, incrementou a actividade neste segmento de operações. Outros aspectos a ressaltar no incremento da rentabilidade das operações, e relativamente ao possível estabelecimento prévio das condições de saída, é a decisão de ter como definidor do preço, uma avaliação independente. Este método demonstra ser aquele que maior rentabilidade

proporciona, superando o estabelecimento de uma TIR mínima ou de um múltiplo do investimento, sugerindo, que os investidores deverão investir em projectos onde se sentem confortáveis com o seu perfil de risco, não sendo necessário, acautelar rentabilidades mínimas para prevenir o insucesso.

No que concerne ao método de saída que maior rentabilidade proporciona aos investidores, a recompra por parte dos antigos titulares é aquela que maior rentabilidade proporciona, no entanto, esta realidade, poderá ter-se revertido nos últimos anos, com o aumento de saídas através de *trade sale*. Face ao modelo seguido em Portugal, e a sua menor vocação para ser um efectivo parceiro de negócio, como sucede no *venture capital* nos EUA, as operações de menor duração, apresentam maior rentabilidade, assim como participações minoritárias, confirmando quer a menor vocação dos investidores serem parceiros de negócio, quer a maior dificuldade de saída do mercado, com as participações mais curtas e de menor duração a proporcionarem maior rentabilidade.

Outra questão interessante, será a possibilidade de os investidores de capital de risco em Portugal, deterem uma atitude mais reactiva do que activa. Esta hipótese é alicerçada nas análises feitas relativamente ao convívio social e ao faseamento do investimento. Racionalmente a presença de um representante da SCR no conselho de administração aumentaria o sucesso da participação, verificando-se, porém, a situação oposta, o que sugere que as nomeações são efectuadas numa óptica de minimização da perda. O mesmo sucede com o faseamento do investimento, estando a utilização deste instrumento ligado às piores rentabilidades, o que poderá indicar, mais uma posição de reforço do investimento, na óptica de reestruturação, do que o desembolso de fundos consoante o alcance de objectivos.

Este aspecto, revela existir ainda potencial de melhoria de resultados, caso se proceda à utilização deste tipo de instrumentos para a minimização de risco.

Muito influenciado pelo sistema bancário e pelo estado, o capital de risco em Portugal ainda não tem a expressão verificada em alguns países, nomeadamente os anglo-saxónicos. Face à diferente realidade verificada, as SCR tiveram de adaptar a sua política de investimentos face à realidade enfrentada.

Apesar das conclusões, o presente trabalho incorre num significativo risco de enviesamento, com todas as operações em estudo provirem de um só investidor. Deste modo, sugerindo, futuros estudos, será importante validar as conclusões aqui referidas com uma amostra maior e com diversificação entre várias capitais de risco, com

investidores de diversas fontes (banca, estado e outros). Em termos concretos, será interessante revelar a rentabilidade proporcionada pelos diferentes tipos de saída, tendo em conta a crescente importância nas saídas de *trade sale* e o impacto da crise e a consequente redução da liquidez na política de investimentos das SCR.

Bibliografia

APCRI, <http://www.apcri.pt/node/494>

Barros, A. (2009), Portugal Precisa de Mudar Origens de Financiamento do Capital de Risco, *Jornal de Negócios*, 7 de Maio

Bentes, S. (1998), *O Capital de Risco em Portugal: Uma Actividade Emergente*, Dissertação de Mestrado, ISCTE

Black, B. e Gilson, R. J. (1999), Does Venture Capital Require an Active Stock Market?, *Journal of Applied Corporate Finance* 36-48 (Winter 1999).

Brouwer, M. e Hendrix, B. (1998), Two Worlds of Venture Capital: What Happen to U.S. and Dutch Early Stage Investment?

Bygrave, W. e Timmons, J. (1992), Venture Capital at the Crossroads University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship.

Caetano, P. (2010), Vinte Anos a Divulgar o Capital de Risco, *PME News*, 28 de Janeiro.

Camp, J.J. (2002), *Venture Capital Due Diligence: A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Returns*, Wiley Finance.

Caselli, S. e Gatti, S. (2008), Corporate Governance and Independent Directores: Much Ado About Nothing? The Evidence Behind Private Equity Investment Performance, *Bocconi University*.

CMVM, Relatório Sobre a Actividade de Capital de Risco em Portugal (2007).

Cochrane, J. (2001), The Risk and Return of Venture Capital, *National Bureau of Economic Research* (NBER).

Cornelli, F. e Yosha, O. (1997), Stage Financing and the Role of Convertible Debt, *London Business School Working Paper No. 253-1997*

Correia, M. e Armada, M. (2004), *Sobre a Identificação dos Factores de Selecção, das Formas de Intervenção e o Contributo das Sociedades de Capital de Risco em Portugal*, Universidade do Minho.

Cumming, D. e Johan. S. (2009), Venture Capital Investment Duration, *Journal of Small Business Management*.

Das, S., Jagannathan, M., e Sarin, A. (2002), *The Private Equity Discount: An Empirical Examination of the Exit of Ventured Backed Companies*, Santa Clara University

Esperança, J.P. e Matias, F. (2005), *Finanças Empresarias*, Lisboa, D. Quixote

EVCA, EVCA Annual Reports, <http://www.evca.eu/default.aspx>.

Faria, P. (2009), *Capital de Risco: Análise Comparativa à Evolução do Investimento em Portugal e na Europa*, Projecto de Mestrado, ISCTE

Florin, J. (2009), Is Venture Capital Worth it? Effects on Firm Performance and Founder Return, *University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship*.

Gompers, P. (1995), Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Financial Economics*.

Gottschalg, O., Phalippou, L. e Zollo, M. (2004), 'Performance of private equity funds: Another puzzle?', Working paper, *INSEAD-Wharton Alliance Center for Global Research & Development*.

Gompers, P. e Lerner, J. (1999), *The Venture Capital Cycle*, MIT Press.

Hege, U., Palomino, F. e Schwienbacher, A. (2008), Venture Capital Performance: the Disparity Between Europe and the United States.

Hsu, D. (2002), What Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?. *University of Pennsylvania Wharton School Working Paper*.

Kaplan, S. e Stromberg, P. (2002), Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Study of Venture Capital Contracts, *CRSP Working Paper No. 513*.

Kaplan, S. e Schoar, A. (2003), Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, *AFA 2004 San Diego Meetings*.

Laine, M. e Torstila, S. (2003), The Exit Rates of Liquidated Venture Capital Funds.

Lam, S. (1991), Venture Capital Financing: A Conceptual Framework, *Journal of Business Finance and Accounting*.

Lauterbach, R., Welpe, I. e Fertig, J. (2007), Performance Differentiation: Cutting Losses and Maximizing Profits of Private Equity and Venture Capital Investments, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 21, No. 1, pp. 45-67, 2007.

Ljungqvist, A. e Richardson, M. (2003), The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity, *NYU, Finance Working Paper No. 03-001*.

Lossen, U. (2006), The Performance of Private Equity Funds: Does Diversification Matter?, *Munich Business Research*.

Schmidt, D., Nowak, E., Knigee, A. (2004), On the Performance of Private Equity Investments: Does Market Timing Matter?, *EFMA 2004 Basel Meetings Paper*.