

**CAPITAL DE RISCO COMO ALTERNATIVA AO  
FINANCIAMENTO BANCÁRIO**

Fernando José Pereira Ramos Palma

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

**Orientador:**

Prof. Doutor Pedro Inácio, ISCTE Business School, Departamento de Finanças

**Outubro 2016**



## SUMÁRIO

O presente trabalho tem como objetivo uma caracterização do que é a atividade de Capital de Risco em Portugal e quais os fatores que no processo de tomada de decisão determinam a escolha de Capital de Risco em detrimento do Financiamento Bancário.

Nos últimos anos um cenário macroeconómico desfavorável e a escassez do recurso capital trouxe para o capital de risco um crescimento elevado para o sector; trata-se da procura de alternativas de investidores que ofereçam mais que simples *apport* financeiro, um parceiro estratégico que possa influenciar positivamente os destinos da empresa e consequente valorização.

Em Portugal as operações de Capital de Risco representam 2,54% do PIB a preços correntes – 4,5 mil milhões, com um peso preponderante para a economia nacional.

O mercado nacional é composto maioritariamente por Sociedades de Capital de Risco que gerem Fundos de Capital de Risco que representam 79,4% do valor gerido.

Este estudo, através da análise de algumas operações de capital de risco, procura representar aquilo que é a realidade nacional e conseguir identificar através das suas características: fase de investimento, do sector económico e da estratégia de desinvestimento, quais os determinantes que mais influenciaram o processo de tomada de decisão na escolha do capital de risco em detrimento do financiamento tradicional.



## **ABSTRACT**

This project aims at a characterization of what is the venture capital activity in Portugal and which factors in the decision-making process determine the choice of venture capital at the expense of bank financing.

In the last few years an unfavorable macroeconomic scenario and the lack of capital resource brought to the venture capital sector an high growth, in a search for alternative investors that provide more than just financial dumbbell, but moreover a strategic partner that could influence positively the company's development and consequent appreciation.

In Portugal the venture capital operations account for 2,54% of GDP at current prices – 4.5 million, with a dominant role for the national economy.

The national market is composed mostly of Venture Capital Companies that manage venture capital funds representing 79.4% of managed value.

This study seeks, through the analysis of some venture capital operations, to describe what is the national reality and be able to identify through its features: investment phase, the economic sector and the exit strategy which were the determinants that influenced the decision-making process in choosing between venture capital and the traditional bank financing.



# INDICE

1. Introdução .....	1
2. Caracterização, Definições e Operações sobre Capital de Risco.....	3
2.1 Caracterização e Definições .....	3
2.2 Origem do Capital de Risco .....	12
3. Desenvolvimento e Evolução do Capital de Risco .....	15
3.1 Na Zona Euro .....	15
3.2 Em Portugal .....	20
4. Mercado de Capital de Risco Nacional.....	23
4.1 Principais Operadores de Capital de Risco .....	23
4.2 Montantes sob Gestão e Quotas de Mercado .....	24
5. Operações de Capital de Risco.....	31
5.1 Estatística Descritiva .....	31
5.2 Origem e Valor de Investimentos .....	32
5.3 Estratégias de Desinvestimento.....	35
5.4 Determinantes de Sucesso.....	37
5.5 Objetivos que motivam a procura do capital de risco .....	39
6. Conclusões .....	41
Bibliografia .....	42
Anexos.....	46





## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 : Fases de investimento do Capital de Risco.....	10
Figura 2- Valores Angariados, Investidos e Desinvestidos de 2000 a 2015.....	15
Figura 3- Valor Investido na Europa face ao PIB gerado.....	16
Figura 4- Valor Investido por País face ao PIB gerado.....	16
Figura 5 - Valor sob Gestão por Setor e por Numero de Empresas na Europa.....	17
Figura 6 – Origem Geográfica de Fundos Angariados para Investimento em 2015.....	18
Figura 7 – Origem de Fundos Angariados para Investimento.....	18
Figura 8 – Comparação da origem de Fundos e Valor Angariado para Investimento...	19
Figura 9 – Valores Sobre Gestão em Portugal de 2003 a 2015.....	21
Figura 10 – Investimento por fase de entrada do capital de risco nas empresas.....	21
Figura 11 – Indicadores Macro Económicos de Portugal em 2015.....	23
Figura 12 – Operadores de Capital de Risco de Portugal em 2015.....	24
Figura 13 – Distribuição do Capital de Risco em 2015 por investimento.....	25
Figura 14 – Indicadores de Capital de Risco .....	26
Figura 15 – Ativos sob Gestão.....	27
Figura 16 – Ativos sob Gestão via as SCR.....	28
Figura 17 – Valor das Participações.....	33
Figura 18 – Valor Investido por fase nas Empresas em 2015.....	34
Figura 19 – Valores investido por sector de actividade no final de 2015.....	35
Figura 20 – Valias obtidas no desinvestimento em 2015.....	36



## **ANEXOS**

A - Quota de mercado por operadores de capital de risco em Portugal em 2015.....	49
B - Casos analisados para a elaboração deste estudo, na Europa.....	51
C - Casos analisados para a elaboração deste estudo, em Portugal.....	53



# 1. INTRODUÇÃO

A atividade de capital de risco é, sempre foi e sempre será mais do que uma simples forma de financiamento para a economia, mas sim uma intervenção direta nas decisões da empresa, pelas posições, habitualmente minoritárias que assume no capital social da empresa, procurando uma mais-valia do investimento através da própria valorização do negócio, influenciando diretamente os destinos da empresa.

Em Portugal, como na Europa o mercado de Capital de Risco é substancialmente diferente do modelo de investimento utilizado nos países Anglo Saxónicos – EUA e Reino Unido.

Na Europa, o investimento centra-se maioritariamente em operações de *later-stage*, pelo mercado ter uma presença forte dos Fundos de Pensões que representam 25% do mercado (fonte EVCA) procurando investimentos com menos riscos, ao contrário dos EUA onde a procura se situa em operações numa fase mais cedo e com durações mais curtas.

Em Portugal, estes últimos anos caracterizaram-se por alguma escassez de liquidez de mercado, originando um crescimento exponencial do capital de risco, maioritariamente suportado pela criação de novos fundos de capital de risco ditos “de reestruturação”, com o objetivo da transformação de *debt* em *private equity*, embora que temporária e quase sempre com posições minoritárias.

Surgem algumas operações de *seed capital* e *start-up*, operações motivadas pelas taxas historicamente baixas para a zona euro, procurando um maior e mais rápido retorno do investimento, onde algum incentivo estatal tem sido determinante a atrair investidores.

Nas estratégias de desinvestimento continuam a destacar-se as operações de recompra por parte das equipas de gestão ou acionistas, seja por compra imediata seja por contratos de compra a prazo.

Na vida das Empresas em Portugal, grande parte das necessidades de financiamento recaem habitualmente em financiamentos bancários, nas mais diversas linhas que a Banca disponibiliza. O capital de risco surge como alternativa à tradicional opção de financiamento, este estudo pretende racionalizar quais os fatores que determinaram essa escolha por parte das Empresas.

A conjuntura Macroeconómica de Portugal de recessão, alguma incerteza económica, uma exposição grande aos mercados, a exposição a uma dívida externa elevada e a saída de um período de 3 anos de intervenção por parte da *Troika* - FMI, CE e BCE, tornam o processo de escolha do financiamento relevante, procurando que exista mais do que um simples *apport* financeiro, permitindo a maximização da eficiência de um recurso tão escasso como o capital.

Com a utilização de uma série de operações de capital de risco em Portugal, este projeto propõe-se identificar quais os fatores determinantes que permitiram que a escolha do capital de risco se tenha sobreposto ao financiamento tradicional, quais os fatores

diferenciadores que permitiram que o capital de risco se apresentasse como o parceiro financeiro que melhor se adequa às características dos projetos.

Nos capítulos iniciais procura-se uma conceção daquilo que é o mercado do capital de risco, definindo conceitos, caracterizando aquilo que foi a sua evolução através dos tempos e caracterizar o que é o mercado Europeu para depois e em maior detalhe se analisar aquilo que é o mercado de capital de risco em Portugal, com os principais operadores, tipo de setores e natureza das operações.

Serão analisadas operações de capital de risco, que melhor retratam o mercado do capital de risco em Portugal e na Europa, com o objetivo de utilizar o conhecimento empírico de forma a sistematiza-lo e eventualmente encontrar um padrão que seduza a Empresa a recorrer ao Capital de Risco em detrimento do Financiamento Bancário Tradicional.

No último capítulo serão apresentadas as conclusões, identificados os *drivers* que motivam as Empresas a recorrer ao Capital de Risco e quais as vantagens que daí advêm.

## 2. CARATERIZAÇÃO DA ATIVIDADE DE CAPITAL DE RISCO

### 2.1 CARATERIZAÇÃO E DEFINIÇÕES

O capital de risco é utilizado em Portugal para denominar a atividade de investimento numa Empresa. A natureza desse investimento é habitualmente efectuada por uma aquisição minoritária do capital social, por determinado período, podendo ser feita directamente por uma Sociedade de Capital de Risco (SCR) ou utilizar instrumento como veículo de investimento, que poderá ser: fundos de capital de risco, investimentos diretos de particulares ou empresas criadas para o efeito, designadas por sociedades veículo e como actividade principal de gerir participações sociais). Trata-se de um início de uma relação de proveitos mútuos para ambas as partes, quem investe e quem procura investimento. Contrapondo a habituais formas de financiamento, há por parte dos capitais de risco um assumir direto dos riscos do negócio, fazendo com que muitas das vezes exerçam influencia direta nas decisões de gestão, partilhando o *expertise e know-how* adquirido de experiências de gestão anteriores, permitindo um Outlook positivo do projecto e credibilização do mesmo perante terceiros da Empresa onde investiram. (Duarte, 2007)

O capital de risco não exige pagamento de encargos financeiros, nem os empresários têm de apresentar quaisquer garantias, sejam elas reais ou pessoais, a rentabilidade dos investidores directamente relacionada com a probabilidade de sucesso da empresa participada, sendo realizada no momento da saída através das mais-valias realizadas e/ou dividendos durante a permanência do capital na empresa. (Duarte, 2007)

Assim sendo, existem negócios e sectores que não são motivadores para as SCR, todas possuem estratégias de investimento muito claras, mas o que todas procuram são Empresas com grande potencial de crescerem no curto e médio prazo, sendo que para alcançarem esse crescimento necessitem de capital, habitualmente os sectores de novas tecnologias e inovação são os mais disputados pelos capitalista de risco, pelos apetecíveis por crescimentos exponenciais ocorridos recentemente no sector, no entanto não existe um sector ou atividade iniba.

### Tipo de Investidores

É defendido pela maioria dos autores que os investidores se podem agrupar por 3 categorias, sendo elas:

- i) *Venture Capital*;
- ii) *Private Equity*;
- iii) *Angels Investors*.

Habitualmente o *Venture Capital*, está directamente associado a investimentos de *Early Stage* e *Late Stage*, sendo o objectivo desses investimentos *Replacement Capital*,

*Turnaround e Follow up*. O *Private Equity*, está mais relacionado com *Buy Outs*, sejam eles MBO, LBO. (Jung-Senssfelder, 2006)

Foram desenvolvidos vários estudos que comprovam e reiteram que o *Venture Capital*, possui uma influência significativa no surgimento de novas empresas, na criação de desenvolvimento de conceitos inovadores originando um aumento do registo de patentes. (Mollica e Zingales, 2007; Popov e Roosenboom, 2008; Hirukawa and Ueda, 2006).

Recentemente, estudos comparativos, comprovam que as empresas que sofreram investimento de *Venture Capital*, apresentam indicadores de crescimento mais rápido e maior rapidez na criação de novos produtos e o seu lançamento no mercado, quando comparadas com empresas na mesma fase sem qualquer investidor desta natureza (Strömberg, 2009).

Quanto ao *Private Equity*, foi possível validar alguns estudos que concluem que com a entrada de investimento de *Private Equity* nestas empresas, verificou-se uma melhoria daquilo que é o seu desempenho económico, crescendo nas margens de produtividade e resultados operacionais (Kaplan, 1989; Boucly et al., 2008).

O *Private Equity* é um catalisador de crescimento da economia, há estudos que revelam que o desenvolvimento da economia está diretamente relacionada com o *Private Equity* (Strömberg, 2009).

Todo este tipo de investimentos é efectuado em diferentes fases da vida das empresas e conseqüentemente os resultados também são diferentes, situação verificada por existirem diferentes objetivos de gestão, é relevante proceder a uma análise mais detalhada daquilo que é determinante na gestão destes fundos.

De seguida, define-se quais os perfis de gestão dos fundos em análise:

*Venture Capital*, traz para a empresa um apporto de valor significativo após o investimento, participando no desenvolvimento e implementação de sistemas de informação mais eficientes, podendo mesmo reorganizar a empresa (Cisões, Fusões) desenvolve *business plans*, estratégias de marketing e intervém e no recrutamento (Strömberg, 2009);

*Private Equity*, o gestor tem um papel preponderante e determinante no sucesso ou insucesso do investimento. Os gestores nestes investimentos estão bastante envolvidos naquilo que são o desenvolvimento de estratégias e operações da empresa, procurando implementar novas e inovadoras práticas de gestão operacional sempre numa perspectiva de melhoramento contínuo rentabilizando ao máximo os investimentos que gerem (Strömberg, 2009).

Por fim, há outra categoria de capital de risco e de natureza financeira de apoio às empresas, que são designados por *Angels Investors*. São indivíduos que investem o seu dinheiro, habitualmente em algumas empresas em fase *early stage*, procurando alguma diversificação na carteira de investimento, mitigando o risco e aumentando a probabilidade de sucesso. (DeGennaro, 2010).



Os *Angels Investors* com uma estratégia de diversificação da carteira dos seus investimentos, permite-lhes retornos de capital bastante elevados.

No entanto, investidores desta natureza estão mais expostos ao problema da assimetria de informação, por não estarem directamente ligados ao negócio.

A Atividade de Capital de Risco em Portugal é regulamentada pelo Decreto- Lei n.º 375/2007, que identifica a existência de três tipos de intervenientes: Sociedades de Capital de Risco, os Fundos de Capital de Risco e os Investidores de Capital de Risco, cujas características passaremos a apresentar seguidamente.

i) Sociedades de Capital de Risco – sociedades que são SGPS e assumem participações no capital de outras empresas, numa perspetiva de investimento de médio e longo prazo, com a perspetiva de obtenção de mais-valias com a alienação futura da participação adquirida.

ii) Fundos de Capital de Risco – tratam-se de fundos com um Regulamento de Gestão, podendo ser subscrito pelo Público em Geral ou Investidores Qualificados, habitualmente possuem indicação do sector e tipo de atividade das Sociedades a investir.

iii) Investidores de Capital de Risco - são investidores, habitualmente como empresa, que realizam investimentos em empresas emergentes, normalmente nas áreas em desenvolvimento, que encaixem nas suas estratégias, e que acabarão mais tarde por pertencer aos respetivos Grupos Económicos.

Em Portugal, a actividade de capital de risco tem sido desenvolvida quase exclusivamente por *Venture Capitalists*, surgindo nestes últimos anos alguns *Business Angels*:

Podemos ainda incluir os *Business Angels*, indivíduos privados atuando por sua conta e risco, disponibilizando verbas menos avultadas de financiamento numa fase ainda mais cedo do que aquela em que as sociedades de capital de risco estão dispostas a investir, nomeadamente em projetos de *seed capital*, *start-up's* e bastante próximo de estímulos ao Empreendedorismo. (Pública, 2007)

## **Processo de Investimento do Capital Risco**

Considerando o objeto em estudo, é relevante caracterizar, embora que de forma genérica, por fases, aquilo que numa operação de capital de risco é o processo de investimento.

Um pouco por todos o mundo o tecido empresarial é influenciado cada vez mais por as pequenas e médias empresas (Storey, 1994). Possuem um potencial de crescimento bastante elevado, com um contributo significativo para a criação de emprego e crescimento económico. Deakins (1996) afirma que estas empresas são preponderantes para se conseguir ultrapassar as recessões, são elas que mais contribuem para o desenvolvimento.

Grande parte das pequenas e médias empresas revelam margem de desenvolvimento e um potencial de crescimento elevado, são bastante empreendedoras e disponíveis a exporem-se a determinados riscos, determinadas em enfrentar a mudança (Wetzel e Freear, 1996).

No entanto, para que estas empresas possam crescer é necessário o acesso a financiamento, pois na maioria dos casos os fundos do empreendedor são apoios da sua família e amigos sendo escassos para poderem suportar este crescimento.

O capital de risco pretende solucionar para este problema. Ao aproveitar estas oportunidades de investimento que surgem nestas empresas o capital de risco, pretende ajudar a ultrapassar esta dificuldade e permitindo às empresas empreendedoras concretização de projectos, conceitos e ideias promissoras transformando-as em empresas estabelecidas no mercado.

O relacionamento entre Sociedades de Capital de Risco e as empresas onde foi efetuado o investimento, processa-se em três fases distintas: a análise da operação, a concretização da operação e a alienação, ou saída (Ferreira, 2008).

### **Análise da operação – 1ª Fase**

A primeira fase, é momento em que o investidor identifica uma oportunidade de investimento e lhe é apresentada a documentação de suporte à análise por parte do investidor de risco, procurando a validar a oportunidade naquilo que são as suas estratégias de investimentos.

É neste momento que o investidor, valida se o enquadramento de: sector de atividade da oportunidade, localização, modelo de negócio, dimensão do investimento e mais importante, a rentabilidade esperada, naquilo que é o seu objectivo para os seus investimentos tomando a decisão de investe ou não no negócio apresentado.

Esta é uma fase crítica para as empresas que pretendem obter financiamentos por capital de risco uma vez, anualmente são apresentados milhares de projetos às sociedades de capital de risco, são muito poucos aqueles que conseguem ser financiados. Como exemplo daquilo que é a dimensão da apresentação de empresas à procura de investidores temos a Convenção anual Web Summit, que em 2016 teve 60.000 candidaturas.

Chegado a um entendimento favorável por ambas as partes, é iniciado pelo investidor de capital de risco o processo de *due diligence*. Este processo, é referido por Justin J.Camp em “*Venture Capital Due Diligence*”, como a análise em detalhe da empresa, com a validação daquilo que são os pressupostos implementados do plano de negócio.

Todo este processo de validação e análise incide sobre todos os aspetos operacionais, comerciais, técnicos, humanos, financeiros, e jurídicos do projeto. Trata-se pois de um fase do processo de investimento fundamental, pois permite antecipar o problema mais recorrente neste tipo de investimentos uma enorme discrepância e assimetria de informação.

Esta assimetria e discrepância de informação habitualmente acontece quando uma das partes envolvidas possui mais ou melhor informação do que a outra. Considerando o tipo de operação, o investimento de capital de risco depara-se inúmeras vezes com este tipo de fenómeno.

Não obstante o investidor partilhar o risco de negócio com o promotor, dificilmente terá acesso a toda a informação, visto que a estratégia do negócio provém essencialmente do promotor, existindo inúmeras situações em que este não revela todas as características do negócio. Esta posição mais favorável permite aos promotores, obterem apoio financeiro, através de uma sobrevalorização do negócio, com projeções bastante optimistas, não reveladoras da realidade, podendo induzir em erro o investidor.

Face ao exposto, o processo de *due diligence*, reveste-se da maior importância ao investidor, por lhe proporcionar um maior conhecimento sobre o projeto, segundo Gompers (1995), minimizando um dos efeitos da assimetria de informação e correr o risco de escolher um mau projeto.

Habitualmente as fontes de informação mais utilizadas pelos investidores, de acordo com Bentes (1998), no processo de *due diligence* são: entrevistas e análise de currículos dos promotores e gestores do negócio, uma análise exaustiva e detalhada das demonstrações financeiras de empresas, poderão mesmo recorrer a informação a outros investidores, a eventuais concorrentes, entrevistas individuais a funcionários e publicações especializadas.

## **Concretização da operação - 2ª Fase**

Concluídos os passos atrás referidos anteriores, e validada a aprovação de investimento junto do órgão de decisão da capital de risco, existe a negociação daquilo que são as condições de entrada, qual o valor, o preço, a definição da distribuição da percentagem de propriedade da empresa, qual o tipo de gestão que o investidor de capital de risco pretende, e como se irá processar o convívio social entre as partes, as sociedades de capital de risco e empresa investida. Formalizado o acordo, passa-se à segunda fase – concretização da operação.

É nesta fase de concretização, que irá ocorrer literalmente o investimento, irá proceder-se à entrada no capital da empresa, existindo ainda a possibilidade do mesmo ser acompanhado por outros instrumentos, sejam eles: aumentos de capital, aquisição de partes sociais (prestações suplementares, suprimentos, etc.), subscrição e realização de quotas ou de acções de sociedades veículo constituídas exclusivamente para a gestão destas participações sociais.

De acordo com Lam (1991), a percepção de risco e rentabilidade esperada na análise do investimento é bastante influenciada no processo de identificação do tipo de investimento.

Mais à frente, serão desenvolvidos aquilo que são os diversos Tipos de Investimento de Capital de Risco, designados por uma terminologia muito própria e específica do sector e nas publicações existentes da especialidade.

Podemos identificar vários tipos de investimento: *seed capital*, expansão, capital de substituição, *buy-out's*, *turnaround*, *start-up*, *later stage venture* e *bridge finance*.

Nesta fase é também elaborado o contrato entre a S.C.R. e o empreendedor. No contrato define-se como são divididos os direitos e as obrigações de cada uma das partes.

A assinatura do referido acordo é a materialização do acordo efetuado e a real concretização do investimento, passa a existir uma parceria de sociedade entre o investidor e o promotor.

É neste período, que a convivência social se revela determinante para um desenvolvimento saudável e positivo do negócio. Esta convivência, é normalmente regulada por um acordo parassocial, definindo quais são as condições de *governance* da sociedade, bem como o papel do investidor de capital de risco na mesma, definindo logo à partida se investidor deterá uma intervenção de *hands-off* ou *hands-on*.

Com uma intervenção de *hands-on*, por parte do investidor, será representado na administração ou direcção da empresa e participará ativamente na gestão, podendo tomar decisões estratégicas e operacionais, mais típico do *venture capital*.

Em caso de uma intervenção de *hands-off*, o investidor nesta situação, atua mais como um parceiro financeiro, um financiador de capital, sem influência directa na gestão apenas procurando exercer uma posição de controlo e não tanto de decisor, fazendo-se habitualmente representar em um lugares não-executivos na administração, típica de *private equity*.

É nesta segunda fase, que torna evidente o investimento de capital, no entanto, poderão ficar à partida estabelecidas novas rondas de investimento em fases mais avançadas, conforme previsto na inicialmente ou na evolução do negócio originando novas necessidades de capital.

### **Alienação ou saída – 3ª Fase**

Na 3ª e última fase do processo de investimento, dá-se por encerrado o processo de uma operação de capital de risco, ou como habitualmente designada a fase da saída ou desinvestimento, podendo ser efectuada por diferentes formas: oferta publica inicial com a entrada no mercado de capitais, venda a outras empresas habitualmente designada por *trade sale*, venda a outra S.C.R., venda da parte da S.C.R. ao empreendedor e liquidação (Black e Gilson, 1997).

Com a maturidade, ocorre a saída do investidor de capital de risco, e é neste momento que é avaliada a operação, avaliando se o investimento permitiu valorização da empresa e se o mesmo obteve a rendibilidade desejada, validando a expectativa que existia quando do investimento, validando a avaliação efectuada anteriormente pelo investidor ou pelos seus representantes.

Este processo de saída por parte do investidor de capital de risco, é habitualmente designado por terminologia específica bastante utilizada no sector e na publicações da especialidade relacionada, e utilizada pela Associação Europeia de Capital de Risco e Desenvolvimento (EVCA), podendo acontecer de diversas formas descritas de seguida.

## Estratégias de saída

“A detenção de instrumentos de capital próprio, bem como em valores mobiliários ou direitos convertíveis, permutáveis ou que confirmam o direito à sua aquisição, e instrumentos de capital alheio, por período de tempo, seguido ou interpolado, superior a 10 e 5 anos, respetivamente, no caso de SCR e de ICR.” (Pública, 2007).

A regulamentação do tempo de investimento dos Investimentos do Capital de Risco encontra-se bem definido pelo legislador.

Esta fase tão crucial no processo de investimento, por ser o momento em que se realizarão as valorizações de capital dos seus investimentos, existe ainda quem designe por desinvestimento, como o ato de tornar líquida as posições societárias nas empresas participadas. (Duarte, 2007)

A estratégia de saída tem uma importância relevante, na forma como é pensado o investimento influenciando o nível de envolvimento que a CR terá no acompanhamento efectuado, mas existem desinvestimentos em que as decisões são tomadas assentes na oportunidade.

Podendo vir a verificar-se por diversas formas, a Associação Europeia de Capital de Risco e Desenvolvimento (EVCA), existem as seguintes:

*Trade sale* – Verifica-se a alienação da participação a outra empresa, habitualmente com interesse no sector uma sociedade estratégica - concorrente no sector ou na actividade, um fornecedor ou um cliente como sociedades que estrategicamente pretendam controlo mais que uma etapa do ciclo da actividade, para desta forma incorporar o produto, patentes, a tecnologia da empresa a desinvestir;

Venda a uma instituição financeira – venda efectuada numa perspectiva de ativo financeiro com potencial de valorização ou retorno de capital;

Venda a outra capital de risco – cedência da actual posição a um investidor que procura outro tipo de investimento numa fase mais avançada;

*Write-off* - quando é declarada a perda total do investimento;

Oferta Pública – O habitual IPO, que consiste na abertura do capital da empresa no mercado público bolsista.

*Management Buy In* ou Venda aos antigos titulares – a venda da posição detida pelo investidor de capital de risco à que era a estrutura accionista inicial, quando do investimento inicial. Podendo ser efectuada pontualmente por oportunidade de mercado ou definida à partida quando do investimento inicial.

Pagamento do empréstimo – reembolso de empréstimos, que foram efectuados pelo investidor à empresa.

## Fases de Investimento

Figura 1- Fases de Investimento de Capital de Risco



Fonte – Rui Rodrigues, 2010

Existem investidores de capital de risco, com preferências de bastante divergentes quanto às participações que possuem nas suas carteiras de investimento, habitualmente influenciado pela estratégia de investimento que definiram com os seu investidores.

Na caracterização de um investimento de capital de risco, um dos factores de maior relevo é a fase de desenvolvimento em que uma empresa se encontra. Como tal são utilizadas algumas definições designar o estágio de desenvolvimento de uma empresa, relativamente ao investimento, que passamos a descrever:

i) *Seed Capital* – o capital pretende financiar projetos em fases embrionárias, normalmente na fase inicial que poderá envolver a elaboração de um plano de negócio, protótipos, pesquisas, análises adicionais, de forma a criar as condições para posteriormente avançar para uma produção economicamente viável.

Por norma, estes negócios apresentam sem dimensão e necessitam de grande apoio por parte do investidor. As entidades que se revelam mais adequadas são *business angels* com uma elevada rede de contactos, que na maioria das vezes revela-se fundamental para o desenvolvimento da ideia, muito visível e presente no conceito de empreendedorismo.

Habitualmente a exigência de capital nesta fase inicial é reduzida mas determinante para o desenvolvimento do negócio.

ii) *Start up* – capital que se destina, como nome refere, ao arranque da empresa, ao seu início de actividade. Este financiamento é para criar condições de desenvolvimento da empresa, para se apresentar ao mercado, criar plano de marketing forte e bem definido e desenvolvimentos a nível de produto. Trata-se de um apoio para o desenvolvimento dos produtos da empresa e a apoiar os seus esforços iniciais de entrada no mercado. Muitos casos o investimento em marketing, é elevado para assegurar notoriedade à empresa e seu produtos, fortalecendo uma marca ou conceito. Determinante neste tipo de investimento é a qualidade de equipa de gestão, trata-se de um critério relevante, pois será o que determinará o desenvolvimento do potencial de crescimento da empresa, sendo a única garantia que existe para o investidor.

iii) *Early stage* – trata-se de um financiamento para assegurar a estrutura de custos directamente relacionados com a primeira produção em escala e suporte de vendas iniciais. As capitais de risco que apostam neste segmento de investimento, procuram um crescimento moderado conforme as empresas que apoiam.

Neste período de vida a empresa, tem perfeitamente definido ao que são os mercados que pretende atuar e operar. Para alguns autores que não efectuem qualquer distinção desta fase e a anterior, mas esta não requer um intervenção tão grande por parte do investidor os processos já se encontram definidos.

iv) *Expansão* – apoio a um empresa instalada e a operar num mercados e que quer crescer, conquistar novos mercados. Podendo revestir-se de várias formas como: aventurar-se em mercados internacionais, inovar com criação de novos produtos, aumentar o volume de produção actual, etc.. Trata-se da fase de investimento que reúne atualmente o maior montante de investimentos.

v) *Bridge financing* – trata-se de um apoio pontual e muito curto, quando se possui como objectivo numa mudança da estrutura de financiamento a curto prazo - 6 meses, recorrendo aos mercados de capitais em detrimento dos investidores de risco. Habitualmente estas operações são acompanhadas de medidas que visam estruturar o balanço com o objetivo conseguirem um *outlook* mais favorável possível assim que se apresentem ao público em geral.

vi) *Capital de substituição* – destina-se à aquisição por parte dos acionistas/sócios atuais de parte ou totalidade do capital dos restantes acionistas/sócios financiando a compra de ações ou quotas de forma à substituição de uma posição na estrutura societária.

vii) *Turnaround* – investimento com objetivo de recuperar empresas em dificuldade. São operações que, por vezes, visam uma reorganização da estrutura do passivo e outras vezes através de uma reestruturação profunda própria empresa; para o investidor o retorno esperado face ao risco é reduzido e pouco aliciente. De uma forma generalizada estes financiamentos acontecem pela necessidade e capital para mudar a estrutura financeira, organização e forma como a empresa é gerida.

viii) *Management buy-out (MBO)* – a equipa de gestão e/ou quadros da empresa decidem a aquisição da mesma. O financiamento é para assegurar o controlo de uma parte ou até mesmo a totalidade do capital social da empresa pelos seus quadros e tomar gestão da empresa. Dos diversos tipos de MBO's as origens mais como são: problemas de sucessão em empresas de gestão familiar e a abertura de capital ao público em geral. Também podemos encontrar MBO's muito diferentes quanto à necessidade de capital que está directamente relacionada com a dimensão da empresa a que se destina, mas todos eles são efectuados com uma enorme expectativa de que a nova estrutura accionista a empresa passará a ser gerida com maior eficiência.

ix) *Management Buy-In (MBI)* – apoio financeiro à aquisição de ações da própria empresa, com a finalidade de assumir o controlo da mesma por atuais acionistas. O objetivo é melhorar o actual desempenho da empresa através de uma gestão mais eficiente e consequentemente conseguir melhores resultados.

## 2.2 ORIGEM DO CAPITAL DE RISCO

A história mundial, relata que os primeiros registos de investimentos de capital de risco situam-se no século XV, existiam apoios na forma de financiamentos concedidos para expedições marítimas por patronos com esperança de retorno, expondo-se ao risco de perda total do seu investimento.

Mais tarde no século XVIII, no Reino Unido, em plena Revolução Industrial, surgem registos de utilização de financiamentos com esta natureza, assumindo-se esta época como importante para o crescimento do capital de risco, maioritariamente para apoio de projetos de desenvolvimento industrial que poderiam incrementar a produção assegurando o retorno com rentabilidade significativa a indivíduos que individualmente que procuravam a rentabilização do seu capital.

Hoje ainda estão muito presentes nas indústrias de desenvolvimento de novas tecnologias, emergentes e de inovação, mas como *business angels*, que através do *expertise* e *networking* procuram trazer mais-valia no desenvolvimento dos projectos, maioritariamente de inovação.

Em 1946 data a constituição da primeira SCR, a *American Research Development*, no seguimento do fim da 2ª Guerra Mundial e da necessidade de revitalizar a economia atraindo um elevado número de recursos disponíveis, apresentando-se como um fundo de capital gerido por profissionais experientes capazes de efetuarem investimentos de grande retorno e risco elevado, tornando-se em curto espaço de tempo, um sucesso.

Só nos anos 70/80 é que estes apoios, parabancários conseguem atingir estatuto de indústria, como existe actualmente sendo que a primeira operação de CR como conhecemos, data da década de 40 nos EUA.

O Governo Norte-Americano, vendo como uma oportunidade de revitalização do país no pós-guerra, criou a *Small Business Investment Companies* (SIBCA) que procurava acompanhar com benefícios fiscais e bonificações creditícias, permitindo um desenvolvimento significativo das SCR.

No início da década de 70, posteriormente à queda do mercado bolsista americano, o capital de risco ganha nova vitalidade, originado pelas reformas introduzidas no final da referida década quando foi emitida, por exemplo, a *Revenue Act* de 1978 regulava a descida, para menos de 50%, da taxa de imposto máxima sobre ganhos de capital resultado de investimento (Brouwer e Hendrix, 1998).

A medida referida anteriormente em conjunto com outras reformas, rapidamente atraiu para a indústria do CR novos investidores aumentando o investimento realizado pelas capitais de risco neste período, tendo crescido de 1979 a 1987 perto de 3,5 biliões de dólares.

Após este período de euforia, novo crash bolsista em 1987 tornou o mercado muito pouco atrativo, essencialmente pela forma de desinvestimento nas participações através da entrada em bolsa.



Nos últimos 10 anos do Séc.XX, existe um surgimento exponencial de negócios relacionados com tecnologias electrónicas, desenvolvimento de software, telecomunicações, multimédia e ciências biomédicas. Mesmo no fim do Séc. XX, existe alguma especulação naquilo que são os negócios com empresas que operavam no sector online, directamente relacionado com a utilização massificada da internet, originado uma crise no mercado de capitais na mudança para 2000.

É efetivamente nos EUA que o CR é mais desenvolvido, mais dinâmico, essencialmente por se tratar de um mercado mais abrangente, com elevada procura, mas também por se tratar de um mercado mais dinâmico com um mercado financeiro mais próximo e adequada às necessidades reais.

No Velho Continente só nas décadas de 70 e 80, com mais relevância no Reino Unido, pela proximidade ao modelo anglo-saxónico, surgem operações de CR e mais tarde em França, tendo desde então o crescimento surgido de forma estável e semelhante por toda a Europa.

Atualmente as grandes Sociedades de Capital de Risco, utilizam estruturas globais que operam um pouco por todo o mundo, sendo muito comum possuírem 5 a 6 localizações, espalhados por todo o Globo para simultaneamente, atraírem funding e investimento procurando sempre oportunidades de negócio que sejam o mais adequadas possível àquilo que é a sua política de investimento.



### 3. DESENVOLVIMENTO E EVOLUÇÃO DO CAPITAL DE RISCO

#### 3.1 Na Zona Euro

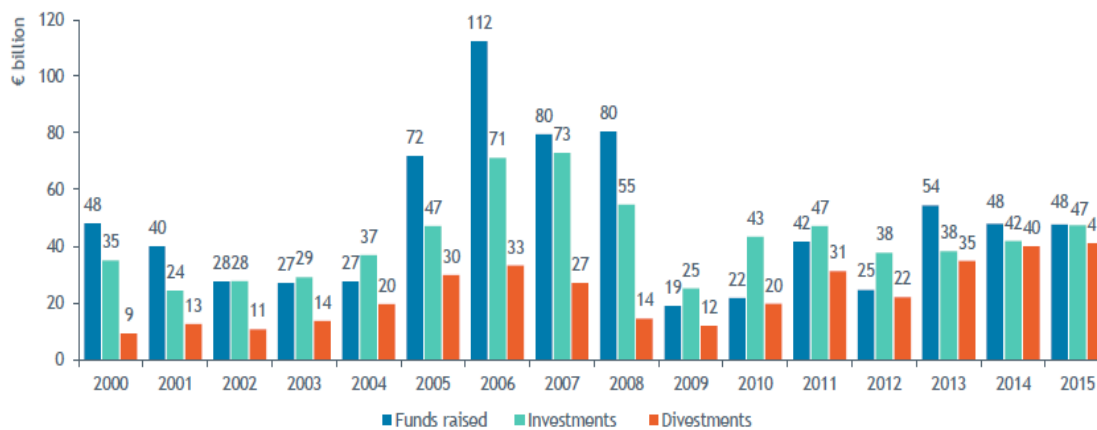
É durante os anos 80, que são efectuadas na Europa as primeiras operações de capital de risco (Brouwer e Hendrix,1998), os processos utilizados divergiam dos utilizados nos Estados Unidos da América.

Só com o início da década de 90 é que surge com maior expressão no Reino Unido um desenvolvimento mais intenso do capital de risco; em quanto que na Europa Continental, em países mais capitalizados como a Alemanha, França e Holanda, surgem novas perspectivas de investimento divergentes daquele que era até então o conceito de capital de risco, investimentos em empresas em fase dos seu ciclo de vida mais avançadas, conseguindo retornos em períodos de tempo mais pequenos, é designado por *Merchand Capital*, abandonando a perspectiva do investidor em fases iniciais do ciclo de vida das empresas (Bygrave e Timmons, 1992).

Na Europa os países que se destacam como os que mais investimento de capital de risco têm atraído são: Reino Unido; França; Alemanha; Suécia e Espanha.

Atualmente o Capital de Risco na Europa está a funcionar de forma bastante dinâmica estimando-se que operem mais de 1.200 *Private Equity Firms* por toda a Europa com um valor sob gestão estimado de 564 mil milhões de euros.

Figura 2- Valores Angariados, Investidos e Desinvestidos na Europa de 2000 a 2015

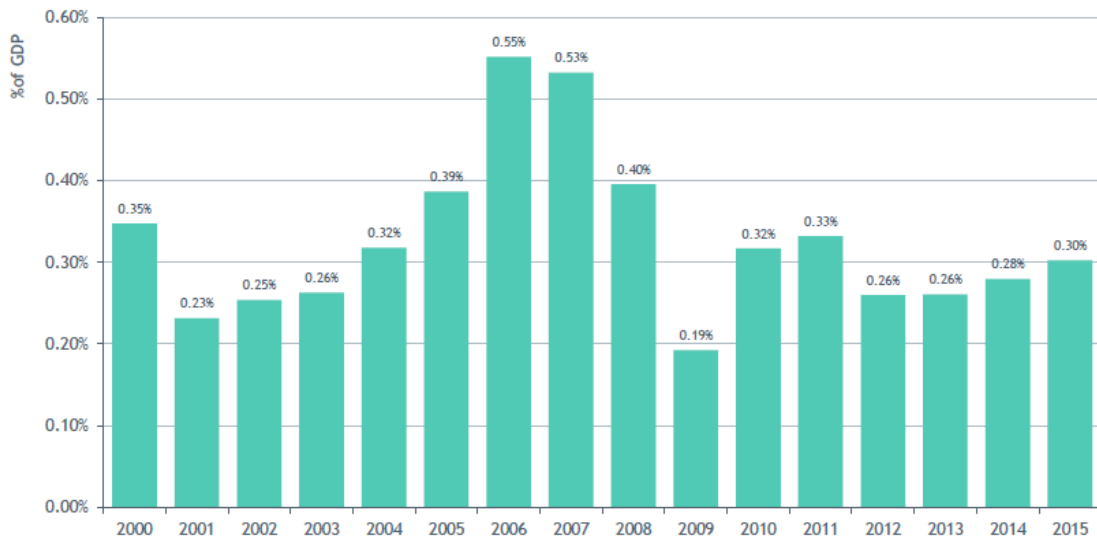


Fonte - EVCA

Nos últimos 3 anos, verifica-se uma dinâmica muito interessante, pois os valores de angariação, investimento e desinvestimento são muito próximos conforme se demonstra no gráfico, o que revela o revolving dos investimentos.

Não obstante a dinâmica atingida nestes últimos anos, foi em 2007 e 2008 que se atingiram na Europa os valores mais elevados comparativamente ao PIB produzido na Europa.

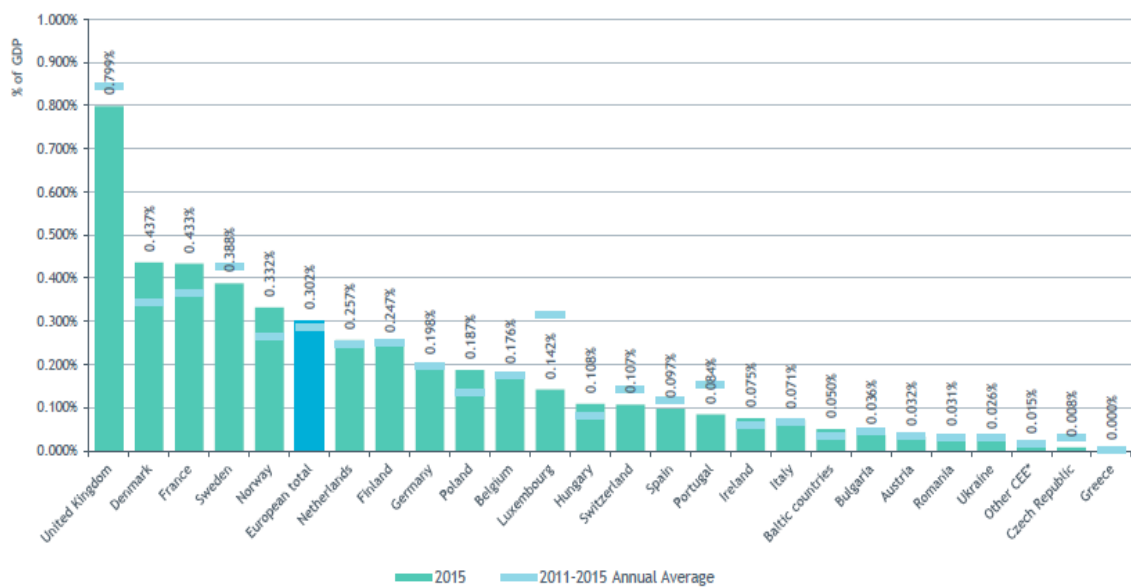
**Figura 3- Valor Investido na Europa face ao PIB gerado.**



Fonte - EVCA

Sendo que o investimento face ao PIB gerado por cada País se distribuía da seguinte forma:

**Figura 4- Valor Investido por País face ao PIB gerado.**

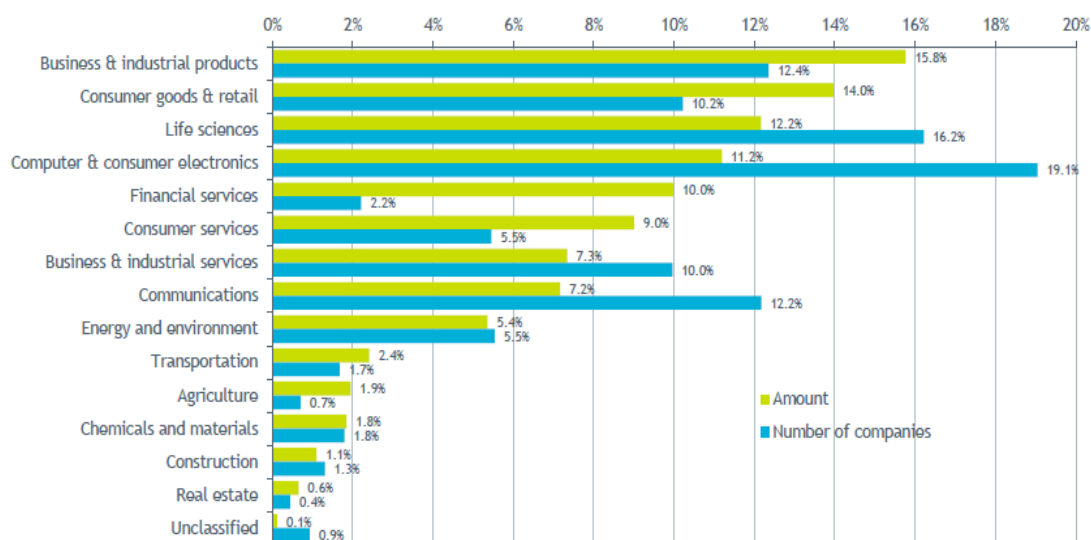


Fonte - EVCA

Se efetuarmos uma análise por sector, na Europa, verificamos que estes investimentos são nas mais diversificadas áreas, vão desde produtos e serviços industriais, bens de consumo e de retalho, comunicações, até indústria farmacêutica e com uma especial incidência nas tecnologias de informação.

Em 2015, o valor sob gestão distribuía-se da seguinte forma:

**Figura 5 - Valor sob Gestão por Setor e por Numero de Empresas na Europa**



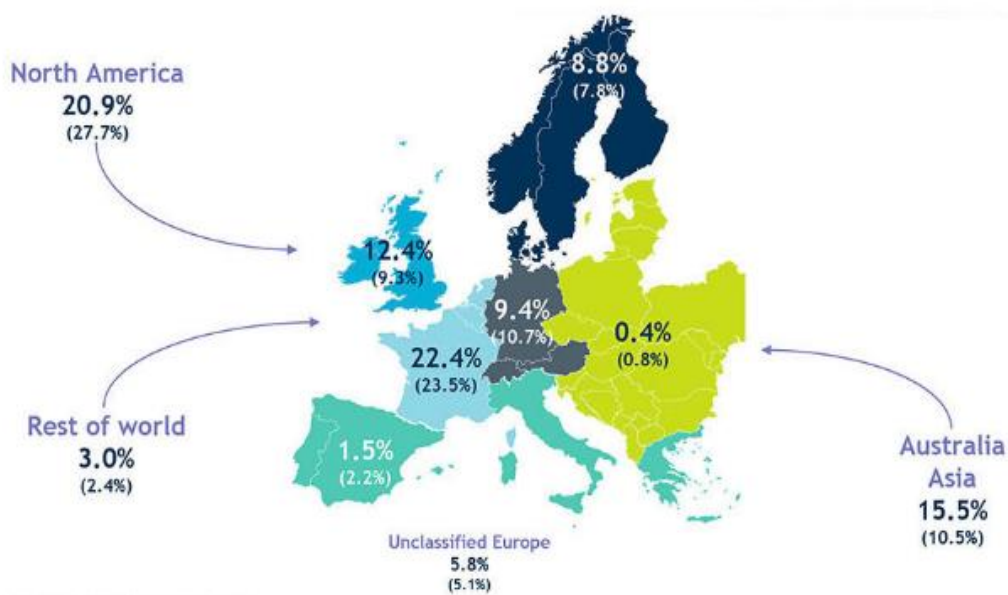
Fonte - EVCA

Como foi referido, o sector da Tecnologia de Informação reúne o maior número de investimentos por serem empresas que representam um investimento baixo para as expectativas de retorno no desinvestimento.

As taxas de juro, historicamente baixas têm trazido novos investidores, não diretamente mas como financiadores de capital para as SCR ou então como subscritores de UP's dos Fundos disponíveis.

Em 2015, a angariação total de fundos na Europa atingiu € 47.6bn, quase igualando o nível de 2014. O número de recursos captados (274) representou uma redução de 15% em relação a 2014, mas ainda está acima do nível de 2012 e 2013. O Private Equity e o Capital de Risco Europeu angariaram nos últimos três anos (2013-2015) 70% a mais do que nos anos 2010-2012 (EVCA, 2016).

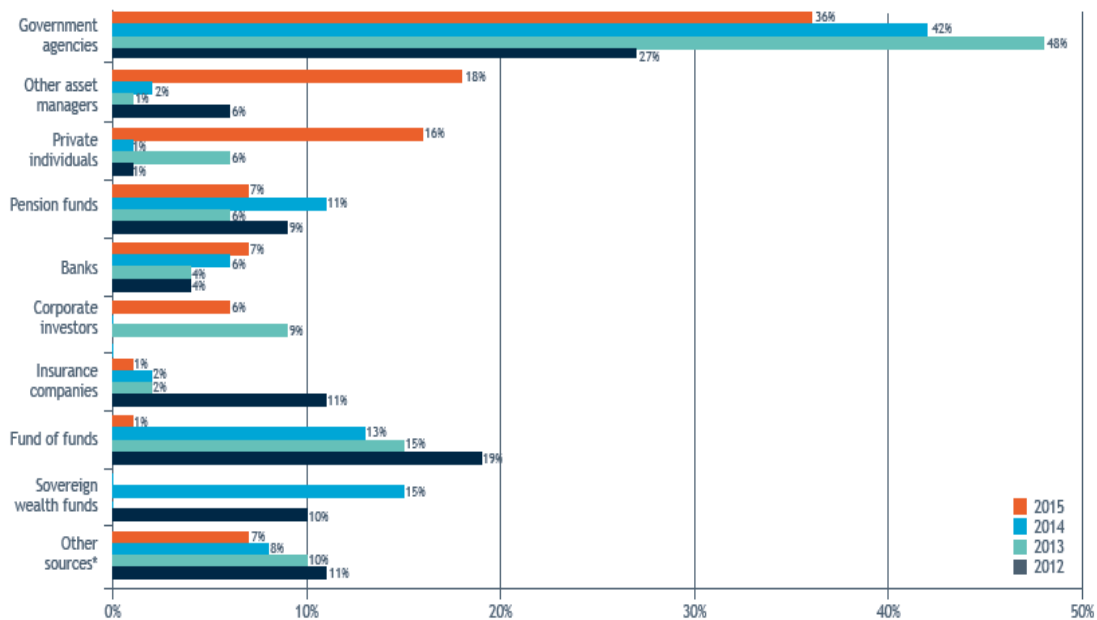
**Figura 6 – Origem Geográfica de Fundos Angariados para Investimento na Europa em 2015 (2014)**



Fonte - EVCA

Na Europa as Agências Governamentais continuam a representar um papel determinante como o principal provedor de fundos aos Operadores de Capital de Risco, muito por força da interveniência que têm na Economia da Europa.

**Figura 7 – Origem de Fundos Angariados para Investimento**



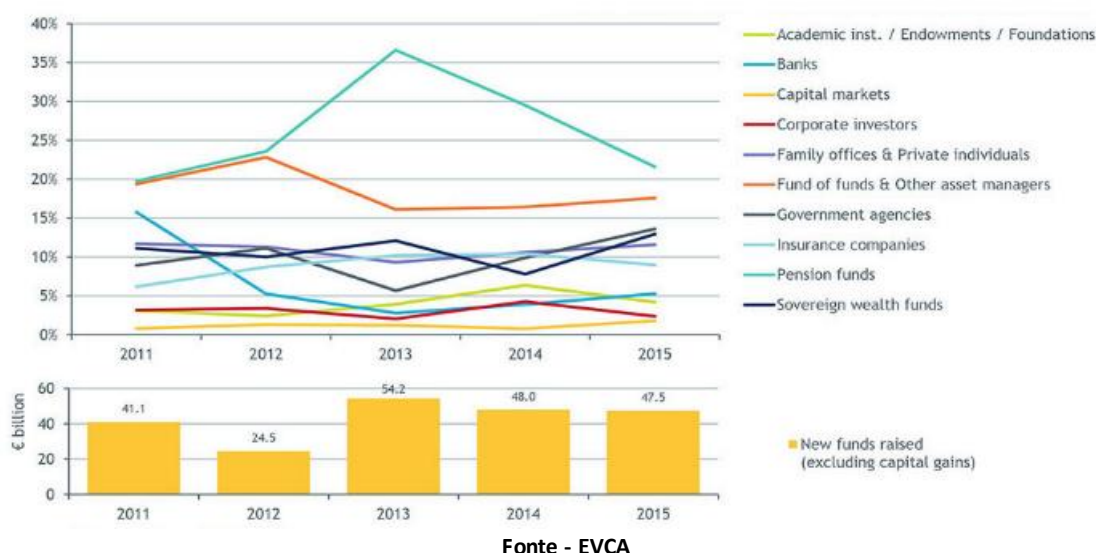
Fonte - EVCA

Como podemos constatar, nos últimos 3 anos continuou a existir uma intensificação por parte das Agências Governamentais para estimular o investimento e consequentemente a criação de emprego na Europa.

Os Fundos de Pensões contribuíram com quase um quarto dos recursos captados junto de investidores institucionais. Os Fundos de Fundos com 18%, seguidos por Agências Governamentais (14%), Fundos de Riqueza Soberana (13%), Escritórios Familiares e Particulares (12%) e as Companhias de Seguros (9%). Os Investidores institucionais fora da Europa representam 40% dos fundos angariados em 2015 na Europa, à semelhança do que já tinha acontecido em 2014. (EVCA, 2016)

O Capital de Risco angariou 5,3 mil milhões de euros, atingindo o valor mais alto desde 2008, crescendo 8% em relação ao ano anterior. A captação de recursos para investimentos de early-stage aumentou 13%, para € 2,7 mil milhões, enquanto que a angariação de investimentos para expansão quase triplicou para € 870m. As agências governamentais contribuíram com 31% dos recursos captados, abaixo dos níveis de 2010 até 2012, quando habitualmente representavam mais de um terço dos fundos angariados. Outras fontes principais foram os Fundos de Fundos (23%), Investidores Corporativos (14%) e *Family Offices* e Particulares (12%). Os Investidores Institucionais Norte-Americanos contribuíram 11%. (EVCA, 2016)

**Figura 8 – Comparação da origem de Fundos Angariados e Valor Angariado para Investimento**



Em 1983 foi criada a *European Private Equity & Venture Capital Association*, agora designada por *Invest Europe*, uma associação que representa os setores de *private equity*, capital de risco e investimentos de infra-estrutura na Europa, bem como os seus investidores.

Procura que os Operadores de Capital de Risco na Europa não sejam apenas financiadores, mas também mostrem dinamismo, inovação e experiência, procurando um compromisso entre elevados padrões de profissionalismo com boa governação e transparência, credibilizando desta forma o Setor do Capital de Risco.

Este compromisso ajuda a alcançar um crescimento forte e sustentável, resultando em retornos saudáveis para os Investidores sejam eles: os principais fundos de pensões da Europa, seguradoras, ou investidores de outra natureza sempre em benefício dos milhões de cidadãos europeus que dependem deles.

## 3.2 Em Portugal

É em 1986 que é criada a primeira regulamentação sobre capital de risco em Portugal, o financiamento até então era dominado pelo crédito bancário e existia a necessidade de completar as ofertas existentes ou encontrar alternativas.

Estávamos numa era onde surgiam novas indústrias, novas atividades de serviço, ambas com potencial e perspectivas de rápido desenvolvimento, mas a carência de recursos junto daquilo que era o tecido empresarial despertou interesse daquilo que era o posicionamento das PME's como uma oportunidade de investimento.

O histórico de operações de CR está muito associado a uma natureza de recuperação económica de empresas em dificuldade, ajudando-as a ultrapassar as tradicionais dificuldades. Nesta época a indústria era dominada pelo Estado e pela Banca.

Até 1998, podemos ainda distinguir dois períodos, um primeiro de 1986 a 1991 e um segundo de 1992 a 1998.

No período considerado como o primeiro, só o ano de 1989 é que viria a ter uma expressão significativa para o crescimento do capital de risco, crescendo 22 milhões de contos para um mercado total de 27 milhões, originado pelo aparecimento de algumas SCR.

Por contrapartida, no segundo período entre os anos de 1991 e 1992, houve uma quebra no volume global de fundos afetos à atividade de capital de risco no montante de 7,1 milhões 15 de contos.

A existência de um panorama económico muito desfavorável veio justificar a quebra que ocorreu nas SCR, fazendo com que se decidissem, quase em bloco, do início de uma tomada de políticas de desinvestimento. Existiam dificuldades em alienar as participações face à "inexistência", em Portugal, de mercado de capitais, a comercialização das PME no processo de saída era muito restritivo, estes factores conjugados originaram uma redução naquilo que eram as operações das SCR.

No ano de 1992, é aberta a possibilidade das SCR serem as gestoras de fundos de investimento (FCR e FRIE), este fator, traz um crescimento de fundos afetos aquilo de que era até então a actividade capital de risco originando um aumento do volume de fundos afetos à atividade de capital de risco de quase 50 milhões de contos em 6 anos atingindo em 1998 um total de 77,7 milhões de contos.

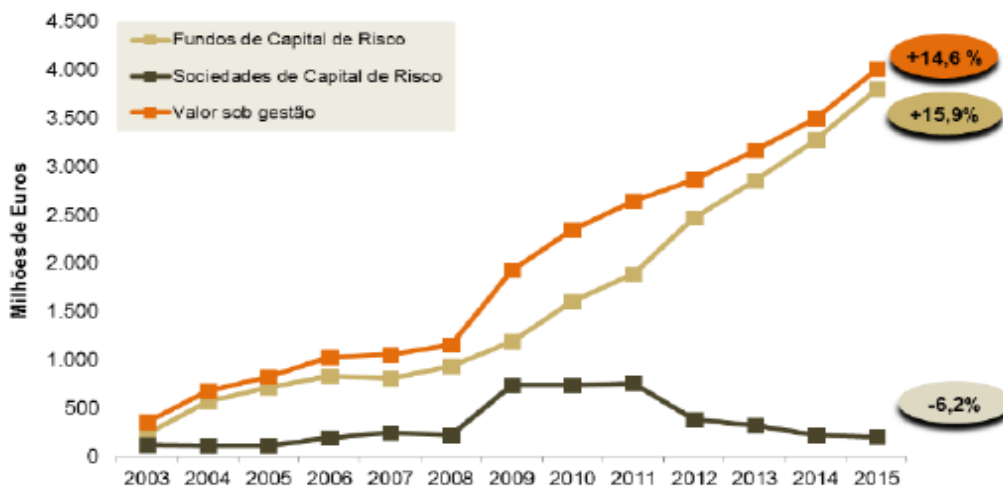
São alterações naquilo que era o enquadramento legal e fiscal até então que permitem esta dinâmica na industria de capital de risco, na saída com a venda de participações existiam benefícios fiscais, o processo de constituição era agora mais simplificados e o bem como o próprio funcionamento das SCR reduzindo o montante mínimo exigido para a constituição de uma sociedade de capital de risco.

Também se viviam tempos onde existia uma liquidez excessiva no mercado, e que com uma necessidade de ser efectuarem investimentos mais diversificados, foram factores que contribuíram positivamente para a indústria.



Em 2015, o investimento total líquido efetuado através de capital de risco foi de aproximadamente 54,6 milhões de euros, sendo que das 460 operações realizadas, 275 foram em Fase de Seed Capital e Expansão.

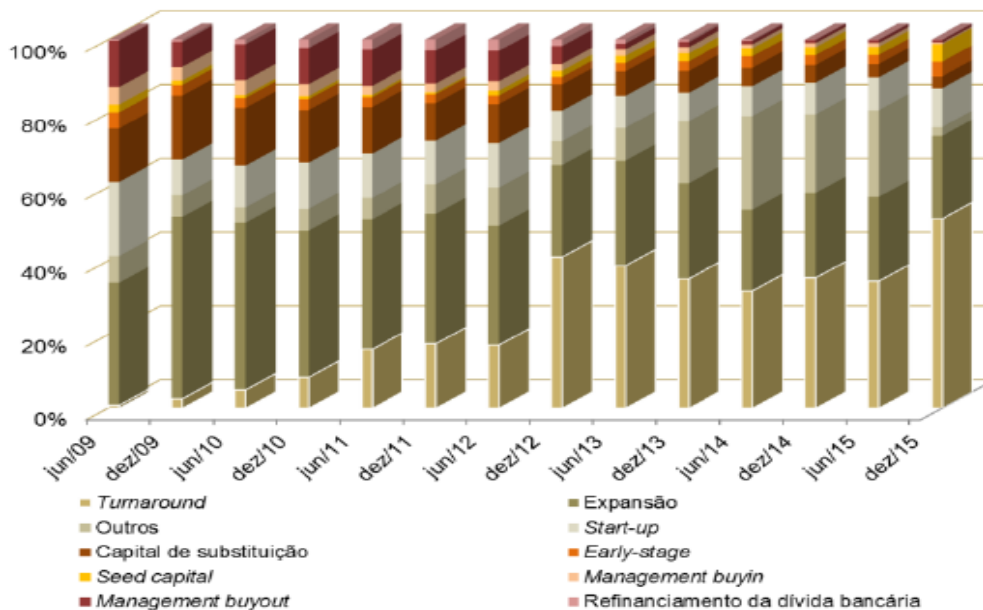
**Figura 9 – Valores Sobre Gestão em Portugal de 2003 a 2015**



Fonte - CMVM

Ao efectuar uma análise daquilo que foi a evolução dos últimos 6 anos, quais os sectores de actividades escolhidos preferencialmente para investimento, existem alguns que se sobrepõem aos outros com valores de investimento bem mais significativos, são eles: indústrias transformadoras e produtos e serviços industriais. Destacam-se os investimentos em SGPS, o que se deve à utilização destas Sociedades como Veículos utilizados para gerirem os investimentos realizados noutras empresas.

**Figura 10 – Investimento por fase de entrada do capital de risco nas empresas.**



Fonte – CMVM

Ao longo dos últimos 6 anos, verifica-se uma evolução muito distinta do montante investido por cada fase de investimento. Enquanto a estratégia de *turnaround* passou de 1,1% em 2007 para 51,3% em 2015, em sentido oposto os investimentos nas fases de expansão e de capital de substituição perderam cerca de 41% do seu peso relativo.

Estas áreas privilegiadas de investimento das SCR são influenciadas pelas origens dos fundos, maioritariamente provenientes essencialmente das instituições bancárias mas com relevância para os fundos públicos com fim específico ao desenvolvimento empresarial, surgindo com alguma relevância os investidores individuais.

No panorama nacional, podemos afirmar que existem 2 grupos de sociedades de capital de risco, as públicas e as privadas. As primeiras, com o Estado como principal impulsionador com a finalidade e objectivo de apoio aos sectores deficitários e menos atractivos ao investimento privado, por contrapartida as SCR privadas são regidas pelas leis de mercado tendem apenas a apoiar sectores que consideram mais lucrativos.

Face ao panorama europeu ou à situação legal e fiscal no âmbito do sector do capital de risco em Portugal, este enquadramento é um fator com uma influência muito positiva nas empresas investidoras e nos empreendedores, consolidando-se como um país a ter em conta pelos investidores de capital de risco pelas vantagens fiscais e legais que lhes apresenta.

A APCRI (Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento), reitera que para os Operadores de Capital de Risco que o cenário em Portugal encontra-se numa situação bastante positiva, existindo operadores com taxas de rentabilidade muito interessantes e há bastante interesse por parte de investidores estrangeiros o que demonstra que Portugal reúne condições ótimas de investimento.

## 4. MERCADO DE CAPITAL DE RISCO NACIONAL

O presente estudo vai agora detalhar aquilo que é o Mercado do Capital de Risco no final do ano de 2015, no entanto e para registo futuro existem alguns indicadores Macroeconómicos que são relevantes para contextualizar a informação que se pretende apresentar.

**Figura 11 – Indicadores Macro Económicos de Portugal em 2015**

<b>Indicadores Macroeconómicos</b>	<b>2015</b>
Capital sob Gestão (€ milhões) sendo	4.550
Sociedades Capital de Risco	310
SGPS Veículos	143
Soc. Gestoras de Fundos Capital de Risco	4.097
Investimento Capital Risco % do PIB	0,08%
PIB (€ mil milhões)	179
Consumo Privado (€ mil milhões)	122,3
Consumo Publico (€ mil milhões)	86,6
Preços de Consumo (2010 = 100)	107,3
Preços de Venda (2010 = 100)	87,8
Taxa de Desemprego	12,4%

Fonte - ECVA

Podemos verificar que os indicadores revelam uma Taxa de Desemprego elevada, que alerta as Entidades Governamentais a possuírem um papel ativo no desenvolvimento económico e conseqüentemente investimento.

### 4.1 Principais Operadores de Capital de Risco

Foi desde 8 de Novembro de 2007, a actividade de capital de risco passou a ser regulada através da publicação do Decreto-Lei n.º 375/2007, sendo que seu principal propósito do legislador, promover, simplificar e tornar mais flexível a actividade de capital de risco.

O decreto-lei atrás referido, esclarece que qualquer individuo singular ou pessoa colectiva pode efectuar investimentos de capitais de risco, como gestor de actividade de capital de risco apenas refere 2 figuras:

- i) os investidores de capital de risco indivíduos (Business Angels);
- ii) as Sociedades de Capital de Risco (SCR).

No final de 2015 operavam no mercado Português 37 SCR, estando o mercado de capital de risco em Portugal permanentemente a atrair novos operadores, sem qualquer

vínculo à banca tradicional ou às sociedades públicas, no entanto são as SCR através dos FCR que detêm a liderança daquilo que é o mercado nacional da actividade de capital de risco.

Como o Dec. Lei prevê, há inúmeros operadores de capital de risco que não estão organizados em SCR, e que surgem como *family offices*, sociedades gestoras de participações sociais ou empresários em nome individual atuando no mercado como *business angels*.

Em Portugal, a atividade de Capital de risco é monitorizada pelo Regulador do Mercado de Capitais- CMVM, que anualmente publica o Relatório da Atividade do Capital de Risco.

Será com base nesse levantamento que será caracterizado o Mercado do Capital de Risco Português complementado com a informação disponibilizada pelo European Private Equity e Capital Venture Association, que permite enquadrar naquilo que é a realidade Europeia.

**Figura 12 –Operadores de Capital de Risco de Portugal em 2015**

Unidade: 10<sup>6</sup> Euro

	N.º Soc. Gestoras	Valor sob Gestão	Quota
Fundos de Capital de Risco	85	3.806,5	94,9%
Sociedades de Capital de Risco *	37	204,4	5,1%
<b>Total</b>	<b>122</b>	<b>4.010,9</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: CMVM

(\*) As SCR Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, CRL; Dunas Gestão de Activos - SGFIM, SA , LYNX Asset Managers - SGFIM, SA e Patris Gestão de Activos - SGFIM, SA, não são consideradas nesta rubrica, uma vez que não atuam diretamente no capital das empresas. As referidas sociedades atuam exclusivamente via FCR.

Fonte - CMVM

## 4.2 Montantes sob Gestão e Quotas de Mercado

### Valor sob Gestão

O valor sob gestão do setor de capital de risco nacional, é um conceito obtido pelas rubricas de participações sociais, outros financiamentos, liquidez, posições sobre derivados e outros ativos subtraídos do endividamento e outros passivos, é um conceito utilizado para a análise do mercado do CR.

Em 2015 o valor sob gestão aumentou 14,6%, para € 4,55 mil milhões no final do ano, o que corresponderia a 2,54% do PIB a preços correntes.

O crescimento foi substanciado maioritariamente nos fundos de capital de risco (FCR), com um crescimento de € 523,6 milhões, mas o valor sob gestão das sociedades de capital de risco (SCR) prolongou a sua tendência de declínio com uma diminuição de € 13,5 milhões face a 2014. As SCR registam uma diminuição do valor sob gestão de 72,9% desde 2011.

## Ativos sob Gestão

O conceito de ativos sob gestão é calculado somando as rubricas de participações sociais, outros financiamentos, liquidez, posições sobre derivados e outros ativos, ou seja à soma das rubricas 1, 2 3, 51 e 52 subtraem-se as 4 e 53 conforme previsto no Anexo I da Instrução n.º 2/2013 da CMVM.

No final de 2015, eram geridos cerca de € 4,2 mil milhões de ativos sob gestão pelos operadores nacionais de capital de risco, o que representaria um aumento de € 218,4 milhões face ao ano anterior.

Conforme já referidos no valor sob gestão, tratou-se de um crescimento influenciado exclusivamente pelos FCR, que cresceram em 2015 cerca de € 511,4 milhões.

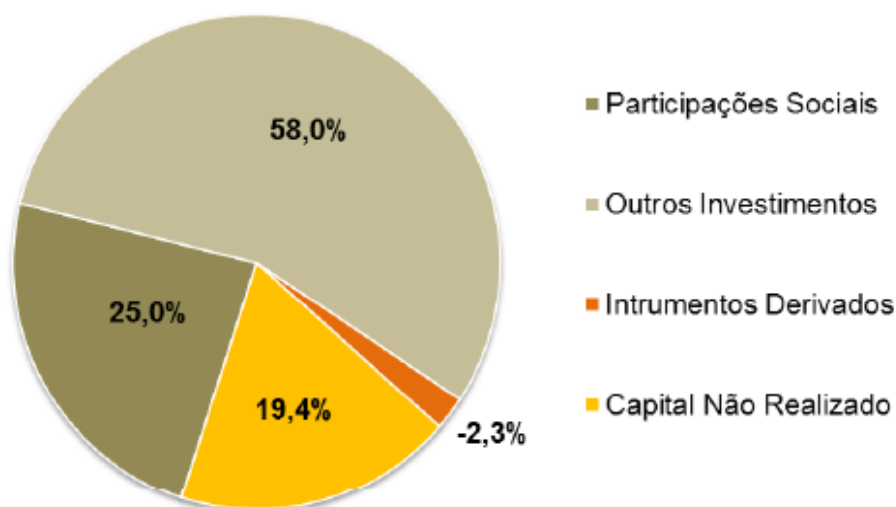
## Valor do Setor

O Valor do Setor ou valor comercial do capital de risco, é um conceito que soma as rubricas de participações sociais, outros financiamentos e posições em derivados, com o capital não realizado mas subscrito pelos participantes e accionistas.

No ano de 2015 o valor do setor ascendia a € 4,5 mil milhões, sendo o capital realizado 19,4% do total. O capital não realizado, corresponde à disponibilidade dos investidores na aplicação de fundos disponíveis para o capital de risco, e que não estão ainda afetos a nenhum investimento.

Os investimentos em participações sociais corresponderam apenas a 25% do valor disponível para o setor, enquanto os outros investimentos corresponderam a 58% do valor total do setor.

**Figura 13 –Distribuição do Capital de Risco em 2015 por investimento**



Fonte - CMVM

## Valor do Investimento

O conceito de Investimento contabiliza o valor de stock de participações sociais e outros financiamentos.

Em 2015 o valor do investimento do capital de risco nacional cresceu 7,3%, para os € 3,7 mil milhões, com um contributo significativo dos FCR que aumentou 15,6%, cujo investimento foi de mais € 486,7 milhões.

Quando comparado o panorama Nacional do CR com a realidade Europeia, o peso do investimento em capital de risco no PIB é de 2,1%, um valor baixo quando comparado com Países como a Dinamarca, que atinge 10,9% do PIB.

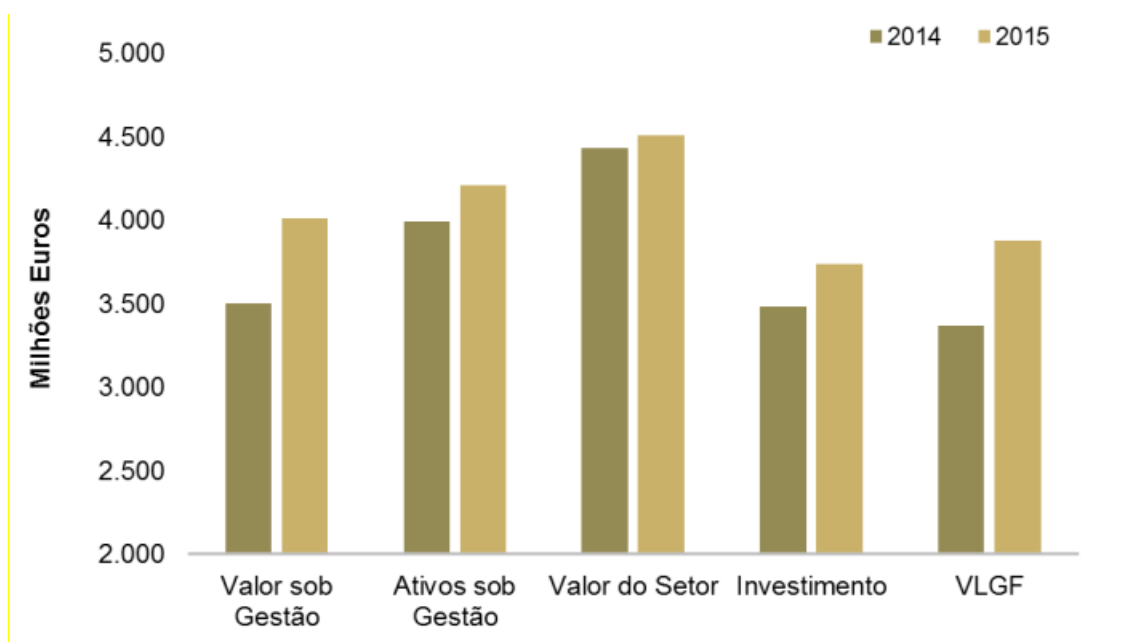
## Valor Líquido Global dos Fundos

O conceito utilizado como Valor Líquido Global do Fundo, para medir o valor do mercado refere-se ao montante correspondente ao valor dos ativos, retirado o valor total de passivo.

Em 2015, o valor líquido global dos FCR atingiu € 3.881,0 milhões (+15,2% face ao ano transato). Por sua vez, o VLG gerido pelas SCR caiu para os € 203,8 milhões.

No gráfico abaixo podemos verificar um crescimento global dos indicadores descritos, comparado os valores do final dos anos 2014 e 2015:

Figura 14 – Indicadores de Capital de Risco



Fonte - CMVM

## Quotas de Mercado

No final de 2015, operavam no setor de capital de risco, em Portugal, 41 sociedades distribuídas por: Sociedades de Capital de Risco, Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento e de Grupos Financeiros de Bancos.

Os fundos de capital de risco continuam a manter uma preponderância significativa quando comparados diretamente com a participação das sociedades de capital de risco.

Os FCR possuem os seus ativos sob gestão principalmente concentrados na participação no capital de 608 empresas e no investimento de unidades de participação de fundos de capital de risco em duas dezenas de empresas.

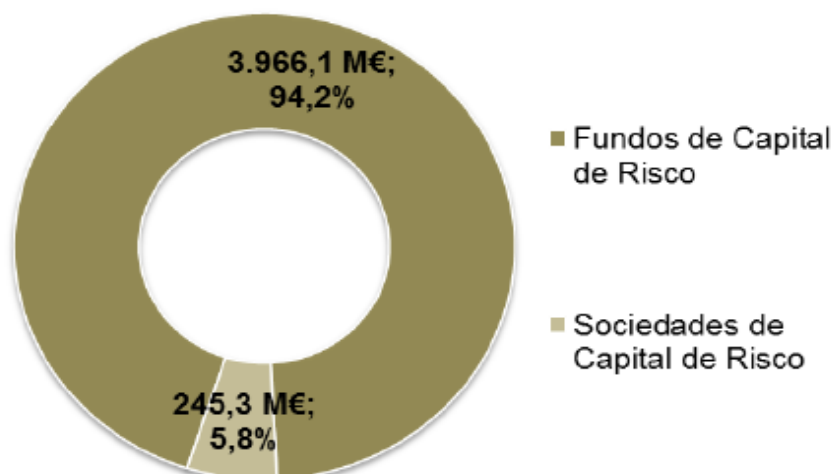
Por outro lado, o investimento das SCR foi inferior ao do ano anterior e divide-se da seguinte forma: capital de 94 empresas e aquisição de unidades de participação de fundos de capital de risco em 45 empresas.

Somando o total de empresas com investimento de capital risco na sua estrutura de capital é de 681, considerando que 21 empresas são participadas simultaneamente por fundos e por investimento direto das SCR. Em fundos de capital de risco a situação repete-se em 59 empresas com detenção de unidades.

Estima-se que € 45,6 milhões dos ativos geridos pelas SCR são investimentos diretos desses operadores.

No entanto, 70% das SCR realizaram os seus investimentos atuando paralelamente através de FCR e de investimentos diretos(€ 199,5 milhões).

**Figura 15 – Ativos sob Gestão**



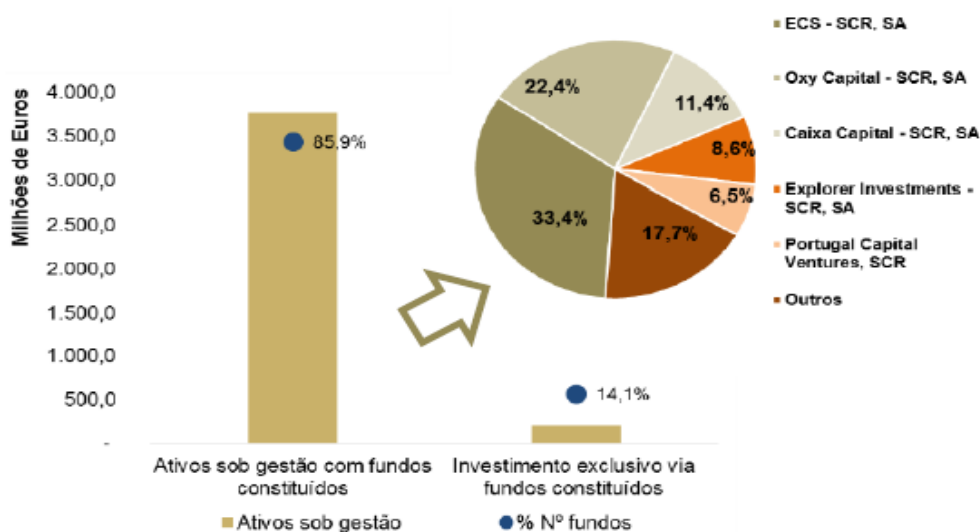
Fonte - CMVM

26 SCR realizavam os seus investimentos diretamente e através de 73 FCR.

Do valor total sob gestão no mercado € 3,8 mil milhões são detidos por esses FCR e correspondem a 94,9% do valor total do setor, e estão distribuídos por um número reduzido de operadores.

No mercado os operadores que efetuavam os seu investimentos exclusivamente através de FCR (Dunas Gestão de Ativos – SGFIM, SA; Patris Gestão de Ativos - SGFIM, SA; LYNX Asset Managers - SGFIM, SA; e Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, CRL) geriam um somatório de doze fundos correspondente a € 202,9 milhões de ativos sob gestão.

**Figura 16 – Ativos sob Gestão via as SCR**



Fonte - CMVM

O valor médio dos ativos sob gestão dos 85 FCR que operavam no final de 2015, era de € 46,7 milhões (€ 48,0 milhões em 2014), verificando-se uma diminuição do valor médio dos fundos, dos operadores no mercado apenas 17 FCR, apresentavam nos seus investimentos ativos com um valor superior ao valor médio.

No entanto, 62,8% do total do valor nacional está concentrado em sete FCR com VLGF superior a € 100 milhões, sendo eles:

- i) Fundo Recuperação Turismo;
- ii) Fundo Recuperação;
- iii) Fundo de Reestruturação Empresarial;
- iv) Grupo C.G.D. – Caixa Capital, FCR;
- v) Aquarius;
- vi) Explorer III; e
- vii) Portugal Ventures Valor 2;



A gestão destes sete fundos é efetuada por apenas cinco operadores:

- i) Caixa Capital - SCR, SA;
- ii) ECS - SCR, SA;
- iii) Explorer Investments - SCR, SA;
- iv) Oxy Capital - SCR, SA;
- v) Portugal Capital Ventures - SCR, SA;



## 5. OPERAÇÕES DE CAPITAL DE RISCO

A divulgação detalhada da informação referente a operações de capital de risco por parte dos operadores de capital de risco não acontece com frequência, habitualmente a formalização dos investimentos é acompanhada de acordos de não divulgação, que inibem qualquer divulgação da informação detalhada do negócio.

Em contrapartida, o regulador - CMVM publica o Relatório Anual de Capital de Risco, que apresenta os valores envolvidos nas diversas fases do processo de investimento de capital de risco, que será utilizado para detalhar e quantificar aquilo que são os valores e indicadores nacionais durante este estudo.

Existem organizações, como o caso da APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e a ECVA – European Private Equity e Capital Venture Association, que apresentam casos de referência, que serão analisados sobre as motivações que os levaram a procurar o Capital de Risco em detrimento de um simples financiamento bancário e quais os determinantes de sucesso.

### 5.1 Estatística Descritiva

Antes de quantificar aquilo que são os valores que representam o investimento do capital de risco em Portugal durante 2015, procede-se a uma simples análise estatística da amostra em análise.

No enquadramento macroeconómico de Portugal mostra-se favorável a operações *later-stage* tal como acontece em outras economias continentais europeias, nomeadamente em Itália (Gatti, 2005), sendo as operações de turnaround as mais representativas, cerca de 51% do total. As operações *start-up* 11% e as de expansão 23% do total.

Quanto à permanência em carteira, verifica-se, uma permanência média de 5,9 anos, com 25,2% das operações a terem uma duração inferior a 2 anos, sendo mesmo a classe modal. De referir, que com mais de 10 anos são 12,8% das operações.

O investimento médio verificado é de € 1,3 milhões, num total investido de cerca de € 965 milhões.

O valor de percentagem de participação detida pela SCR abaixo de 30% é de 73,7%.

Em análise aos sectores de atividade, as SGPS são as mais representadas por refletirem uma tendência de o investimento ser efetuado por uma Sociedade Veículo, representando cerca de 36% do total, seguido das atividades de indústria transformadora e atividades imobiliárias, com 11% e 10% respetivamente.

Por fim, o valor médio de desinvestimento verificado é de € 2,9 milhões, num total investido de cerca de € 615 milhões.

## 5.2 Origem, Objetivo e Valor de Investimento

O capital de risco nacional em 2015 realizou investimentos em 681 empresas, distribuídos por 1.620 operações.

O número de empresas que foram alvo do capital de risco aumentou 23,4%, assim como o número de operações - 15,5% face ao ano anterior.

O valor do investimento em “participações sociais” – em sociedades anónimas e sociedades por quotas, face ao ano anterior diminuiu 41,5% em empresas não residentes, enquanto que em empresas residentes cresceu 16,5%.

O investimento por parte dos FCR aumentou quer em empresas residentes quer em empresas não residentes, ao contrário das SCR que diminuiu em ambos os tipos de empresas.

A rubrica “outros investimentos”, correspondia no final do ano de 2015 a € 2,6 mil milhões (ou seja, 62,0% dos ativos sob gestão por tipo de investimento), o aumento verificou-se especialmente nas empresas residentes. Manteve-se a tendência de anos anteriores, embora de forma mais intensa em 2015, a rubrica “prestações acessórias” teve um papel determinante.

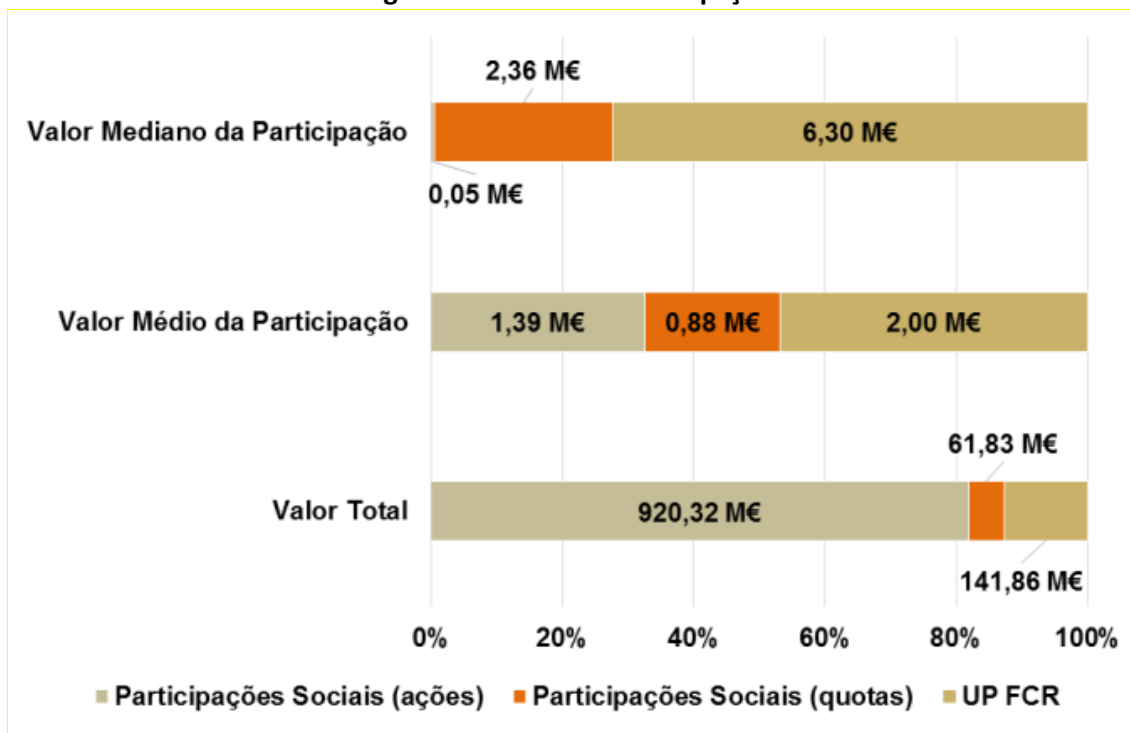
O número de empresas é menor do que o número das respetivas participações, existem investimentos que são realizados na mesma empresa através de diferentes fontes SCR e/ou FCR. As participações poderão ter ocorrido em momentos diferentes do tempo e pela mesma sociedade, sendo consideradas como uma única participação.

Consideram-se as aquisições de participações em empresas e de unidades de participação de FCR e “outros investimentos” (prestações suplementares, empréstimos titulados e não titulados e ainda suprimentos).

Os “suprimentos” atingiram os € 857,9 milhões e a rubrica “empréstimos” acentuou o seu crescimento, passando de € 616,4 milhões em 2014 para € 707,6 milhões em 2015.

Se considerarmos conjuntamente a contínua diminuição dos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras, aqueles números indicam que a atuação dos operadores nacionais é, ainda, muito próxima da atividade bancária (concessão de crédito); a titularidade de direitos residuais de controlo e a assunção de riscos acionistas, que caracterizam a atividade de capital de risco, ainda não têm a relevância desejável.

Figura 17 – Valor das Participações



Fonte - CMVM

Se olharmos mais em detalhe para o valor em unidades de participação de FCR investidos em participações em capital social em sociedades anónimas e em sociedades por quotas, apresentam as seguintes características:

- o valor médio das participações em sociedades por quotas é reduzido, comparativamente com o relativo a sociedades anónimas e com o das unidades de participação de FCR;
- 67,5% das participações apresentam um valor inferior a € 500.000;
- nove participações representam cerca de 30,5% do ativo sob gestão do capital de risco registado em Portugal (em 2014, as nove maiores participações representavam 37,5% do total sob gestão);
- as 51 participações com valor superior a € 5 milhões correspondem a 63,2% do valor das participações geridas pelo capital de risco português;
- não existe nenhuma participação com valor superior a € 100 milhões;

Em 2015 ainda se destaca a rubrica depósitos e outros meios líquidos afetos ao capital de risco, a qual aumentou € 35,9 milhões face a 2014.

O aumento de liquidez indicia a falta de oportunidades de investimento atuais, mas resulta igualmente do início recente de atividade de alguns operadores (seis em 2015).

Em 2015 a escolha das fases de start-up, seed, early stage como fase de investimento do capital de risco nas empresas cresceu, passando a representar 19,3% do valor investido, o que representa um crescimento de 5,8% face a 2014.

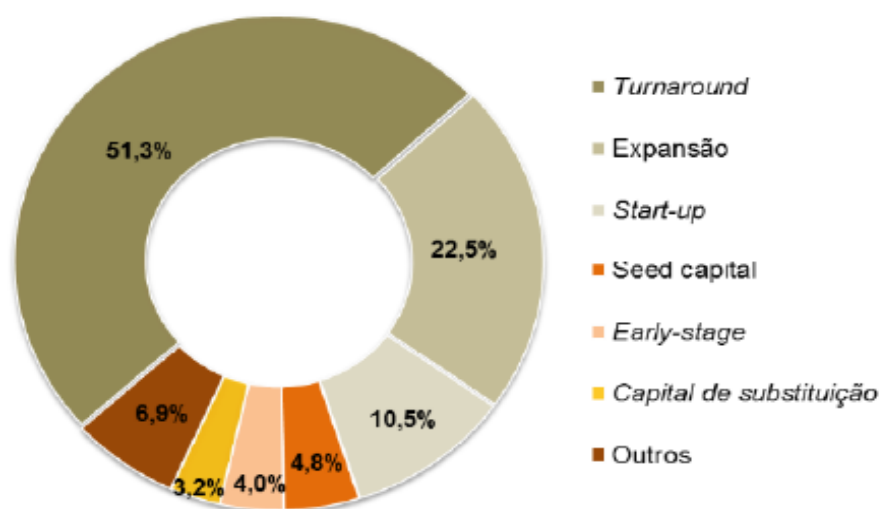
O investimento em empresas que já estão consolidadas e possuem uma atividade económica mais expressiva, *private equity* representa 80,7%, destacando empresas que

pretendem reorientar a sua estratégia - *turnaround*, com 51,3% do valor investido, representando 1,9 mil milhões do valor investido pelo capital de risco, em 2015.

Destaca-se ainda o investimento de cerca de € 840,9 milhões do valor investido no final de 2015, em investimentos de empresas que já estão com uma atividade económica mais expressiva, com necessidade de obter capital para aumentar a capacidade produtiva e comercial instalada e o desenvolvimento de novos produtos, para expansão.

Nos de apoio à aquisição de capital da empresa, *management buy out* e *management buy in*, correspondem respetivamente a 0,7% e 0,5% do total.

**Figura 18 – Valor Investido por fase de entrada do capital de risco nas Empresas em 2015**

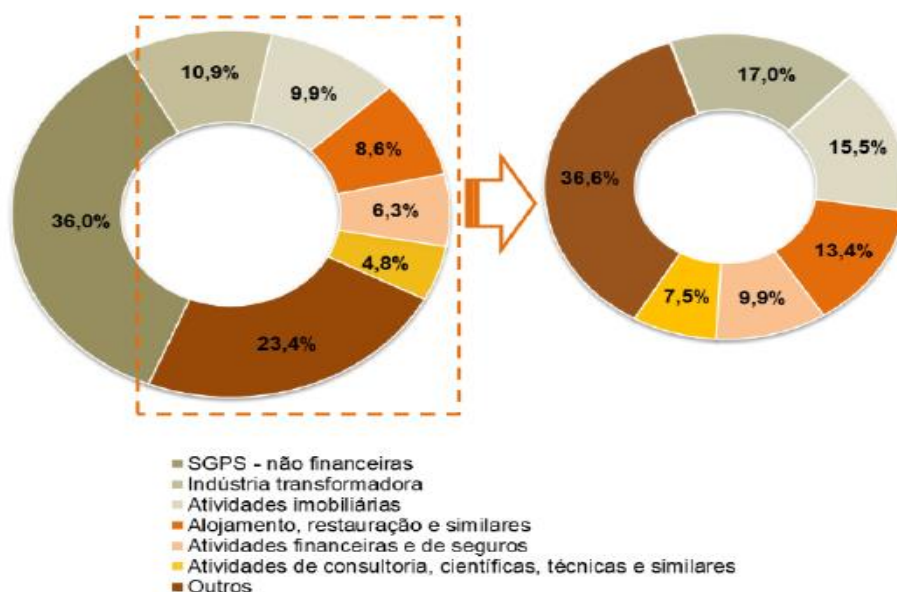


Fonte – CMVM

Em 2015, o investimento do capital de risco continuou a ser dirigido fundamentalmente para SGPS em empresas não financeiras, empresas utilizadas como veículo para realizar investimentos noutras empresas, e para a indústria transformadora, representando um aumento de € 76,1 milhões o valor do investimento realizado nestes segmentos aumentou face a 2014.

As atividades financeiras e de seguros e a indústria transformadora foram os setores onde as SCR realizaram maiores investimentos. Enquanto o investimento realizado pelos FCR foi mais representativo em SGPS não financeiras, € 1.339,4 milhões, que comparava da seguinte forma com empresas da indústria transformadora, € 396,7 milhões, e com atividades imobiliárias € 367,9 milhões.

Figura 19 – Valores investido por sector de actividade no final de 2015



Fonte - CMVM

Os quatro principais setores de atividade em que o capital de risco efetuou as suas aplicações representaram 65,4% da carteira de investimentos.

### 5.3 Estratégias de Desinvestimento

Se considerarmos que estamos a analisar investimentos temporários, as perspetivas de uma saída cumprindo os requisitos do investimento inicial assume um preponderância significativa. Mas existem inúmeros fatores que poderão exercer influência no processo de saída: a conjuntura económica, o panorama do momento do mercado de capitais, o estado da economia, a convivência parassocial entre promotores do projeto e SCR, etc.

Em 2015, efetuaram-se 385 operações de desinvestimento, resultantes das alienações ocorridas em 205 sociedades diferentes.

Quantificando as referidas alienações foram, efetuadas por 23 diferentes sociedades e representam cerca de € 615,0 milhões no processo de desinvestimento.

As operações de desinvestimento concentraram-se fundamentalmente em operações de *write-off*, venda a terceiros e recompra (pela equipa de gestão ou acionistas), que corresponderam a 56,1% do número de operações de desinvestimento. Estas operações envolveram 25,2% do montante total desinvestido (ou seja, € 155,4 milhões), com a venda a terceiros a ter um papel determinante (€ 84,8 milhões).

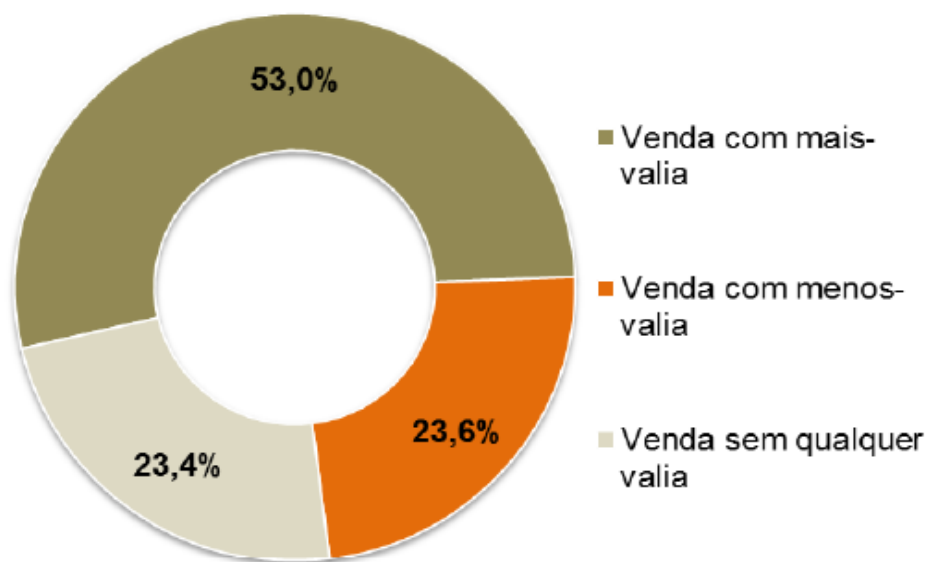
Os operadores de capital de risco continuam a não dirigir investimentos para o mercado de capitais não procurando efetuar o desinvestimento via oferta pública inicial (IPO).

Se verificarmos as participações detidas no final do ano em 92 sociedades -11,5%, do valor detido pelos operadores de capital de risco apresentavam um valor superior a €

2.500.000, pelo que, em teoria, existem empresas na esfera do capital de risco com condições para a realização de IPO.

Em 2015, 23,6% das operações de desinvestimento em capital de risco resultaram em menos-valias face ao valor em carteira, e 53,0% das operações registaram mais-valias para os operadores de capital de risco.

**Figura 20 – Valias obtidas no desinvestimento em 2015**



Fonte - CMVM

As conclusões alteram-se substancialmente se as valias forem apuradas com base no valor de aquisição.

Neste caso, apenas 18,4% das operações registaram mais-valias, num montante de € 155,4 milhões.

Já as operações com menos-valias, não só foram em maior número (58,4% das operações), como atingiram um montante substancialmente superior (cerca de € 1.131,4 milhões).

São ainda de assinalar as vendas ao preço de aquisição, que constituíram 23,1% do número de operações.

No que respeita às fases de investimento em que se encontrava o capital de risco aquando da alienação das participações, e tendo por base o preço de aquisição, os investimentos das fases *start-up* e *seed capital* resultaram em menos-valias de € 59,9 milhões, enquanto as operações com empresas em expansão resultaram em menos-valias de € 180,4 milhões.

Por sua vez, as alienações ocorridas na fase que permite reorientar a sua estratégia (*turnaround*) resultaram em menos valias que ascenderam a € 745,0 milhões.



Relativamente ao valor dos contratos a prazo, a informação reportada pelas sociedades de capital de risco permite identificar dois grupos de operações distintas:

- as realizadas em consonância com as posições assumidas nas contas de património (“participações sociais” e “outros”) e as consideradas como extrapatrimoniais;
- as operações extrapatrimoniais, onde se incluem os contratos futuros e *forwards*, os *swaps* e as opções, totalizaram desvalorizações de € 32,2 milhões. Adicionalmente, a maioria dos contratos não apresenta valores atualizados, com cerca de 78,1% dos contratos a prazo a surgir inscritos nas carteiras com um valor nulo.

## 5.4 Determinantes de sucesso

Apesar da pouca informação disponível, nos casos analisados, que existem fatores que na análise efetuada aos casos disponíveis que se destacam como sendo influentes no sucesso do investimento de capital de risco:

i) Tipo de operação – das operações analisadas, foram as operações de expansão as apresentaram maior retorno, sendo as operações de seed e start-up que quando evoluem positivamente apresentam rendibilidades muito elevadas. O que acontece é que os investimentos na segunda tipologia são baixos o que no mercado global de capital de risco em Portugal aparece com muitas operações mas com um valor investido reduzido.

ii) A permanência no investimento – os investimentos mais rentáveis tiveram permanências médias de 2 a 4 anos, pelo elevado número de operações em capital seed e star-up no sector das tecnologias onde a aquisição da empresa por terceiro foi muito comum, pois é *modus operandi* do sector das tecnologias de informação para crescerem organicamente ou acrescentarem nova tecnologia ao seu portfólio.

iii) Convívio social - a maioria dos investimentos mantém-se a uma distância apenas com uma participação estratégica para o desenvolvimento da Empresa e com o acompanhamento muito próximo da área financeira de forma a validar alguns *covenants* financeiros que existam no contratos assegurando que sejam cumpridos.

Habitualmente o controlo mantém-se assegurado graças a uma opção de compra sobre ações da Empresa.

Em fase de Early Stage a gestão por parte do capital de risco, o convívio social é muito mais próximo – *hands on*, até porque os contactos dos investidores e orientação estratégica são fundamentais para se conseguir crescer com visão.

iv) As condições de saída – o pré estabelecimento de condições de saída, é habitualmente consequência de um processo de *due dilligence* bem efectuado, onde foram analisados não só a empresa, mas também o mercado onde opera, concorrentes, fornecedores e clientes de uma forma isenta e permitindo obter um enquadramento, do que se pretende com o investimento e o processo de saída. Poderão existir oportunidades de saída mais cedo, que são opção quando se revelam financeiramente mais vantajosas ou como plano de contenção de dados como alternativas de parar perdas.

## 5.5 Objetivos que motivaram a procura do Capital de Risco

À semelhança dos determinantes de sucesso o processo de decisão para optarem por investidores também se destacaram alguns fatores em relação aos restantes:

- i) Crescimento sustentado / Expansão;
- ii) Planeamento estratégico;
- iii) Apoio na gestão;
- iv) Expertise e apoio financeiro;

Como o mercado e a respetiva amostragem possuem mais casos de expansão, nas empresas em análise, verificou-se que antes dos investimentos do capital de risco, revelavam bons indicadores de crescimento ou qualidade dos produtos/serviços, no entanto, necessitavam de para *guidance*, elaborar planos de crescimento ou planos estratégicos para delinear o caminho a seguir.

Nos caso de operações de *turnaround*, todo o processo de convívio social foi mais interventivo, nesses casos a intervenção era mais profunda, sendo que quase todos substituíram a equipa de gestão, materializando a vontade dos acionistas em dar novo rumo à empresa.

## 6. CONCLUSÕES

Ao analisarmos as operações dominantes do mercado pelo seu processo de investimento através do capital de risco em conjunto com a diminuição dos empréstimos concedidos às sociedades não financeiras, verifica-se uma atividade muito próxima daquilo que é a atividade bancária, na sua função de concessão de crédito, não se verificam muitas posições de titularidade de opções que permitam direitos de controlo e a assunção de riscos por parte da estrutura acionista, fator característico da atividade de capital de risco.

Mas é no relacionamento social entre o investidor de capital de risco e a empresa participada que a diferença é efectuada, o investidor assume um papel de parceiro de negócio, um sócio, embora que com limitação temporal de atuação, disponibilizando todo o seu expertise, conhecimentos e rede de contactos ao serviço da empresa investida, transpondo a relação para algo mais do que um simples financiamento de capital à empresa (Kaplan e Stromberg, 2001).

Nesta relação existe outro fator que se verifica bastante relevante, trata-se do prestígio que uma S.C.R. reputada pode dar ao empreendedor, este fator é tão importante que os empreendedores não mostram reservas em optarem por propostas de crescimentos inferiores, em detrimento de S.C.R. menos reputadas no mercado e apresentam probabilidades inferiores de sucesso (Hsu, 2002).

Atualmente existem situações em que para operações de seed e arranque, terão num futuro próximo desenvolvimento com base no financiamento colaborativo, atualmente já existem projetos de empreendedorismo, com recurso ao *crowdfunding*, prevê-se que a evolução tenha um carácter mais empresarial e que em novos projetos, se utilize o recurso a plataformas eletrónicas a partir das quais se poderão obter investimentos provenientes de um ou de vários investidores individuais, podendo assim trazer para os operadores em capital de risco novas formas de financiarem a economia.

As empresas que procuram investidores de capital de risco, não procuram apenas apoio financeiro, procuram que o investidor efetue tarefas como o supervisionamento e aconselhamento, participar na formulação da estratégia de negócio e planos de marketing, apoiar a equipa de gestão, supervisionar a performance operacional e financeira, alguém que possua uma rede contactos que lhes permita continuar a obter fontes alternativas de financiamento para a estrutura de capital, experiência na equipa de gestão do negócio – recrutando se necessário, diferentes abordagens de negociação com os intervenientes no ciclo de produção, desde clientes a fornecedores (Correia e Armada, 2004).

Existem casos onde o processo de investimento pressupõe o recurso a financiamento tradicional como alavanca financeira, utilizando alguns daqueles *covenants* financeiros já previstos no acordo de investimento como garantias apresentadas à entidade financiadora ou recorrendo a *project finance*, para unidades muito específicas que gerem cash flow para assegurar o serviço da dívida, beneficiando da expansão da empresa.

Podemos afirmar que poderão co-existir o financiamento tradicional com o capital de risco mas a empresa que procura o capital de risco procura mais que o simples apoio financeiro.



## BIBLIOGRAFIA

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

BARBOSA, Mário Ferreira (2013), Venture capital: institutional environment. *ISCTE-IUL, Dissertação de mestrado.*

BARREIROS, P. (2013); O Empreendedorismo num contexto de Crise Económico-Financeiro: Plano de Negócios; Aldeamento Turístico com as Características de Turismo de Natureza e Residências Assistidas, ISCTE, Abril 2013

BARRETO, J.P.S. (2014), Fundos de capital de risco: as implicações da crise económica e financeira, *Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade, ISCTE.*

BENTES, S., Cortês, S., Esperança, J. P., Simões, V., (1998), O (re) Nascimento do Capital de Risco em Portugal, Lisboa: I.S.C.T.E.

BLACK, B. e Gilson, R. (1997). Venture Capital and the Structure of capital markets: banks versus stocks markets. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.47, n.3, p.243 a 277, Mar.1998

BOUCLY et al, *Journal of Financial Economics* (2011)

BYGRAVE, W.D. and J. A. Timmons (1992), *Venture Capital at the Crossroads, Harvard Business School Press.*

BYGRAVE, W.D., M. Hay and J.B. Peeters (1999), *The Venture Capital Handbook, Financial Times Prentice Hall.*

BROUWER, M. e Hendrix, B. (1998). Two Worlds of Venture Capital: What Happened to U.S. and Dutch Early Stage Investment?; *Small Business Economics*, 1998, vol. 10, issue 4, pages 333-48.

CALDEIRA, João Miguel Cabrito - O capital de risco em Portugal: tendências da última década, *ISCTE-IUL, 2012. Dissertação de mestrado.*

CASELLI S. and S. GATTI (2005), *Structured Finance*, Springer Verlag.

CARNEIRO, Priscilla Maria do Espírito Santo (2013) - O uso da política de compensação e outros mecanismos de mitigação do conflito de agência: o caso Portugal ventures., *ISCTE-IUL, Dissertação de mestrado.*

CMVM, Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco (2015).

CMVM, Instrução de n.º 2/2013 – Carteira e Atividade de Fundos e Sociedades de Capital de Risco (2013).



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

DEAKINS, D., (1996). *Entrepreneurship and Small Firms*, (London: McGraw-Hill).

DEGENNARO, R P (2010). Angel Investors: Who are they and What they do?; Can I ber one to?; *Journal of Wealth Management*; v.13, n. 2, p. 55-60.

DUARTE, Pedro - Capital de risco: análise da indústria em Portugal, *ISCTE, 2007. Tese de mestrado.*

EVCA, EVCA Activity Data and Performance Data, <http://www.evca.eu/research/>

FARIA, Pedro Miguel da Cunha - Capital de risco: análise comparativa à evolução do investimento em Portugal e na Europa, *ISCTE, 2009. Tese de mestrado.*

FÉLIX, E., Pires, C. & Gulamhussen, M. (2013). The determinants of venture capital across Europe: evidence across countries. *Journal of Financial Services Research. 44* (3), 259-279

FÉLIX, E., Pires, C. & Gulamhussen, M. (2014). The exit decision in the European venture capital market. *Quantitative Finance. 14* (6), 1115-1130

Ferreira, R. (2008). Financiamento e Montagem de Operações de capital de Risco e F&A, I.N.D.E.G.

GOMPERS, P., (1995). Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Finance* 50(5), 1461-1489.

HIRUKAWA, M e Ueda, M (2006). *Venture Capital and Industrial Innovation*. Working Paper, May 2006.

HSU, Yaowen, Staging of Venture Capital Investment: A Real Options Analysis. EFMA 2002 London Meetings. *University of Cambridge*

JUNG-SENSSEFELDER, K. (2006), *Equity financing and covenants in venture capital: an agmented contracting approach to optimal German contract design*, International University School Reichartshausen, Forschung.

KAPLAN, S – The effects os Managenet Buy Outs on Operating Performance and Value – *Jornal of Economics*, 1989

KAPLAN, S. e STROMBERG P. – Venture capitalist as principals: contrating, screening and monotering, National Bureau of Economic research, working paper n.º 8202, 2001





KASERER, Christoph and Diller, Christian, European Private Equity Funds - A Cash Flow Based Performance Analysis (May 2004). CEFS Working Paper No. 2004-01, *Technische Universität München*

LAINE, M. and S. Torstila (2003), The Exit Rates of Liquidated *Venture Capital* Funds.

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

LERNER, Josh, (1998), Venture Capital and Private Equity: A Course Overview., *Harvard Business School*

LAUTERBACH, R., I. Welpé and J. Fertig (2007), Performance Differentiation: Cutting Losses and Maximizing Profits of Private Equity and Venture Capital Investments, *Financial Markets and Portfolio Management*, 2007.

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

METRICK, Andrew and Yasuda, Ayako, The Economics of Private Equity Funds (2009), Vol. 23, pp. 2303-2341; *Swedish Institute for Financial Research Conference on The Economics of the Private Equity Market*.

METRICK, A. and A. Yasuda (2007), Venture Capital the Finance of Innovation, *Wiley College*.

MOLLICA e Zingales ; The Impacto of Venture Capital on Innovation and the Creation of New Bussiness; mimeo; 2007.

PETRESKI, Marjan, The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses. *Journal of Eentreprenurship and Finance*, Forthcoming. *University of American college - Skopje - School of Business Economics and Management*

POPOV, A e Roosenboom , P; On the Real Effects of Private Equity Investment: Evidence from New Business Creation; *EFA 2008 Athens Meetings Paper*; 2008

PROHOROV, Anatolijs and Jakusonoka, Ingrida and Beizitere, Ilona, Is Venture Capital the Source of Financing for Micro-Enterprises? (2015). *Proceedings of the 2015 International Conference "ECONOMIC SCIENCE FOR RURAL DEVELOPMENT"*; *Riga Internacional School of Economis and Bussiness Administracion*.

PÚBLICA, Ministério das Finanças e da Administração; Decreto-Lei nº 375/2007 de 8 de Novembro de 2007 DR 215 - Série I;

RODRIGUES, RM (2010), Determinantes do Sucesso do investimento de Capital de Risco em Portugal, *Dissertação para obtenção do Grau de Mestre em Finanças, ISCTE*.

SAMGI, Jaydip Chunilal - O processo de avaliação e seleção de investimentos do capital de risco na ótica das sociedades de capital de risco e na ótica dos promotores, *ISCTE-IUL, 2013. Dissertação de mestrado*.



STOREY, D.J., (1994). *Understanding The Small Business Sector*, London: Routledge.

STROMBERG, P. 2009. *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*. *Swedish House of Finance*.

WETZEL, W.E., and Freear, J., (1996). *Promoting Informal Venture Capital in The United States: Reflections on the History of The Venture Capital Network*. *Informal Venture Capital: Information, Networks and Public Policy*. (Hemel-Hempstead: Woodhead-Faulkner), pp. 61–74.



**Anexo A – Quota de mercado por operadores de capital de risco em Portugal no fim de 2015**

Entidade Gestora	Quota de Mercado Global 2015
2BPARTNER - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,1%
Agrocapital - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,3%
Atena Equity Partners - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0%
Azimuth Investments, SCR, SA	0,0%
Banif Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	1,3%
BCP Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	1,9%
Bem Commum - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,0%
Beta - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,1%
BIZ Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,1%
Bhe Catching - Sociedade de Capital de Risco, Sa	0,0%
BPI Private Equity - Sociedade Capital de Risco, SA	1,0%
Busy Angels, SCR, S.A	0,1%
Caixa Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	10,8%
Caixa Central - Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Crl	0,1%
Capital Criativo - Sociedade de Capital de Risco, SA	1,8%
Change Partners - SCR, SA	0,6%
Critical Ventures - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,2%
Dunas Capital - Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA	2,3%
ECS - Sociedade de Capital de Risco, SA	30,0%
ERIGO - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,3%
Espirito Santo Ventures - Sociedade de Capital de Risco, SA	4,5%
Explorer Investments - Sociedade de Capital de Risco, SA	8,0%
Famigeste - SCR, SA	0,0%
Gepasa - SCR, SA	0,0%
Global Reach Investments - SCR, SA	0,0%
Grande Enseada Capital Partners, Sociedade de Capital de Risco, SA	0,0%
Haitong Capital - SCR, S.A.	3,9%
Hovione Capital, Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,0%
Inter Risco - Sociedade de Capital de Risco, SA	1,4%
ISQ - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,3%
LYNX Asset Managers - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, S.A.	1,7%
Menlo Capital - Sociedade de Capital de Risco, S.A.	0,4%
Montepio - Capital de Risco, SCR, S.A	0,3%
Naves - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,0%
Novabase Capital - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,5%
ONETIER PARTNERS, SCR, SA	0,0%
OXY CAPITAL - SOCIEDADE DE CAPITAL DE RISCO, S.A.	20,3%
Patris Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário, SA	0,8%
Portugal Capital Ventures - Sociedade de Capital de Risco, SA	7,0%
Vallis Capital Partners - SCR, SA	0,0%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

Fonte - CMVM



**Anexo B – Casos analisados para a elaboração deste estudo, na Europa.**

<b>Empresa</b>	<b>País</b>	<b>Investidor</b>	<b>Permanência em Anos</b>
Arena	Itália	The Riverside Company	4
Atlantis, SA	Espanha	GS Infrastruture	5
Avinci Group	Reino Unido	Investindustrial; KKR	10
B&B Hotels	França	Eurazeo	5
Bigpoint	Alemanha	GMT Communications Partners	5
Cerved Group	Itália	Bain Capital; Cessidra	3
Clavis Insight	Irlanda	Scotish Equity Partners	5
CLS	França	Sofinetti, IRDI, Epicea	5
CMR Group	França	Siparex	5
Competence Call Center	Austria	Ardian	3
Cognitive Security	Republica Checa	Credo Ventures; Evolution Equity	2
De Groot	Holanda	Gimv	6
DT Group	Dinamarca	CVC Capital Partners	3
Exco In Touch	Reino Unido	Scotish Equity Partners	3
Fonroche	França	Eurazeo	3
Formaplex	Reino Unido	Dunedin	4
FPS Towers	França	Antin Infrastructure Partners	3
<a href="#">Home.pl</a>	Polónia	Value4Capital	4
Hooks	Suécia	Accent	3
Hugo Boss	Alemanha	Permira	8
Hyva	Holanda	3i	7
Inge Wattertechnologies	Alemanha	Emerald Technology Ventures	7
Ingesport	Espanha	Corpfin Capital	7
Late Rooms	Reino Unido	ECI Partners	3
Mister Spex	Alemanha	Scotish Equity Partners	3
Noa Visual Group	Espanha	Miura Private Equity	5
Skamol	Dinamarca	Polaris Private Equity	4
Skyscanner	Escócia	Scotish Equity Partners	8
Tomplast	Eslovénia	Arx Equity Partners	9
Yoplait	França	PAI Partners	5

Fonte - ECVA





**Anexo C – Casos analisados para a elaboração deste estudo, em Portugal.**

<b>Empresa</b>
A Penteadora, SA
Atlantis, SA
Cabo TV, Madeirense SA
Clipóvoa, SA
Cofapeuropa
F. Ramada
Generg
Guiatour
João Deus & Filhos
Lisgráfica, SA
Mercatus
Multitempo
Nemoto Portugal
Olegário Fernandes
Ornelas Monteiro, SA
Sommer Alobert Industrie, SA
Spetacolor Portugal
TP - Soc. Termica, SA

**Fonte - APCRI**