

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



CAPITAL DE RISCO: ANÁLISE COMPARATIVA À
EVOLUÇÃO DO DESINVESTIMENTO EM PORTUGAL E
NA EUROPA.

Hugo Filipe Rocha Ferreira

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

Orientador:

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

Maio 2009

Agradecimentos

Serve esta passagem para agradecer e reconhecer o mérito a quem me apoiou na realização do trabalho aqui apresentado:

Ao Professor José Paulo Esperança, pelo seu importante contributo como orientador de tese.

Ao Dr. Rui Ferreira, pelo apoio através da disponibilização de fontes de informação relevantes para o tema em estudo.

Ao meu colega e amigo Pedro Faria, com quem trabalhei directamente na realização deste trabalho.

A familiares e amigos que me apoiaram e incentivaram durante toda esta importante fase do meu percurso académico e de vida.

A todos os outros que, de uma forma directa ou indirecta, contribuíram para que a finalização do presente trabalho fosse possível.

Índice

Índice de figuras	II
Sumário	III
Sumário Executivo	IV
Pertinência do Estudo	6
História do capital de risco	7
Nascimento do conceito.....	7
Chegada à Europa.....	8
Situação Portuguesa.....	9
Capital de risco – Definição geral.	10
Desinvestimento	11
Fases de concretização de uma participação – Da análise da operação à realização do desinvestimento.	11
Formas de Saída.	14
Assimetrias de informação	16
Saídas Parciais	17
Duração da participação	18
Rendibilidade do capital de risco	20
Factores que influenciam a estratégia de saída.....	20
Revisão de literatura	23
Amostra	27
Análise de dados	29
Formas de saída	29
Rendibilidade, duração das participações e principais sectores de desinvestimento.	37
Conclusões	42
Referências Bibliográficas	48
Anexos	51

Índice de figuras

Figura 1 – Sumário dos Factores que Favorecem Determinada Estratégia de Saída.....	21
Figura 2 – Evolução do Desinvestimento em Portugal entre 2001 e 2007.....	29
Figura 3 – Evolução do Desinvestimento na Europa entre 2001 e 2007.....	30
Figura 4 – Importância Agregada do Desinvestimento por Formas de Saída em Portugal entre 2001 e 2007.....	30
Figura 5 – Importância Agregada do Desinvestimento por Formas de Saída na Europa entre 2001 e 2007.....	31
Figura 6 – Evolução do Desinvestimento por Formas de Saída entre 2001 e 2007 – Portugal.....	31
Figura 7 – Evolução do Desinvestimento por Formas de Saída entre 2001 e 2007 na Europa.....	32
Figura 8 – Distribuição das Empresas com Múltiplos de Saída Iguais ou Superiores a 5x por Sectores na Europa – 2006 e 2007.....	38
Figura 9 – Estratégia de Desinvestimento por Empresa com um Múltiplo de Saída Igual ou Superior a 5x na Europa – 2006 e 2007.....	38
Figura 10 – Período Médio da Duração da Participação em Empresas com um Múltiplo de Saída Igual ou Superior a 5x na Europa – 2006 e 2007.....	39
Figura 11 – Duração das Participações nas Empresas, por parte das S.C.R. em Portugal – 2007	40
Figura 12 – Percentagem de Desinvestimento por Sector de Actividade na Europa – 2006 e 2007.	40
Figura 13 e 14 – Principais Sectores de Investimento por parte das S.C.R. – Portugal e Europa, fonte APCRI e EVCA.....	41
Figura 15 – Principais Formas de Desinvestimento por Ordem de Importância nos Montantes Desinvestidos – Portugal e Europa (2001-2007).....	42

Sumário

Na presente dissertação elabora-se um estudo no âmbito da realidade do capital de risco, sendo focado na análise à evolução do desinvestimento por parte das S.C.R. a nível nacional e europeu.

As principais conclusões retiradas do mesmo prendem-se com o facto de que Portugal segue a tendência dos principais países Europeus neste sector, no que diz respeito aos principais métodos de saída utilizados pelas sociedades de capital de risco. Enquanto na Europa as estratégias de saída mais importantes são a venda a outras empresas (*trade sale*), os pagamentos de empréstimos e a venda a outra S.C.R., para Portugal são a saída por venda a outras empresas, o pagamento dos empréstimos concedidos e a venda aos antigos titulares.

Outro facto de destaque é a pouca importância do desinvestimento por O.P.I. (Oferta Pública Inicial) para as duas realidades estudadas, sendo este facto explicado pela inexistência de um mercado de capitais adaptado à realidade do capital de risco europeia.

Palavras-chave: Capital de Risco; Desinvestimento; Venda a outras empresas; O.P.I.

Abstract

This dissertation provides a comparative study about the reality of venture capital, focused in the analysis of the divestment phase, at national and European level.

The main conclusions of this study are related to the fact that Portugal follows the trend of the main European countries in this sector concerning to the main divestment strategies used by the venture capital firms. In Europe the main exit strategies are trade sales, loan repayment and sales to other VCs, while in Portugal they include trade sales, loan repayment and *buybacks*.

Another relevant fact is the small importance of divestment through I.P.O. for both Portugal and the rest of Europe, which may be explained by the lack of a developed financial market with a focus on venture capital in Europe.

Key Concepts: Venture Capital; Divestment; Trade sale; I.P.O.

JEL Classification System: G24; G34.

Sumário Executivo

Numa primeira fase deste trabalho é apresentada a importância que a realização deste estudo representa em termos académicos e profissionais. É destacado o facto de não ter sido realizado até à data, nenhum trabalho em que a evolução do desinvestimento pelo sector do capital de risco seja estudada para o contexto português, assim como a sua comparação com a realidade europeia a fim de verificar se Portugal tem acompanhado a tendência da Europa neste sector. É também apresentada nesta fase, a importância da identificação e análise de quais as últimas tendências em termos de estratégias de saída para o sector.

De seguida é feita uma introdução sobre a história do conceito do capital de risco, desde a sua origem nos Estados – Unidos até à sua entrada e situação actual na Europa e em Portugal.

Após esta introdução, são apresentados alguns conceitos chave sobre a indústria do capital de risco em que se explica o que é concretamente o capital de risco, como funciona e quais os seus principais instrumentos assim como a descrição do funcionamento de um processo de financiamento com recurso a esta forma de financiamento, desde a apresentação da proposta até à sua fase final, o desinvestimento. Após esta descrição são apresentadas de forma sucinta, as principais formas de desinvestimento abordadas neste trabalho: venda aos antigos titulares, venda a outra empresa (*trade sale*), venda a outra S.C.R., venda a instituição financeira, oferta pública inicial (O.P.I.), pagamento do empréstimo concedido e *write-off*.

Apresenta-se de seguida um conjunto de informações relevantes, retiradas de diversos estudos relacionados com a questão da saída/desinvestimento. Nesta fase abordam-se os temas das assimetrias de informação como factor principal para a ocorrência de “*underpricing*” numa colocação em bolsa (O.P.I.) e qual o papel que as S.C.R. podem desempenhar na redução deste problema; saídas parciais, explicitando os principais factores que levam as S.C.R. a optar por este tipo de decisão em vez da saída total do capital da empresa participada; a duração das participações, apresentando um conjunto de factores, entre os quais as assimetrias de informação, que podem condicionar o momento da realização da saída/desinvestimento; as rendibilidades exigidas pelos financiadores de capital de risco referenciando a falta de liquidez, o risco

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

de liquidez ou a postura activa que as S.C.R. assumem na relação com as suas participadas como factores com maior influência neste nível e, por fim, apresenta-se um conjunto de factores reconhecidos como mais favoráveis à escolha de um ou outro tipo de saída.

No passo seguinte é apresentada uma breve revisão de literatura em que são revistas as principais conclusões retiradas por autores que desenvolveram estudos relacionados com a análise às principais formas de saída/desinvestimento.

Depois disto, apresenta-se a análise aos dados recolhidos sobre as principais formas de desinvestimento através da comparação dos mesmos entre a situação portuguesa e europeia sendo esta a metodologia utilizada para retirar as principais conclusões deste estudo.

Desta análise conclui-se que em Portugal a tendência, na evolução das principais formas de saída do capital das empresas participadas, se apresenta bastante semelhante à situação europeia. Para Portugal verifica-se que as formas mais importantes em termos de métodos de saída são as vendas a outras empresas, o pagamento dos empréstimos concedidos e a venda aos antigos titulares, enquanto para a Europa são as vendas a outra empresa, os pagamentos de empréstimos e a venda da participação a outras S.C.R. Destaca-se também a pouca importância para as duas realidades analisadas daquela que é considerada pela literatura em geral como a forma de saída capaz de gerar maiores rendibilidades: a colocação em bolsa (O.P.I.), tendo sido concluído neste sentido que este facto se deve à inexistência de um mercado de referência a nível europeu com características semelhantes a outros mercados mundiais como o Americano *N.A.S.D.A.Q.*, virado para as empresas inovadoras e com bastante potencial de crescimento que compõem um segmento muito atractivo e importante para a actividade do capital de risco.

Pertinência do Estudo

A presente dissertação enquadra-se no âmbito do conceito do capital de risco. Focado numa das fases que fazem parte do processo de um financiamento através de capital de risco, o desinvestimento, este trabalho concentra-se numa análise comparativa à evolução dos diferentes métodos de desinvestimento a nível nacional e europeu nos últimos anos.

Do ponto de vista académico, a análise à evolução das formas de desinvestimento em Portugal e sua comparação com a Europa é um estudo que ainda não foi efectuado e, nesse sentido, pretende-se perceber quais são as últimas tendências evolutivas verificadas a este nível nos principais países a nível europeu neste sector e em Portugal, identificando as semelhanças e divergências entre ambas as realidades.

Num contexto profissional, estudar a evolução do desinvestimento por formas de saída revela-se interessante na medida em que permite aferir quais os métodos de saída do capital das empresas participadas mais utilizados pelos investidores de capital de risco nos últimos tempos e, assim, conhecer quais as práticas mais utilizadas pelo mercado a este nível.

A nível de importância para o empreendedor, este estudo permite um melhor conhecimento sobre as formas de saída mais importantes a nível nacional e europeu de forma a obter uma melhor percepção do cenário mais provável para o final da relação entre a sua empresa e a Sociedade de Capital de Risco.

Para as empresas de capital de risco, a importância deste trabalho prende-se com o facto de que este permite verificar quais as tendências seguidas pelos principais actores no mercado europeu e nacional e quais as que, por serem mais procuradas, se apresentam como as mais vantajosas para realização do desinvestimento.

História do capital de risco

Nascimento do conceito

O nascimento do conceito de capital de risco deu-se nos E.U.A. na década de 40. Em 1946 foi fundada em Boston a primeira sociedade de investimentos em capital de risco, a *American Research & Development*, (Bottazzi e Da Rin, 2002; Esperança e Matias, 2005;). Esta sociedade dedicava-se a realizar investimentos em projectos empresariais na sua grande maioria idealizados por soldados que regressavam da Segunda Guerra Mundial procurando refazer a sua vida fora do exército e ao mesmo tempo recuperar a economia do seu país. O Governo Norte-americano, agradado com a ideia e impressionado pelo potencial desse projecto, criou no ano de 1958, a SBICA (*Small Business Investments Companies Administration*) que promoveu o aparecimento das SBIC (*Small Business Investments Companies*) – empresas que prestavam apoio, aconselhamento, protecção e financiamento, aos novos projectos empreendedores que iam surgindo nos E.U.A.

Após uma grande queda do mercado bolsista americano, por volta do ano de 1970, que quase fez desaparecer o conceito do capital de risco, este voltou em força no final dessa década, devendo-se este facto em grande parte às reformas introduzidas durante o período de 1978-81, como por exemplo, a emissão da Revenue Act de 1978 que definiu a descida de 49,5% para os 28% da taxa de imposto máxima para os ganhos de capital decorrentes da actividade de investimento, verificando-se mais tarde, em 1981, nova queda nesta taxa, passando dos 28% para os 20% (Brouwer e Hendrix, 1998). Alguns dos reflexos destas e outras reformas ocorridas neste período foram o aumento do investimento realizado pelas capitais de risco, passando dos 460 milhões de dólares em 1979 para cerca de 4 biliões de dólares em 1987.

Depois deste período de euforia, verificou-se uma nova queda com o *crash* das bolsas de valores de 1987, que tornou o mercado muito pouco atractivo para o desinvestimento nas participações através da entrada em bolsa.

Mais recentemente, temos o exemplo da época em que proliferaram os negócios de comércio electrónico, empresas de *software*, multimédia e telecomunicações ou a engenharia genética, nos finais dos anos 90 do passado século, originando diversas bolhas especulativas em termos de investimento nessas áreas, com destaque para a

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

bolha das *dot.com* no ano 2000 que levou a uma grave situação de crise nos mercados de capitais, aquando do seu rebentamento.

Chegada à Europa

O capital de risco chegou à Europa por volta do ano de 1980 (Correia e Armada, 1998) não tendo no entanto seguido na íntegra o modelo original dos Estados Unidos.

Com um desenvolvimento mais acelerado a partir do início da década de 90 e apresentando como maiores representantes a nível europeu países como o Reino Unido, a Holanda, a Alemanha ou a França, a evolução deste sector caminhou, na Europa, num sentido diferente ao do conceito original, dando origem a um novo conceito de capital de risco, como foi referido por Bygrave e Timmons (1992): “Merchand Capital”. Este foi o termo encontrado para definir a tendência apresentada pelas empresas de capital de risco europeias em focarem os seus investimentos apenas em empresas em fases mais avançadas da sua evolução tendo em vista o retorno dos investimentos em prazos mais curtos e deixando de parte o apoio a projectos nas fases conhecidas como “early stages” (fases iniciais da vida de uma empresa), que foi a ideia que originou a criação deste conceito de negócio na sua vertente inicial.

Nos períodos mais recentes, os países que mais têm atraído investimento de capital de risco são o Reino Unido, a França, Alemanha, Holanda e Espanha tendo o principal foco dos investimentos sido os sectores dos produtos e serviços industriais, os bens de consumo e de retalho, comunicações e indústria farmacêutica.

Situação Portuguesa

A nível nacional, a actividade do capital de risco instalou-se em Portugal em 1986 aquando da criação de legislação específica para o efeito. Desde então este sector sofreu um período de rápida expansão até ao ano de 1991, sendo neste espaço de tempo criadas cerca de 29 sociedades de capital de risco, tais como a PME Investimentos ou PME Capital (Esperança e Matias, 2005). Após um período (1992 e 1993) de decréscimo de actividade do capital de risco em Portugal, esta retomou a sua tendência de crescimento, tendo nos últimos anos atingido valores de investimento na ordem dos 170 milhões de euros tornando-se numa indústria cada vez mais relevante para o país.

Actualmente existem 24 Sociedades de Capital de Risco, públicas e privadas, registadas na CMVM. Das sociedades de capital de risco de cariz público em actividade no nosso país, geridas pelo Estado e tendo como principais funções prestar apoio em sectores que promovam o empreendedorismo nacional, a internacionalização de empresas portuguesas e das exportações ou o desenvolvimento do país, distinguem-se empresas como, a Inov Capital ou a AICEP Capital Global. As S.C.R. privadas regem-se pelas leis de mercado e assim tendem a apoiar apenas os sectores que consideram mais lucrativos, sendo que a nível deste sector destacam-se empresas como Caixa Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A., a Espírito Santo Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A., ou a BCP capital – S.C.R., SA.

Recentemente foi realizado um estudo em 27 países europeus que comparou a situação legal e fiscal no âmbito do sector do capital de risco para empresas investidoras e empreendedoras, tendo Portugal ficado bastante bem classificado com um 7º lugar e uma classificação acima da média europeia, sendo a classificação geral liderada pela França, Irlanda e Bélgica. Este facto demonstra que Portugal é de facto um país bastante atractivo para os investidores de capital de risco em termos de âmbito fiscal e legal.

Segundo o Dr. Afonso Oliveira Barros, administrador da Inter-Risco, S.C.R., SA, e presidente da APCRI (Associação Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento), o cenário do capital de risco em Portugal encontra-se numa situação bastante positiva: existem operadores com taxas de rentabilidade muito interessantes e há bastante interesse por parte de investidores estrangeiros o que demonstra que no nosso país existem profissionais à altura do que melhor se faz na Europa a este nível.

Capital de risco – Definição geral.

O capital de risco é uma forma de financiamento empresarial com a finalidade de financiar empresas, apoiar o seu desenvolvimento e crescimento e intervir na sua gestão. Recorre à utilização de capitais próprios, sem prestação de garantias e com um horizonte temporal de médio/longo prazo que se caracteriza pela entrada de um sócio, (uma Sociedade de Capital de Risco ou um Business Angel, no caso de ser um investidor individual de capital de risco), que intervém na empresa de forma a ajudar a atingir o sucesso (Kaplan e Stromberg, 2004).

O objectivo dos investidores de capital de risco é a valorização da empresa à qual adquirem uma participação social, para que essa participação possa, no futuro, ser alienada por um valor compensador, assumindo nesse sentido um papel activo para atingir esse objectivo (Sapienza, 1992; Kaplan e Stromberg, 2002).

Distingue-se do crédito bancário, dos subsídios públicos e da angariação de investidores privados, requerendo uma análise concreta dos projectos apresentados, do seu potencial de crescimento, da sua exposição ao risco e envolvendo participação no capital da empresa apoiada.

O investimento por parte de um S.C.R. numa empresa aumenta a sua credibilidade perante terceiros, para além de acrescentar profissionalismo e rigor na gestão da mesma, facilitando, entre outras coisas, o acesso a fontes de financiamento complementares. (Smith, 2001; Florin, 2004).

De uma forma resumida, o capital de risco é uma modalidade de investimento que envolve um alto nível de risco associado em troca da perspectiva de um elevado retorno no futuro, sendo a forma de financiamento ideal para que ideias promissoras se possam transformar em empresas de sucesso.

Desinvestimento

A saída do capital das empresas participadas por parte das S.C.R. é a fase derradeira do processo de uma operação de financiamento através de capital de risco. De um modo geral, é nesta fase que a S.C.R. liberta a sua participação na empresa e recolhe o capital investido acrescido da sua remuneração, sendo o seu nível de ganhos na operação, o reflexo do sucesso/insucesso da parceria que chega então ao fim.

Esta fase é tão importante ao ponto de que a própria decisão de investimento numa empresa é influenciada, em grande parte, pela provável forma de saída e pelo potencial de rentabilidade apresentado pela mesma (Kaplan e Stromberg, 2002; Cumming e Fleming, 2002).

Fases de concretização de uma participação – Da análise da operação à realização do desinvestimento.

Um negócio de capital de risco passa genericamente por três fases principais até culminar na fase da saída/desinvestimento (Ferreira, 2008):

1ª – Análise da operação

2ª – Concretização da operação

3ª – Desinvestimento

- **Análise da operação**

A primeira fase de um processo de financiamento por capital de risco corresponde à etapa em que é apresentado o dossier, com as informações a serem analisadas pelo investidor de risco, para que este decida se deverá ou não avançar para o negócio.

O processo de análise e selecção dos projectos utilizado pelas empresas de capital de risco para seleccionarem os projectos em que investir é conhecido como o processo de *due diligence*. Este processo atravessa quatro fases principais: angariação de fontes de informação sobre projecto e empreendedor, utilização de critérios de selecção, análise do risco e por fim, elaboração do contrato.

Do trabalho de Bentes, Cortês, Esperança e Simões (1998) foram obtidas algumas conclusões importantes acerca deste processo:

Em relação às fontes de informação, concluiu-se que a mais importante é a entrevista com os respectivos promotores, seguindo-se o Curriculum Vitae dos mesmos, o balanço e as demonstrações de resultados previsionais.

Depois de recolhida a informação sobre o projecto e os seus empreendedores é feita uma análise mais aprofundada na qual é usado um conjunto de critérios. Dos critérios mais utilizados pelas S.C.R. destacam-se a experiência dos promotores, a rendibilidade esperada, a adequação do produto/serviço às necessidades do mercado e a política de desinvestimento pretendida. Nesta fase já é dada grande importância ao método de saída, ainda antes de ser realizado o financiamento, uma vez que este é um factor essencial no planeamento da operação e deve estar definido ainda antes da entrada da empresa de capital de risco no capital da participada.

O passo seguinte passa pela análise ao risco a que o investimento no projecto está sujeito, sendo que neste sentido as competências dos gestores são o elemento mais importante que as S.C.R. usam na avaliação de novos projectos, seguindo-se factores como a competência dos promotores ou a evolução das necessidades do mercado.

- **Concretização da operação**

Passados todos os passos anteriores, caso o projecto apresente condições que justifiquem o seu financiamento por parte das S.C.R. passa-se à segunda fase, a concretização da operação.

Nesta fase é feita a subscrição e realização das quotas ou das acções em operações de constituição de sociedades, de aumento de capital ou de aquisição de partes sociais (Ferreira, 2008). É então elaborado o contrato, última fase do processo de *due diligence*, entre as partes (empresários/investidores), sendo neste definido como são divididos os direitos e as obrigações de cada uma das partes.

Segundo Bentes, Cortês, Esperança e Simões (1998), as modalidades de desinvestimento constituem o principal factor a ter em conta pelas S.C.R. quando elaboram o contrato com a empresa financiada. O direito à informação e a representação da S.C.R. na administração da empresa financiada seguem na ordem de importância em termos de elementos a ter em conta na criação dos contratos.

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

Em relação aos contratos, as sociedades de capital de risco podem, aquando da sua realização, conseguir uma posição que permita controlar de uma forma mais intensa a sua relação com a empresa participada através de um conjunto de direitos (Cumming, 2008). Este autor estudou esta questão para o contexto europeu e destacou um conjunto de diferentes direitos que conferem à empresa de capital de risco algum controlo da operação como por exemplo: o direito de arrasto, com o qual a S.C.R. detém o direito de forçar o empreendedor a vender a sua participação a um terceiro, direito de redenção, que dá à S.C.R. o direito de vender a sua posição de volta ao empreendedor em condições pré-determinadas ou o direito de substituir o empresário do cargo de C.E.O. da empresa. A distribuição dos direitos pelas partes envolvidas no negócio de financiamento pode afectar fortemente a forma de saída da S.C.R. do capital da participada pois podem ser utilizados, por parte de quem os possui com maior intensidade, para conduzir o negócio ao tipo de saída que mais lhe interesse. Na Europa, a posse de mais direitos de controlo por parte de uma empresa de capital de risco aumenta a probabilidade de saída através de venda da participação a outras empresas (*trade sale*), em contraposição às saídas por O.P.I. (Oferta Pública Inicial).

Ainda em relação ao controlo, destaca-se também a cláusula contratual que define o investimento faseado por parte da S.C.R. Esta cláusula estabelece que os investimentos futuros dependem das performances alcançadas nas fases imediatamente anteriores. Desta forma, a S.C.R. consegue tomar um maior controlo do seu investimento, uma vez que, com o tempo, vai reunindo mais informação sobre o negócio e a empresa participada mantendo a opção de abandono do mesmo. Assim, no caso do insucesso do projecto logo numa fase inicial, esta pode cancelar os investimentos futuros e reduzir eventuais perdas (Kaplan e Stromberg, 2002; Cornelli e Yosha, 2003; Correia e Armada, 2004).

Depois de estabelecido o contrato, a operação de financiamento é colocada em prática sendo que, para além do capital, a S.C.R. presta apoio aos mais diversos níveis à empresa participada, para que esta alcance os seus objectivos, como referido anteriormente.

- **Desinvestimento**

Por fim, numa última fase que encerra o processo de uma operação de financiamento por capital de risco temos a etapa da saída ou desinvestimento.

Formas de Saída.

O processo de desinvestimento, no qual são realizados os ganhos para a empresa de Capital de Risco pode ser feito de variadas formas:

- **Venda aos antigos titulares (*Buyback*)** – Esta forma de saída define-se pela 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 e as suas principais variantes são os contratos-promessa, as opções *call* e *put* ou os M.B.O. (*Management Buy-Out*).
- **Venda a outra empresa (*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).
Esta saída pode representar a passagem da empresa para um novo dono, caso o empreendedor também venda toda a sua participação, sendo neste caso esta, uma saída por **aquisição**, uma vez que toda a empresa passa para a posse de outra entidade.
- **Venda a outra empresa de capital de risco** – Este tipo de operação integra a dimensão conhecida como mercado secundário e caracteriza-se pela venda da participação a outra Sociedade de Capital de Risco.
- **Venda a instituição financeira** – Outra variante da venda em mercado secundário referido anteriormente, sendo neste caso, a venda da participação feita a uma instituição financeira.

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

- **O.P.I. (Oferta Pública Inicial)** – Saída através da abertura do capital da empresa no mercado bolsista.
Na data da colocação em bolsa, é normal as S.C.R. negociarem apenas uma parte da sua participação, continuando ligadas à empresa participada e fazendo o resto da venda nos períodos subsequentes à realização O.P.I.
Para esta forma de saída ser possível é necessária a existência de um mercado de capitais desenvolvido e com boas perspectivas de liquidez.
- **Pagamento de empréstimos** – Neste cenário, a saída do capital da empresa participada é feita através do reembolso do capital disponibilizado pela Sociedade de Capital de risco e pela remuneração do mesmo à taxa de retorno exigida pela entidade financiadora.
- **Write-off** – Forma de saída realizada quando a Sociedade de Capital de Risco entende que o negócio em causa não apresenta viabilidade, solicitando o montante investido na empresa participada e abandonando o projecto. Uma saída por *write-off* envolve normalmente o fracasso no negócio.

Assimetrias de informação

O problema da assimetria de informação é uma das questões com maior impacto na tomada de decisões sobre o desinvestimento por parte das S.C.R. Este problema ocorre porque o comprador não possui a mesma informação que o vendedor (S.C.R. ou o empreendedor) da participação, podendo esse facto ter impacto no preço pelo qual a mesma venha a ser vendida.

Quanto maiores forem as assimetrias de informação, menor é o valor que os compradores estarão eventualmente dispostos a pagar pela participação, uma vez que o risco em relação à real situação da empresa é maior, ou seja, podem estar a pagar um preço superior ao valor real do negócio (Cumming e Macintosh, 2001). Este fenómeno conhecido por “*underpricing*” traduz-se no facto de os novos detentores da participação só aceitarem, como foi referido, pagar um valor por vezes abaixo do seu valor real pois a sua falta de conhecimento da situação da empresa, faz com que o risco inerente a essa situação tenha de ser compensado com um preço mais baixo e atractivo.

Este tipo de problema é maior para o desinvestimento por O.P.I. do que comparativamente a outros métodos de saída (Pagano, Panetta e Zingales, 1998; Cumming e Macintosh, 2002). Por outro lado, numa situação de venda aos antigos titulares, a existência de assimetria de informação é bastante reduzida uma vez que os gestores possuem um vasto conhecimento sobre a situação da empresa, enquanto que em situação de venda a outras empresas ou vendas em mercado secundário, os adquirentes são normalmente compradores estratégicos, empresas do mesmo ramo ou que conhecem suficientemente bem as empresas em termos de potencial de valorização (Cumming e Macintosh, 2002).

Nas situações de maior incerteza (principalmente O.P.I.), ter uma entidade como uma S.C.R. a apoiar uma empresa revela-se, então, extremamente vantajoso pois o envolvimento das S.C.R. confere credibilidade e uma sensação de transparência relativamente à imagem da empresa, uma vez que a participação no capital por parte da empresa de capital de risco é sinónimo de controlo, apoio e partilha de informação, o que pode contribuir para a redução das assimetrias de informação e consequentemente do fenómeno de “*underpricing*” (Megginson e Weiss, 1991; Cumming e Macintosh, 2002). Neste sentido, o capital de risco pode ter então um grande impacto na redução das assimetrias de informação.

Saídas Parciais

A saída do capital da empresa participada pode ser total ou parcial. A saída é total, quando o investidor liberta toda a sua participação na empresa no momento do desinvestimento, e parcial quando este mantém ainda alguma ligação á empresa participada.

O motivo essencial para uma saída parcial é a redução do problema da assimetria de informação. Quanto maior for o grau de assimetria de informação entre a empresa de capital de risco e o comprador, maior é a probabilidade de uma saída parcial para sinalizar aos novos compradores a qualidade da empresa (Gompers e Lerner, 1999; Tykvová, 2002; Cumming e Macintosh, 2002). Dependendo da estratégia de saída, a saída parcial pode ter mais ou menos utilidade para reduzir as assimetrias de informação. Para Cumming e Macintosh (2002) as saídas parciais revelam-se mais importantes neste contexto para as saídas por O.P.I. e por venda em mercado secundário, sendo que para as restantes formas de desinvestimento, a importância das saídas parciais é considerada nula. Por exemplo, as saídas por O.P.I. tendem a apresentar melhores performances quando as S.C.R. não vendem toda a sua participação aquando da realização da colocação em bolsa (Gompers e Lerner, 1999). Com esta situação a empresa é sinalizada como de qualidade na medida em que a S.C.R. deseja permanecer com uma participação no seu capital e continua a supervisionar a equipa de gestão da empresa após a sua colocação em bolsa.

Outra razão para uma saída parcial é a necessidade das S.C.R. diversificarem os seus investimentos. Sendo que uma participação no capital de uma empresa implica sempre uma alocação de recursos financeiros e humanos, a saída parcial possibilita que parte destes seja realocada a outros investimentos.

Este tipo de saída serve também como meio para inserir na administração da empresa recursos humanos especializados, que nem a S.C.R. nem a empresa participada possuam internamente.

Pode ainda existir a crença, por parte da S.C.R., que a empresa participada possa sempre crescer mais e, por isso, não querer sair do capital desta, mesmo para além do período de duração da participação. Nesse sentido, as S.C.R. podem optar por não vender toda a sua participação e manter-se na empresa (Cumming e Macintosh, 2002).

Por último, o problema de “*grandstanding*” pode também influenciar a decisão de desinvestimento parcial uma vez que a pressão para as S.C.R. construírem uma reputação no mercado, medida pelo número de operações que concretizam, pode levar a que estas vendam as suas participações mais cedo do que o necessário e de modo parcial. O fenómeno de “*grandstanding*” foi estudado nos Estados Unidos (Gompers, 1996) e, resumidamente, este ocorre quando as S.C.R. levam empresas ao mercado público após períodos de financiamento muito curtos, de forma a aumentarem a sua reputação no mercado e conseguirem, entre outras coisas, atrair mais projectos e mais capital para investir.

Duração da participação

Os financiamentos através de capital de risco estão associados a um horizonte temporal de médio/longo prazo, tipicamente 3 a 7 anos.

Cumming e Macintosh (2001) desenvolveram um modelo que demonstrou que a duração ideal de uma participação é até ao momento em que a criação de valor marginal gerada pelo projecto seja menor ou igual aos custos marginais do projecto. O seu modelo assume investimento faseado, em que o investidor no final de cada ronda avalia a diferença entre o Valor Marginal Acrescentado Projectado (Projected Marginal Value Added – PMVA) e os Custos Marginais Projectados (Projected Marginal Costs – PMC), sendo que se o valor marginal acrescentado for inferior aos custos marginais projectados, essa será a altura indicada para realizar a saída.

O seu trabalho demonstrou que investimentos em fases mais iniciais da vida das empresas (early stages) podem ter durações mais reduzidas, uma vez que ao investir nestas alturas é possível ir distinguindo quais os negócios com características de limões, ou seja, sem grande potencial, e serem descartados imediatamente através de uma saída por *write-off* logo numa fase inicial, evitando perder recursos e tempo em negócios pouco compensadores. Demonstraram também que quanto mais for o capital disponibilizado inicialmente, menor será a duração da participação.

Cumming e Johan (2009) concluíram que negócios envolvendo quantias maiores, investimentos em empresas mais antigas ou em empresas de sectores em que se verifiquem bolhas, conduzem a durações menores por contraposição a investimentos

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

em empresas do sector da saúde (é preciso mais tempo para desenvolver produtos médicos). Estes autores verificaram ainda que as condições económicas têm um grande impacto na duração do investimento para as saídas por O.P.I., na medida em que altas rendibilidades geradas pelos mercados accionistas levam a uma diminuição na duração dos investimentos, com as S.C.R. a aproveitarem as melhores condições dos mercados para realizar as operações de saída.

Quando existem mais oportunidades de investimento, as durações são também menores devido ao custo de oportunidade de se perder um negócio promissor por ter o capital investido noutros negócios. Por outro lado, quando a situação do mercado é de subida, ao atravessar um fase de melhoramento contínuo, a duração dos investimentos tende a aumentar, uma vez que as empresas de capital de risco optam por esperar que o mercado melhore até atingir um ponto que considerem como o mais indicado em termos de condições para realizarem o desinvestimento.

Outro trabalho realizado por Félix, Pires e Gulamhussen (2008) adoptou o modelo proposto por Cumming e Macintosh (2001) ao qual foi acrescentada uma nova variável, o tipo de saída. No seu estudo foi identificado todo um conjunto de factores que podem influenciar a duração das participações para as saídas por O.P.I., *trade sale* e *write-off*, tais como, as assimetrias de informação, demonstrando que estas aumentam a duração das participações para todos os tipos de saída; o grau de incerteza do negócio e velocidade da resolução da incerteza (quanto menor o grau de incerteza e mais rápida a sua resolução, menor a duração); a idade da empresa de capital de risco (quanto mais experiente, maior a duração devido à menor ocorrência de *grandstanding*); associação a instituições financeiras (para além de ajudarem a reduzir assimetrias de informação, fornecem uma maior rede de contactos para a venda das participações e apoiam na orientação do negocio, ajudando a identificar negócios inviáveis, resultando em durações menores); sindicalização do investimento – um investimento designa-se por sindicalizado quando é realizado por um conjunto de empresas em vez de apenas uma – (por serem várias empresas a analisar, escolher e apoiar a evolução da empresa participada existe uma partilha e redução do risco do investimento, uma sinalização mais forte da qualidade da empresa perante o mercado e uma maior rede de contactos o que facilita a saída e reduz a duração da participação); frequência de *reports* (permitindo melhor informação e tomada de decisões mais rápidas reduzindo a duração) ou

participação nas reuniões de direcção (conduzindo a maiores durações, pois as S.C.R. gastam tempo com estas situações).

Giot e Schwienbacher (2007) demonstraram que os sectores de actividade também influenciam a duração do negócio: empresas no sector da biotecnologia e internet adoptam mais cedo a saída através de O.P.I. e enquanto as empresas de biotecnologia são as mais lentas a liquidar, as do sector da internet são as mais rápidas.

Rendibilidade do capital de risco

Jagannathan e Sarin (2003) defendem que as altas rendibilidades exigidas pelos investimentos em capital de risco se devem ao facto de estes investimentos serem altamente ilíquidos, ou seja o capital do investidor fica muito tempo aplicado sem hipóteses de ser levantado, exigindo por isso um prémio de liquidez considerável, para além de que estão sujeitos a um elevado grau de risco de liquidez. O risco de liquidez define-se como a hipótese dos mercados onde se realizam as vendas das participações poderem não se apresentar nas melhores condições para a realização da saída dos negócios, forçando a empresa de capital de risco a ser obrigada a manter a sua posição no capital participado durante mais algum tempo ou então ter de vender a mesma a preços inferiores ao preço justo (Cumming, Fleming e Schwienbacher, 2003). Por outro lado, as taxas de remuneração exigidas pelos financiadores incluem a compensação pelas actividades de valor acrescentado (para além do capital) que prestam às empresas participadas.

Analisando as rendibilidades geradas por tipos de saída em específico, os estudos existentes indicam que existem formas de saída mais rentáveis e mais procuradas que outras na hora de realizar o desinvestimento, nomeadamente a saída por colocação em bolsa (O.P.I.) e venda da participação a outras empresas (*trade sale*).

Factores que influenciam a estratégia de saída

Cumming e Macintosh (2001) identificaram e atribuíram importâncias relativas a um conjunto de factores que podem favorecer a opção por um determinado método de saída:

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

	IPO	Acquisition	Secondary	Buyback
Ability of New Owners to Resolve Information Asymmetry and Value the Firm	4	1-2 1 for High-Tech	2	1 for equity 5 for debt
Ability of New Owners to Monitor and Discipline the Managers	4-5 5 for High-Tech	1-2 1 for High-Tech	4	1 for equity 5 for debt
Entrepreneur's Preferences to Go Public	1	5	Indeterminate	1
Transaction Costs of Effecting a	4	2	2	2
Ongoing Costs of Operating as a Public versus a Private Firm	5	1	1	1
Liquidity of Investment to the Buyer	1	Indeterminate	5	5
Liquidity of Exit to Seller: Cash or Cash Equivalent*	1	Indeterminate	Indeterminate	2
Managerial Incentives Post Exit	1	4-5	3	1, with variation
Transaction Synergies	1	^	2-4	5
Must New Capital Be Raised?	Yes	No	No	No
High Growth Firms	1	1-2	3	5
Efficiency of Risk Bearing	1	1, with variation	Indeterminate	5
Common Form of Exit	Yes	Yes	No	No
Common Exit Strategy	Usually	Usually	Ad hoc	Ad hoc
Cyclicalities of Valuations in IPO Markets	Time Dependent	Time Dependent	3	3
Fund Termination Date Looms	1, if IPO hurdle cleared; 5 otherwise	2	2	2
The VC's Reputational Incentives	1	2	4	5
Agency Costs of Debt	1	Indeterminate	3	5
Public Profile of Firm	1	Indeterminate	5	5

* For IPOs, the ability to convert to cash within one year is considered a cash exit.

Legend:
1=strongly favours, 2=favours, 3=neutral, 4=disfavours, 5=strongly disfavours

Figura 1 – Sumário dos Factores que Favorecem Determinada Estratégia de Saída, fonte: Cumming e Macintosh (2001).

Como se pode observar pela Figura 1, os factores que mais favorecem as saídas por O.P.I. são, por exemplo: a vontade pessoal dos empreendedores em colocar a sua empresa em bolsa; a liquidez que o investimento apresente para os eventuais compradores e vendedores, uma vez que este tipo de saída exige que os mercados accionistas se apresentem em boas condições e sejam capazes de gerar liquidez suficiente para atrair compradores para as acções da empresa a ser cotada; os incentivos pós-saída prestados pelos investidores de capital de risco à equipa de gestão como, por exemplo, o aconselhamento em termos de passos futuros a dar pela empresa ou acesso a rede de contactos que possam ser úteis para o continuar do desenvolvimento da mesma; a eficiência em reduzir o risco ou, por exemplo, o perfil mais público das empresas em questão.

Para as saídas por aquisição (*trade sale*) os factores apresentados como os que mais favorecem este tipo de saída são principalmente a diferença entre os custos operacionais (incluindo: perda de confidencialidade, maior lentidão na tomada de decisões por necessidade de aprovação por parte dos accionistas ou pressões por parte

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

de analistas e investidores institucionais para atingir resultados a curto prazo, etc.) de gerir uma empresa pública ou privada, na medida em que por serem mais altos no caso da colocação em bolsa, a opção passa pela venda e permanência numa situação de empresa privada. Depois deste surgem factores como a capacidade para resolver problemas de assimetria de informação e avaliar a empresa. Para as saídas por aquisição, por esta ser feita através da venda a um investidor estratégico que conhece suficientemente bem o negócio da empresa que deseja comprar, este factor apresenta-se como bastante favorável para este tipo de saída. Destaque também para o potencial de crescimento da empresa, uma vez que este factor pode atrair eventuais compradores.

Em relação às vendas em mercado secundário, os factores apontados como mais favoráveis são, novamente, a diferença entre os custos operacionais de gerir uma empresa pública ou privada (pelas mesmas razões anteriormente mencionadas) seguidos também pela capacidade para resolver problemas de assimetria de informação e avaliar a empresa.

Para o método de saída por *buyback* (venda aos antigos titulares) os factores que mais podem conduzir a este tipo de saída são a vontade do empreendedor em colocar a empresa em bolsa, uma vez que os interesses do empreendedor podem diferir com os interesses da S.C.R., na medida em que esta tenha preferência por outro tipo de saída (como a venda a outra empresa) mas o empreendedor deseje antes colocar a empresa em bolsa; a diferença entre custos operacionais de gerir uma empresa pública ou privada e os incentivos à gestão dados pelas S.C.R. à equipa de gestão/empreendedor após a saída. Também a capacidade de resolver problemas de assimetrias de informação e avaliação da empresa tem peso para esta opção no caso de a aquisição ser feita com capitais próprios uma vez que recorrendo a dívida, é necessário reduzir as assimetrias de informação para com a entidade financiadora de modo a que esta aceite financiar a operação, apresentando neste segundo caso, mais uma barreira à escolha desta opção de saída. Para o factor capacidade de monitorização e disciplina da equipa de gestão existem também dois cenários, um mais favorável no caso de a compra ser com capitais próprios e um menos favorável no caso de recorrer a dívida, uma vez que na segunda vertente a equipa de gestão terá de gerir a dívida contraída.

Revisão de literatura

Segundo a bibliografia específica sobre esta temática, os principais métodos de saída utilizados pelas S.C.R. são: O.P.I. (Oferta Pública Inicial - colocação em bolsa), venda da participação a outras empresas (*trade sale*), venda em mercado secundário, venda aos antigos titulares e *write-off*. (Cumming e Macintosh, 2000; Cumming e Fleming, 2002).

A forma de saída mais analisada na literatura existente é a O.P.I., (Megginson e Weiss, 1991; Gompers e Lerner, 1999). Esta situação deve-se ao facto de existir mais informação disponível para este método de saída, uma vez que toda a informação sobre a empresa tem de se encontrar no prospecto da O.P.I., que pode ser consultado publicamente.

A saída por O.P.I. implica um mercado de capitais adaptado a empresas empreendedoras e, nesse sentido, quanto mais desenvolvido for este mercado mais viável é para uma S.C.R. realizar uma O.P.I. (Black e Gilson, 1999).

Black e Gilson (1998) investigaram a relação entre o desinvestimento pelo método de O.P.I. e os novos investimentos na América entre 1978 e 1996 e concluíram que os dois estão relacionados. Mais concretamente, os autores sugerem uma relação entre o mercado financeiro e o mercado de capital de risco, o que tem fundamento na medida em que o bom desenvolvimento do segundo é motivado pela situação do primeiro em termos de liquidez e facilidade em ser utilizado para realização das saídas dos capitais das participadas. Neste sentido, um mercado accionista bem desenvolvido e activo permite aos investidores e empreendedores venderem as suas ideias e empresas permitindo assim um ambiente de renovação no meio empreendedor (Michelacci e Suarez, 2002).

O *Euro.nm* – uma aliança criada, em 1997, entre os novos mercados accionistas de Amesterdão (*Nieuwe Markt*), Bruxelas (*Euro.nm Brussels*), Frankfurt (*Neuer Markt*), Paris (*Nouveau Marché*) e Milão (*Nuovo Mercato*), orientados para empresas inovadoras, que seguia as mesmas linhas orientadoras do *N.A.S.D.A.Q.*, em termos de regras de admissão e negociação adaptáveis às empresas inovadoras, permitiu a colocação em bolsa de cerca 600 empresas e fez com que o número de empresas de capital de risco europeias quase duplicasse até ao ano 2000, ano em que esta aliança cessou actividades enquanto agrupamento. O número de empresas cotadas, financiadas

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

por capital de risco, duplicou também neste período, sendo esta tendência mais notada na Alemanha, no *Neuer Markt*.

Armin Schwienbacher (2007) analisou as formas de saída das S.C.R. na Europa e nos Estados Unidos e verificou que, em termos médios, a saída por O.P.I. e *trade sale* são as formas mais usadas. O autor analisa também o facto de o método de O.P.I. ter mais importância nos Estados Unidos, concluindo que isso se deve à existência de um mercado de capitais mais desenvolvidos nessa região.

Black e Gilson (1998) analisaram as formas de saída na Alemanha em 1995 e verificaram que no contexto europeu a saída por O.P.I. não tem tanta importância como no mercado americano uma vez que as formas de saída mais usadas na Europa foram a venda a outras empresas ou ao empreendedor.

Schertler (2002) analisou o número de O.P.I. no *Neur Markt* e no *Nouveau Marché* (mercados de capitais focados em empresas inovadoras da Alemanha e da França respectivamente) entre 1997 e 2000 e verificou que em ambos, o número de O.P.I. aumentou ao longo dos anos analisados. O autor verificou que o número de O.P.I. no *Neur Markt* foi mais que o dobro do *Nouveau Marché*, explicando que esta situação se deveu ao maior desenvolvimento do mercado de capitais alemão e também ao facto de que a maior parte das empresas colocadas em bolsa foram, na Alemanha, dos sectores das comunicações e das tecnologias de informação, que segundo o autor, foram aqueles que apresentaram maior propensão a serem alvo de uma saída via O.P.I. neste período.

Isaksson (2000) analisou os métodos de saída na Suécia entre 1993 e 1998 e verificou que os métodos de saída mais lucrativos e predominantes foram a saída por O.P.I. e *trade sale*, tendo cada um deles mais de 20% do total das saídas. O autor defende que o método de saída depende maioritariamente do modo como cada empresa evolui no mercado e reconhece o esforço das S.C.R. na maximização do valor da empresa. Este destaca também a importância que o desenvolvimento do mercado financeiro na Suécia teve na grande importância da saída por O.P.I. neste país.

Cumming e Macintosh (2001) analisaram o mercado dos Estados Unidos por formas de saída e verificaram que o valor médio das saídas por O.P.I. era de longe o mais o mais lucrativo para as S.C.R. Os autores explicam esta situação afirmando que o desenvolvimento de um mercado de capitais apropriado para as empresas

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

empreendedoras, como o *N.A.S.D.A.Q.* facilitou e dinamizou em muito este meio de saída.

Da análise a 26 fundos de capital de risco entre 1970 e 1986 nos Estados Unidos, verificou-se que as saídas por O.P.I. foram as mais lucrativas durante este período, seguidas pelas *trade sales* (Pinto, 1996). A autora verifica que embora a saída por O.P.I. seja a mais lucrativa esta é também a saída que exige mais anos de permanência das S.C.R. no capital da empresa participada e também que a empresa participada apresente bons indicadores financeiros. Em relação à saída através de *trade sale*, a autora argumenta que este tipo de saída acontece especialmente em empresas de menor dimensão que por causa da sua reduzida dimensão, não são atractivas para os grandes investidores institucionais.

Brouwer e Hendrix (1998) analisaram os desinvestimentos nos Estados Unidos entre 1970 e 1982 e apuraram também que as O.P.I. são as formas de saída mais lucrativas neste país. Verificaram também que sendo a saída por O.P.I. o método mais rentável de saída para as S.C.R., é normal que estas influenciem a operação conduzindo-a a um cenário de saída por O.P.I. de modo a maximizar o seu lucro (Barry et al, 1990; Lerner, 1994).

Bygrave e Timmons (1992) apresentam a saída por O.P.I. como o método de saída mais rentável para uma S.C.R., referindo que esta forma permite gerar geralmente até cinco vezes mais rentabilidade do que aquele que se apresenta como o segundo método de desinvestimento mais lucrativo: a venda a outra empresa.

Armin Schwienbacher (2008), indicou que as S.C.R. Europeias são investidores menos activos que as suas congéneres Norte-Americanas em termos de abordagem “*hands-on*” e capacidade de assumir risco, sendo que uma posição deste tipo leva a menos saídas por O.P.I. e mais por *trade sales*

Félix, Pires e Gulamhussen (2008), afirmam que na Europa, as *trade sales* são a estratégia de saída mais importante.

Cumming (2008), referiu que em termos europeus, quando as S.C.R. detêm mais poder na participação, o seu método de saída preferencial é através de *trade sale*, em contraposição com as S.C.R. Norte-Americanas que preferem a saída por O.P.I.

Armin Schwienbacher (2005) concluiu que as saídas por *write-off* têm mais destaque nos estados Unidos do que na Europa, argumentando que isto se deve a uma maior cultura de risco nos Estados Unidos. As S.C.R. europeias apostam menos em

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

fases *early stage* e por isso existe uma menor probabilidade de que o negócio falhe e de ter que sair através de *write-off*.

Marti e Balboa (2000) investigaram a importância das formas de desinvestimento na Europa e verificaram que a saída pela forma de *write-off* tem vindo a diminuir nos últimos tempos. Os autores argumentam que este facto se deve à experiência acumulada dos gestores das S.C.R. e à mudança de estratégia no investimento das S.C.R., tendo estas deixado de apostar tanto em empresas em fases de *early stage* para se concentrarem em empresas em fases mais avançadas.

Amostra

Recolha de dados

A recolha de dados para a análise às formas de desinvestimento foi feita com base em amostras de dados para o período de 2001 a 2007. Esta recolha foi escolhida pelo elevado grau de disponibilidade dos dados e pelo facto de ser uma amostra relativamente recente que permite uma análise bastante actual às últimas evoluções do capital de risco nos contextos nacional e europeu.

Recorreu-se às principais associações de capital de risco de Portugal e da Europa, ou seja a APCRI (Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento) e a EVCA (*European Private Equity and Venture Capital Association*), respectivamente.

A APCRI é a estrutura representativa de capital de risco em Portugal sendo a sua principal missão satisfazer os interesses comuns das entidades que fazem parte do sector do capital de risco a nível nacional. Nesse sentido esta associação elabora estudos periódicos para analisar e fazer um ponto de situação da evolução do capital de risco em Portugal. Os dados referentes à evolução do desinvestimento por formas de saída foram obtidos recorrendo à sua página na internet.

A recolha de dados para o estudo a nível europeu foi feita recorrendo ao site da EVCA. Esta associação, criada em 1983, estuda desde essa altura a evolução do capital de risco na Europa. Contando actualmente com cerca de 1300 membros espalhados por toda a Europa, esta associação publica relatórios anuais com as estatísticas e a análise à evolução do capital de risco na Europa.

Considerações importantes

Pelo facto de os dados fornecidos pela EVCA conterem já valores relativos a Portugal, as conclusões desta tese podem ficar de certa forma enviesadas, no entanto, considera-se que a importância deste facto é mínima uma vez que os valores do desinvestimento nacional, quando comparados com o total Europeu são muito reduzidos e a influência dos dados nacionais nos valores apresentados pela EVCA é pouco importante.

Os países mais relevantes no contexto europeu no que toca ao sector do capital de risco são principalmente o Reino Unido, a França e a Alemanha, assim como a

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

Holanda, Espanha e Suécia (embora numa escala um pouco inferior). Assim, deve-se ter em conta que quando se compara a Europa com Portugal, está-se essencialmente a comparar o nosso país com os países anteriormente referidos.

Neste trabalho é realizada também uma análise das rendibilidades do capital de risco, duração das participações e principais sectores de desinvestimento, tendo sido no entanto encontradas algumas limitações no acesso a informação sobre estes factores, pelo que esta temática é abordada de forma superficial.

Nos anexos podem ser encontrados os valores de desinvestimento para cada uma das realidades estudadas e por formas de desinvestimento.

Análise de dados

Formas de saída

- **Valores globais**

A evolução dos montantes totais libertos em Portugal no período analisado (Figura 2) apresentou uma tendência decrescente entre 2001 e 2003, atingindo em 2003 o mínimo do período analisado, com cerca de 70 milhões de euros libertos neste ano. Após a recuperação no ano de 2004, seguiu-se um momento assinalável com o atingir do pico dos montantes libertos para todo o período quando, no ano 2005, os valores desinvestidos atingiram o total de 175 milhões de euros. No ano seguinte esta ordem de valores não foi acompanhada tendo, em 2006, o valor total liberto caído para os 71 milhões de euros, menos de metade do verificado no ano anterior. Em 2007, os valores desinvestidos voltaram a crescer comparativamente com o período anterior, situando-se, neste último ano nos cerca de 90 milhões de euros.

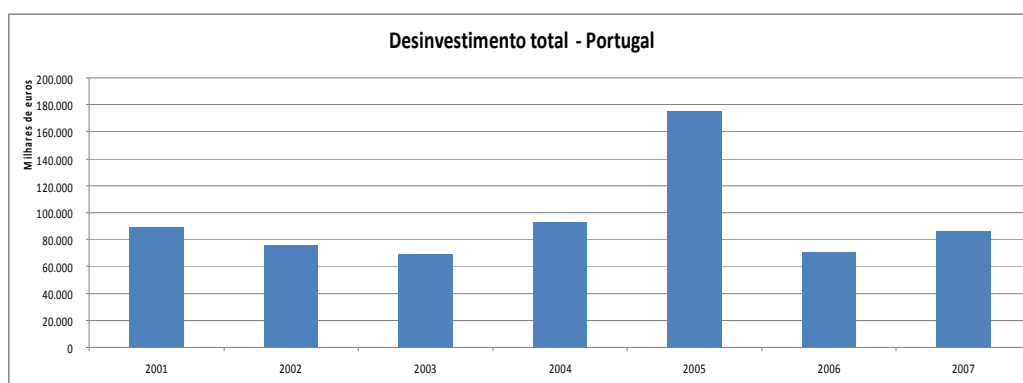


Figura 2 – Evolução do Desinvestimento em Portugal entre 2001 e 2007, fonte: APCRI.

Ao observar-se a evolução dos montantes desinvestidos a nível Europeu (Figura 3), verifica-se que em termos globais, a sua tendência é fortemente crescente. No período analisando o valor do desinvestimento mais que duplicou, passando de 12 biliões de euros em 2001 para 27 em 2007. Durante a sua evolução destaca-se a fase de crescimento extraordinário que se verificou entre 2002 e 2006, o valor recuperado passou dos cerca de 11 biliões de euros para aproximadamente 30 biliões de euros, crescendo a uma taxa média de 30% ano durante este período.

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

No último ano analisado verifica-se uma contracção em cerca de 18% em relação ao ano anterior, quebrando assim o grande ritmo de crescimento verificado até então.

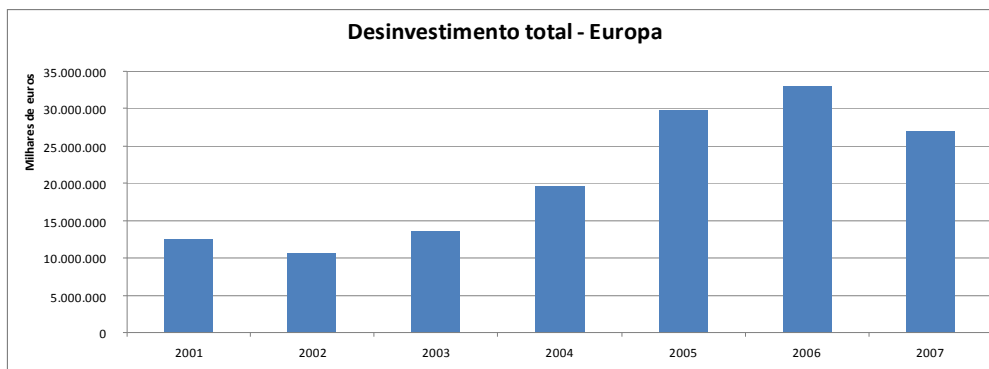


Figura 3 – Evolução do Desinvestimento na Europa entre 2001 e 2007, fonte: EVCA.

Analisando agora a evolução por formas de saída verifica-se que para o contexto nacional (Figura 4), a forma de saída com maior peso em termos globais foi a saída através do método de venda da participação a outras empresas (*trade sale*), através da qual foram libertos cerca de 36% do total de montantes recuperados pelas sociedades de capital de risco entre 2001 e 2007 seguindo-se na ordem de importância, a recuperação através do pagamento dos empréstimos, com 23% do total levantado e o método de venda aos antigos titulares com cerca de 18% do total recuperado.

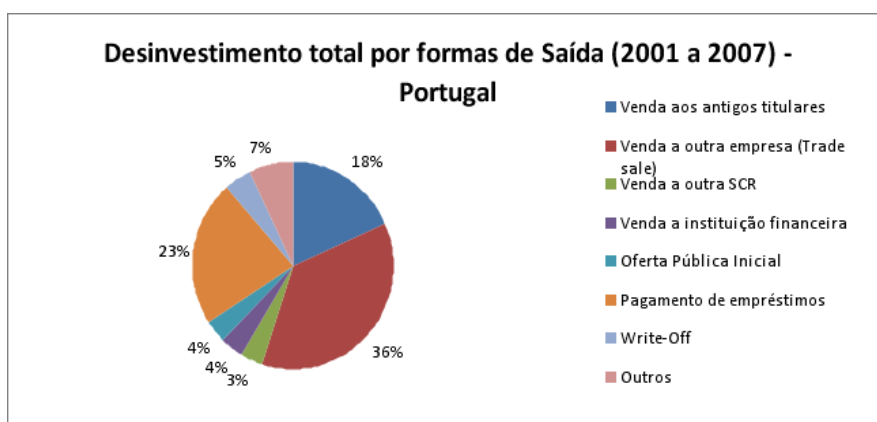


Figura 4 – Importância Agregada do Desinvestimento por Formas de Saída em Portugal entre 2001 e 2007, fonte APCRI.

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

A nível europeu (Figura 5) verifica-se a predominância de três formas de saída: a venda da participação a outras empresas (*trade sale*) seguida do pagamento de empréstimos e da venda a outra S.C.R. com um peso em termos de montantes recuperados nos sete anos analisados de 25% para a primeira forma indicada, 18% para o pagamento de empréstimos e 17% para a venda a outra S.C.R. As percentagens indicadas correspondem a ordens de montantes na casa dos 37 biliões de euros, 26 biliões de euro e 25 biliões de euros, respectivamente.

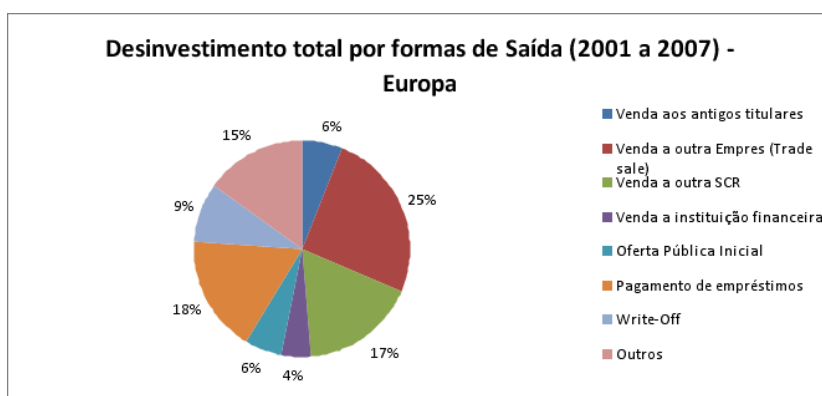


Figura 5 – Importância Agregada do Desinvestimento por Formas de Saída na Europa entre 2001 e 2007, fonte EVCA.

Analisando mais detalhadamente cada uma das formas de desinvestimento verificam-se os seguintes panoramas:

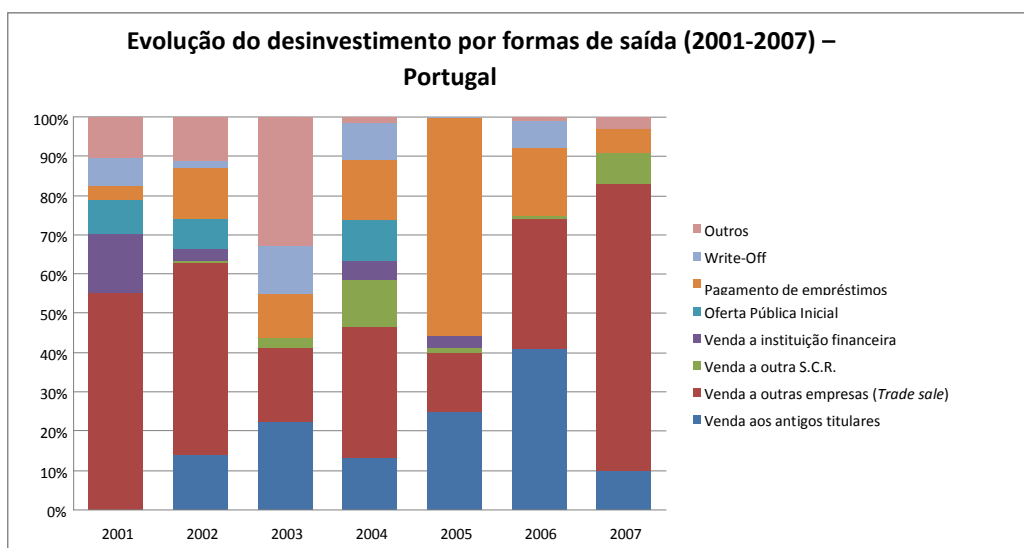


Figura 6 – Evolução do Desinvestimento por Formas de Saída entre 2001 e 2007 – Portugal, fonte: APCRI.

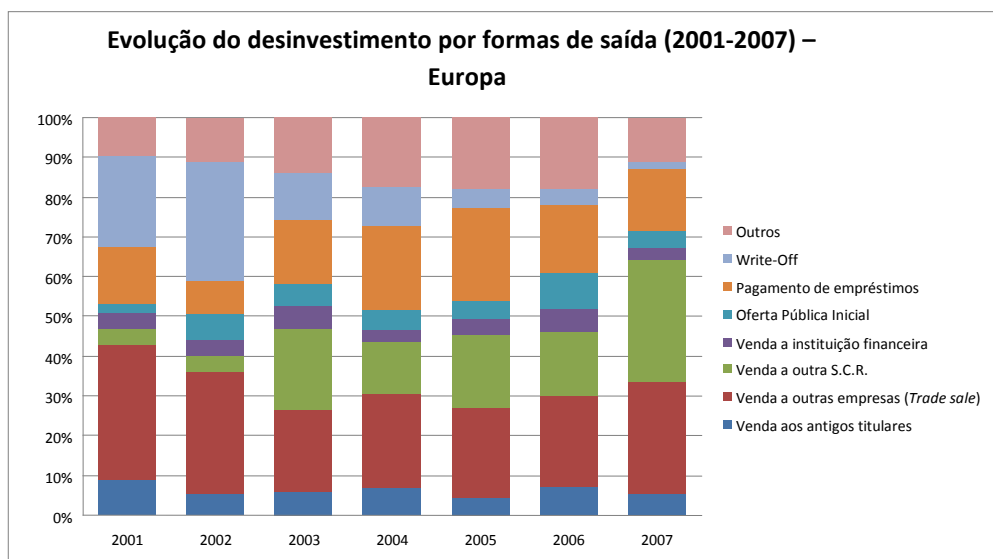


Figura 7 – Evolução do Desinvestimento por Formas de Saída entre 2001 e 2007 na Europa, fonte: EVCA.

- **Venda aos antigos titulares (*Buyback*)**

Este método de saída do capital das empresas participadas tem apresentado em Portugal um peso bastante representativo nos totais libertos pelas sociedades de capital de risco, ocupando a terceira posição em termos de importância para a realidade nacional durante os últimos anos.

Com um valor máximo de cerca de 44 milhões de euros atingido em 2005, o ano do pico em termos de desinvestimento a nível nacional, atingindo um peso de 25% nos montantes totais desinvestidos no mesmo, esta forma de saída apresenta no entanto uma tendência de diminuição de importância nos últimos tempos, principalmente a partir do ano de 2006 em que dos 44 milhões de euros atingidos no ano anterior (2005) caiu para os cerca de 30 milhões de euros neste ano e para os 9 milhões em 2007, menos 70% que em 2006. O valor levantado em 2006 fez com que esta forma de saída alcançasse a maior fatia do desinvestimento realizado em 2006 com cerca de 41% dos montantes totais desinvestidos em Portugal e no ano de 2007 representou 10% dos desinvestimentos, sendo que à exceção do ano 2001, em que o desinvestimento foi nulo para este método, este foi o mínimo atingido em termos de peso no desinvestimento.

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

Em relação ao cenário europeu, este método de saída e não é muito representativo. Apresentando valores entre os 9% e os 4% ao longo do período analisado. Para além deste facto importa realçar que a venda aos antigos titulares não apresenta no contexto europeu, nenhuma tendência assinalável, ganhado e perdendo importância ao longo dos anos estudados.

- **Venda a outras empresas (*Trade sale*)**

Esta foi a forma de saída mais utilizada por parte das sociedades de capital de risco em Portugal e na Europa.

Com cerca de 250 milhões de euros recuperados em Portugal entre 2001 e 2007, este método de saída apresenta-se como a forma de desinvestimento dominante na maior parte dos anos analisados: 2001, 2002, 2004 e 2007 anos em que atingiu um peso nos montantes totais desinvestidos de 56%, 49%, 33% e 73%, respectivamente. Em termos evolutivos, verifica-se que apenas em dois períodos existe uma contracção de importância mais significativa, acontecendo isto no ano de 2003, em que se passou de uma situação de 49% dos montantes globais desinvestidos atingida no ano anterior, para os 19%, e em 2005, em que recuou dos 33% para os 15%, que seria o mínimo atingido em termos de peso nos valores desinvestidos. No último ano analisado verifica-se o regresso ao primeiro lugar em termos de importância nos valores desinvestidos alcançando um peso de 73% do valor total, correspondendo esta percentagem a um valor levantado de cerca de 63 milhões de euros.

O cenário europeu é semelhante ao nacional, uma vez que esta forma de saída tem sido a que mais capital tem libertado para os investidores de capital de risco. Em termos quantitativos, esta forma de desinvestimento arrecadou cerca de 37 biliões de euros nos sete anos analisados. à excepção do ano de 2007, em que a forma de saída com mais peso no total dos montantes desinvestidos para a Europa foi a venda a outra S.C.R., esta modalidade de desinvestimento foi sempre aquela que mais importância teve em termos de saída. Em termos de tendência de evolução este tem sido constante. Apesar de ter perdido alguma importância entre 2003 e 2006, período em variou entre os 20% e os 24%, voltou a subir no último ano para um grau de importância de cerca de

28% em termos de montantes desinvestidos, o que correspondeu a qualquer coisa como 8 biliões de euros.

- **Venda a outra empresa de Capital de Risco**

Esta forma de saída apresenta-se como a menos utilizada em Portugal. Com importância praticamente nula para quase todos os períodos analisados, exceptuando 2004 e 2007 em que apresentou valores de 12% e 8% respectivamente, esta forma de saída não é muito significativa para as S.C.R. nacionais.

Com uma tendência claramente crescente, esta forma de saída ganhou um peso crescente a nível europeu. Apesar de apresentar uma importância bastante reduzida nos dois primeiros anos analisados, em que o seu peso não passou dos 4%, verificou-se um grande aumento de valor na sua percentagem em relação aos montantes totais desinvestidos anualmente a partir do ano 2002, sendo que entre 2002 e 2006 a sua importância andou entre os 13% e os 20% neste período, o que correspondeu a montantes entre os 3 e os 5 biliões de euros. No último período analisado esta foi mesmo a forma de saída que mais capital devolveu aos investidores, representando neste ano cerca de 30% dos montantes totais levantados em 2007, correspondentes a 8 biliões de euros aproximadamente.

- **Venda a instituição Financeira**

O desinvestimento através da venda da participação a uma instituição financeira tem em Portugal, à excepção do ano de 2001, apresentado uma importância bastante reduzida em termos de relevância como método de saída. Apesar de em 2001 ter atingido um grau de importância de 15%, no total dos montantes desinvestidos nesse ano com um total de 13 milhões de euros levantados, a partir deste ano o seu peso nunca foi além dos 3% atingidos em 2002 e 2005 e dos 5% atingidos em 2004, sendo a sua importância nula nos restantes anos.

Na Europa, esta forma de saída também não apresenta um peso muito relevante comparativamente às formas de saída alternativas. A sua tendência é também bastante

estável, embora pouco representativa, sendo que a nível de grau de importância nos montantes desinvestidos a sua ordem de valores se encontra entre os 3% e os 6% ao longo de todo o período analisado.

- **O.P.I. (Oferta Pública Inicial)**

Em Portugal a saída através da colocação em bolsa, fica muito aquém da importância atingida pelas principais formas de saída a nível nacional. Existiram apenas três anos em que esta forma de saída foi utilizada com algum peso, nomeadamente em 2001, 2002 e 2004, anos em que as importâncias desinvestidas através deste método corresponderam a um peso de 9%, 8% e 10% dos totais recuperados nesses anos, respectivamente (8 milhões de euros em 2001, 6 milhões de euros em 2002 e 10 milhões de euros em 2004). Nos restantes anos a sua importância foi praticamente nula.

Em relação a este método de saída no contexto europeu, verifica-se também que este não é de todo o método mais utilizado para realizar o desinvestimento por parte das S.C.R. Apesar de se denotar um pouco uma tendência crescente até ao ano de 2006, ano em que esta forma de saída representou 9% dos montantes totais desinvestidos, o que correspondeu a cerca de 3 biliões de euros, esta foi quebrada no ano anterior com uma queda para um peso de 4% na percentagem total do desinvestimento em 2007.

- **Pagamento de Empréstimos**

O método de desinvestimento através do pagamento do empréstimo aos investidores de risco por parte das empresas apresenta-se em Portugal como a segunda forma de saída mais importante, com cerca de 150 milhões de euros recuperados nos sete anos analisados.

Em termos de evolução, verificou-se uma tendência crescente até ao ano de 2005, sendo inclusivamente neste ano, esta a forma de saída com maior importância nos totais levantados pelos investidores, com um peso de 56%, correspondendo a quase 100 milhões de euros em termos quantitativos. O ano de 2005 representou o máximo atingido por este método de saída durante todo o período analisado sendo que a partir

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

deste ano, os montantes levantados através desta forma de saída têm vindo a cair abruptamente tendo representado 17% e 6% dos montantes totais desinvestidos nos anos de 2006 e 2007.

A recuperação do investimento através do pagamento do empréstimo é também bastante importante a nível europeu. Contando apenas com uma pequena quebra em 2002, ano em que, com uma importância de 8%, o seu peso no total dos montantes desinvestidos ficou abaixo dos 10%, a sua importância é muito regular correspondendo a um peso médio de cerca de 17% para todo o período analisado. Em termos evolutivos, verificou-se uma tendência de crescimento até ao ano de 2005, em que alcançou o seu máximo histórico neste intervalo temporal, atingindo os 23%, correspondentes a 7 biliões de euros, para depois decrescer um pouco nos dois anos seguintes, com montantes desinvestidos na casa dos 6 biliões de euros e 4 biliões de euros para os anos de 2006 e 2007, o correspondente a um peso de 17% e 16% nos totais desinvestidos para estes anos, respectivamente.

- ***Write-off***

Esta forma de saída, virada para uma situação de falha no negócio, apresenta-se como muito pouco relevante em termos de pesos nos montantes desinvestidos em Portugal. Com um valor máximo atingido em 2003, ano em que os valores levantados através deste método atingiram os 12% dos totais anuais, os únicos anos em que esta forma de desinvestimento se fez sentir, para além de 2003 foram os anos de 2001, 2004 e 2006 com um peso de 7%, 9% e novamente 7%.

A nível europeu, as operações de *write-off*, apresentaram uma evolução claramente decrescente, passando de valores na ordem dos 23% e 30% do total dos montantes recuperados, verificados nos dois primeiros períodos analisados (2001 e 2002), para valores inferiores a 5% nos últimos anos do período considerado, com 4% em 2006 e 2% em 2007. Em termos quantitativos, estas percentagens traduzem uma descida de valores de cerca de 3 biliões de euros, no ano de 2001 e 2002 para montantes na ordem dos 1,2 biliões de euros em 2006 e 0,5 biliões de euros em 2007.

Rendibilidade, duração das participações e principais sectores de desinvestimento.

- **Rendibilidade**

Em termos de rendibilidades geradas pelo capital de risco, segundo o Dr. Afonso Oliveira Barros, administrador da Inter-Risco, S.C.R., SA e presidente da APCRI, as rendibilidades do capital de risco têm, em Portugal, seguido a tendência europeia, situando-se nos 12% – 15% em média.

A principal diferença encontrada entre a situação portuguesa e europeia prende-se com a amplitude das rendibilidades uma vez que em Portugal a situação é a de haverem operadores com excelentes resultados e outros com resultados muito abaixo da média, enquanto na Europa, existe uma maior consistência em termos de rendibilidades por parte das empresas de capital de risco em geral.

Uma possível explicação para este fenómeno reside no facto de que, em Portugal, se aposta mais em empresas em início de vida do que na Europa, o que pode levar a que empresas de capital de risco com menos experiência e menor dimensão, com vontade de realizar o máximo de negócios possíveis para ganhar reputação no mercado, aceitem, eventualmente, investir em negócios que não assegurem à partida maiores probabilidades de sucesso e que acabem por resultar em fracasso, enquanto que empresas mais experientes e com mais recursos, investem apenas em negócios com maior potencial de sucesso e também em negócios envolvendo maior quantias, em termos de investimento, com possibilidade de resultar em grandes ganhos. Para além disso as S.C.R. nacionais têm também mais dificuldades em investir em empresas em fases mais avançadas pois este tipo de investimento exige despender montantes mais elevados e, ao investirem em empresas nas fases mais iniciais, estão sujeitas a um maior risco de que o negócio corra mal. Na Europa, verifica-se que as S.C.R., com maior dimensão e recursos do que as nacionais, investem em empresas mais maduras e com menos probabilidade de insucesso associada, uma vez que essas já ultrapassaram as fases iniciais da sua evolução e demonstraram que têm viabilidade, sendo que por isso os negócios realizados não resultam tantas vezes em cenários de falha e as rendibilidades sejam mais consistentes.

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

A nível europeu, existiram empresas de capital de risco que conseguiram, em 2006 e 2007, obter altos níveis de rentabilidade, atingindo ganhos correspondentes a cerca de cinco vezes o montante investido. Os principais sectores responsáveis por estes elevados níveis de rentabilidade (Figura 8) foram os sectores das comunicações, saúde e empresas de novas tecnologias tendo representado, respectivamente, 40%, 32% e 23% do total dos sectores que geraram estas ordens de rentabilidades.

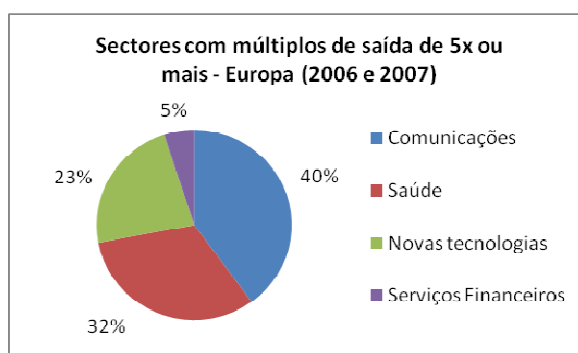


Figura 8 – Distribuição das Empresas com Múltiplos de Saída Iguais ou Superiores a 5x por Sectores na Europa – 2006 e 2007, fonte: EVCA

Para além disto, verifica-se ainda que nos negócios que geraram múltiplos superiores a 5X na Europa, em mais de metade (57%) o método de saída utilizado foi a venda a outras empresas (*trade sale*) e em 29% a colocação em bolsa (Figura 9).

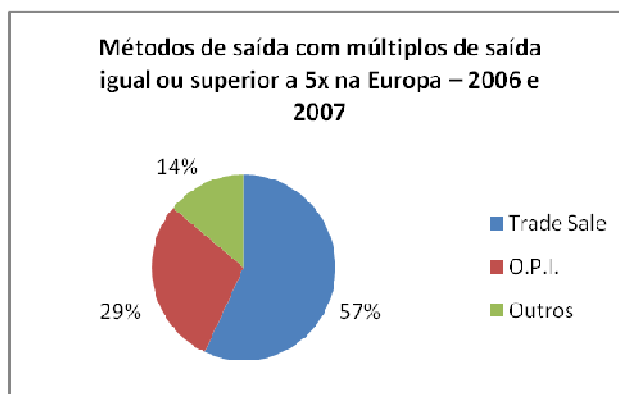


Figura 9 – Estratégia de Desinvestimento por Empresa com um Múltiplo de Saída Igual ou Superior a 5x na Europa – 2006 e 2007, fonte: EVCA

- **Duração**

Para o conjunto de empresas apresentadas anteriormente, o período médio de posse da participação na empresa participada dividiu-se da seguinte forma (Figura 10):

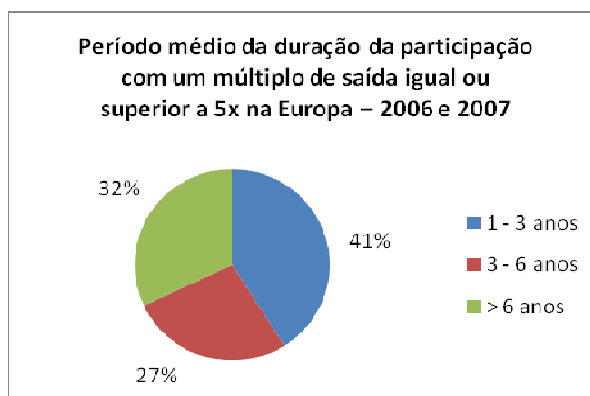


Figura 10 – Período Médio da Duração da Participação em Empresas com um Múltiplo de Saída Igual ou Superior a 5x na Europa – 2006 e 2007, fonte: EVCA

Como se pode verificar, na Europa, 41% das participações que geraram rendibilidades acima das cinco vezes o capital investido foram bastante reduzidas em termos de duração média, tendo esta sido igual ou inferior a três anos.

Para Portugal, o período médio de detenção das participações em carteira nas S.C.R. era, no final de 2007, de 4,57 anos. Como podemos observar pela Figura 11, a duração das participações no capital das empresas participadas é assim reduzido, sendo na sua grande maioria de duração inferior a 2 anos (35%) e entre 2 a 4 anos (25%).

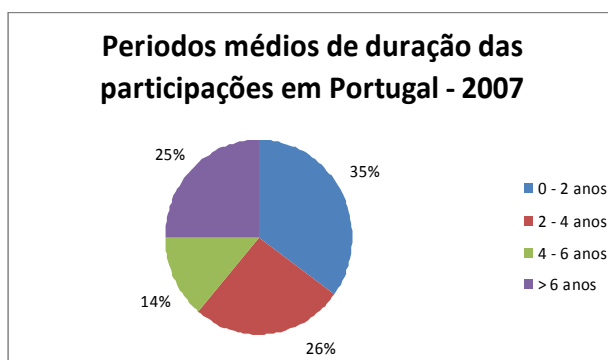


Figura 11 – Duração das Participações nas Empresas, por parte das S.C.R. (Sociedades de Capital de Risco) em Portugal – 2007, fonte: CMVM

- **Sectores de desinvestimento**

Para o contexto português, segundo a APCRI, no ano de 2007, os sectores em destaque em termos de desinvestimento foram os sectores dos produtos industriais, os bens de consumo, ciências de vida e informática e computadores.

Em termos europeus, verificou-se (Figura 12) que nos anos de 2006 e 2007, para a Europa, os sectores em que maiores quantias foram desinvestidas foram, por ordem de importância: Produtos e serviços industriais (42%), Produtos e serviços de consumo e retalho (21%), Tecnologias da informação e comunicação (20%), Saúde (7%), Agricultura, químicos e materiais (5%), Energia e ambiente (4%) e Serviços Financeiros (1%).

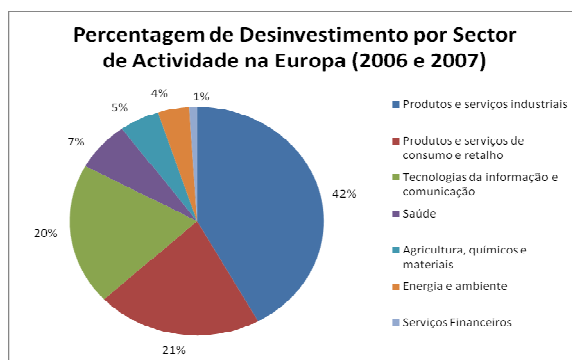


Figura 12 – Percentagem de Desinvestimento por Sector de Actividade na Europa – 2006 e 2007, fonte: EVCA

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

Pode-se verificar que os principais sectores de desinvestimento vão ao encontro dos sectores mais procurados pelas S.C.R. nacionais e europeias para realizarem os seus investimentos:

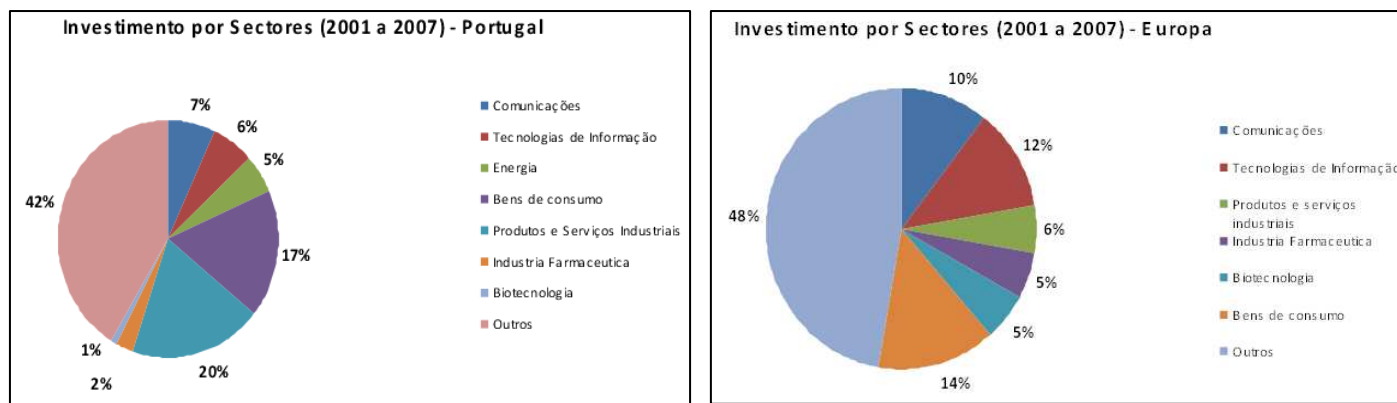


Figura 13 e 14 – Principais Sectores de Investimento por Parte das S.C.R. – Portugal e Europa, fonte APCRI e EVCA

Conclusões

Após a análise comparativa realizada à evolução dos montantes desinvestidos através das formas de saída consideradas, verifica-se que as estratégias mais utilizadas são bastante semelhantes para o contexto português e europeu.

A saída através de venda a outras empresas (*trade sale*) apresenta-se como o método de desinvestimento com maior peso em termos de montantes recuperados pelo sector do capital de risco para ambas as realidades, com um peso, relativamente às outras formas de desinvestimento, de 36% para o contexto português e 25% para o europeu, sendo que a tendência apresentada para as duas zonas é de que esta se continue a manter como a forma ou uma das formas mais representativas de desinvestimento.

De seguida, na ordem de importância, surge a saída através do pagamento de empréstimos, que se apresenta como uma forma de desinvestimento também muito relevante para ambos os cenários estudados.

Por fim, tem-se que outra das formas mais importantes em termos de desinvestimento, a nível nacional, é a saída através da venda da participação aos antigos titulares. Esta forma de desinvestimento já não é tão importante para a realidade europeia, sendo que, nesse caso, a forma de desinvestimento que se apresenta como mais importante, em conjunto com o método de venda a outras empresas e pagamento de empréstimos, é a venda a outra S.C.R.

Sintetizando no quadro seguinte:

Principais Formas de Desinvestimento por ordem de importância nos montantes desinvestidos			
Portugal		Europa	
Venda a outras empresas (<i>Trade sale</i>)	36%	Venda a outras empresas (<i>Trade sale</i>)	25%
Pagamento de empréstimos	23%	Pagamento de empréstimos	18%
Venda aos antigos titulares	18%	Venda a outra S.C.R.	17%

Figura 15 – Principais Formas de Desinvestimento por Ordem de Importância nos Montantes Desinvestidos – Portugal e Europa (2001-2007)

As principais razões para as empresas de capital risco preferirem a forma de desinvestimento por venda a outras empresas (*trade sale*) passam pela simplicidade e

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

rapidez da operação, pelo menor período de recuperação do investimento e pela vantagem de garantir 100% de liquidez sem grandes dificuldades, ou seja, sem estarem dependentes das condições dos mercados accionistas.

Colocando agora foco nas O.P.I. (Ofertas Públicas Iniciais), em que se verificam importâncias em termos de valores desinvestidos muito baixos em ambas as realidades, em contraste com o que se passa na realidade Norte Americana, conclui-se que esta situação se deve ao facto de que a saída por O.P.I. implica um mercado de capitais adaptado a empresas empreendedoras, e quanto mais desenvolvido e focado para este tipo de empresas for este mercado, mais fácil é para uma S.C.R. realizar uma O.P.I., sendo que esta não é a realidade europeia.

É compreensível que a nível nacional esta não seja a forma de saída predominante, uma vez que a colocação em bolsa seja orientada para os mercados de capitais mais desenvolvidos ou com uma maior projecção das PME, empresas em que este tipo de operações mais faz sentido. A pouca expressão do mercado bolsista português e a inexistência de mercados de bolsa especializados em PME ou em sectores específicos de actividade faz, assim, com que esta forma de desinvestimento tenha tão pouca expressão em Portugal.

A nível europeu também se verifica a inexistência de um mercado accionista de referência para a colocação em bolsa de empresas com alto potencial, sendo que as empresas dos maiores países europeus, pelo facto de não possuírem mercados bolsistas a nível interno suficientemente desenvolvidos ou virados para empresas inovadoras, optam por realizar a saída por outro método de desinvestimento.

Os mercados accionistas europeus tiveram ainda pouco tempo para se desenvolverem para mercados bolsistas mais maduros e atingirem o nível de, por exemplo, o *N.A.S.D.A.Q.*, fundado em 1971, e contando nas suas fileiras com grandes empresas cotadas como *Microsoft*, *Oracle*, entre outras, enquanto bolsas semelhantes a nível europeu só apareceram durante a segunda metade dos anos 90 do século passado. Nesse sentido, para que o sector do capital de risco europeu se torne numa indústria mais sólida, é muito importante que os mercados bolsistas europeus cresçam e ganhem experiência conquistando a confiança dos investidores e empreendedores.

O exemplo do *Euro.nm* provou que um mercado accionista orientado para empresas inovadoras tem um efeito bastante positivo para a indústria do capital de risco na medida em que proporcionou o aumento da colocação em bolsa de empresas

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

apoiadas por capital de risco assim como a quase duplicação do número de empresas cotadas e de empresas de capital de risco durante o período em que esteve activo.

Por outro lado, as próprias características do mercado de capital de risco europeu – “*Merchand Capital*” – têm influência na pouca importância das O.P.I.’s, uma vez que a nível europeu o capital de risco aposta com maior intensidade em operações em fases mais avançadas como por exemplo em *Management Buy Outs*, sendo que, nesse sentido, o objectivo das empresas de capital de risco passa por realizar os ganhos em menos tempo e através de investimentos que não impliquem a entrada numa fase inicial da vida de uma empresa implicando a necessidade de longos períodos de acompanhamento até que a empresa cresça e uma realização de saída por O.P.I. possa ser compensadora.

Assim sendo, verifica-se que um empresário que deseje criar uma empresa e levá-la até a uma fase de colocação em bolsa, terá alguma dificuldade em consegui-lo recorrendo a uma empresa de capital de risco europeia, uma vez que é bem evidente que estas preferem outros tipos de saída como as *trade sales*, e será por isso natural que procurem conduzir os negócios até estes tipos de saída.

Noutro campo, destaca-se a pouca importância do método de saída por venda a outra S.C.R. em Portugal, sendo mesmo a forma de saída menos utilizada no nosso país, enquanto para a Europa este método se apresenta como um dos mais importantes. Este facto encontra explicação na maior dimensão do mercado a nível europeu, uma vez que comparativamente a este, o mercado nacional é muito mais reduzido em termos de número de operadores e por isso esta opção não tem tanta importância.

Outro facto verificado em termos de métodos de desinvestimento que também merece ser alvo de realce é a saída por *write-off*. Considera-se que este método merece ser destacado na medida em que a sua tendência evolutiva aponta para uma diminuição na importância relativa do desinvestimento através desta forma, o que é um cenário positivo para o sector uma vez que isto significa que menos investidores estão a sair do capital das empresas em cenários pouco favoráveis. Esta diminuição deve-se a factores como a experiência acumulada dos gestores das S.C.R. e a mudança de estratégia no investimento das S.C.R., uma vez que estas deixaram de apostar tanto em empresas numa fase de *early stage* para se concentrarem em empresas em fases mais avançadas.

Analisando o período médio da duração de um investimento na Europa (Figura 10), verifica-se que 41% das participações que geraram rendibilidades superior a cinco

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

vezes o capital investido foram reduzidas em termos de duração, tendo esta sido igual ou inferior a três anos. Os dados recolhidos demonstram que esta tendência para uma curta duração dos períodos de participação no capital das participadas é seguida em termos nacionais (Figura 10 e 11). Este facto revela que não é estritamente necessário que o investimento tenha uma duração muito elevada, como aquela que é associada a este tipo de investimentos (3 a 7 anos em média) para que os negócios sejam um sucesso. Estes indicadores realçam a ideia de que na Europa os investidores preferem vender as suas participações do que mantê-las até uma fase mais avançada sendo essas decisões justificadas por um lado, pela maior dificuldade em encontrar fundos para investir na Europa, sendo que a realização da saída é uma forma para angariar fundos para investir noutros negócios, e por outro, pelo facto de algumas empresas de risco utilizarem as saídas mais céleres para dar provas das suas capacidades e qualidade através de número de saídas que fazem (fenómeno de *grandstanding*). Outro factor que justifica a curta duração dos investimentos está relacionado com a pouca importância que os investimentos em *early stages* nas empresas participadas apresentam para as S.C.R. europeias, preferindo estas apostar em empresas em fases mais avançadas, em que não é necessário tanto tempo investido no acompanhamento e desenvolvimento da participada até à realização da saída.

Importa ainda salientar que a forma de saída das participações, na medida em que mais de metade dos desinvestimentos que geraram múltiplos superiores a cinco vezes o capital investido, foram feitos por *trade sale*. Assim, na falta de um mercado de capitais especializado em empresas empreendedoras, a saída por *trade sale* afigura-se como uma solução bastante viável e capaz de gerar excelentes rendibilidades para as S.C.R.

Verifica-se ainda que os sectores com mais peso no desinvestimento português e europeu (Figura 12) seguem genericamente aqueles em que a indústria do capital de risco investe mais, nomeadamente o sector dos bens de consumo, o sector das comunicações e das tecnologias de informação ou o sector dos produtos e serviços industriais (Figura 13 e 14).

Sugestões de desenvolvimento futuro e recomendações

As sugestões de pesquisa futura que podem ser feitas prendem-se com a análise à forma de como a actual crise financeira afecta o comportamento do desinvestimento nacional e europeu.

O primeiro aspecto a ter em consideração deverá ser o modo como as saídas através de O.P.I. vão ser afectadas, uma vez que esta crise incide principalmente sobre os mercados financeiros globais, sendo por isso expectável que esta forma de saída seja bastante lesada. Por outro lado é também importante saber se o desinvestimento por *trade sale*, que se apresenta como a forma de saída dominante actualmente, virá, por contraposição com a saída por oferta pública, a ganhar um destaque ainda maior ao que detém no presente.

Tendo ainda em conta a situação de crise instalada, dever-se-á ter em conta que as próprias empresas deverão ser mais contidas no que diz respeito às aquisições por *trade sale*, pelo que será expectável que este mercado acalme também e que outras formas de saída como a venda da participação à gestão, o pagamento de empréstimos, as vendas em mercado secundário, ou até os *write-off's*, venham a ganhar importância no panorama do desinvestimento.

Tendo em conta a falta de liquidez verificada nos mercados será também interessante verificar se as S.C.R. irão manter as suas posições nas empresas participadas durante mais tempo, até que a conjuntura económica recupere e se torne mais vantajosa para a realização de desinvestimentos mais rentáveis. No mesmo sentido, será também pertinente analisar se as empresas de capital de risco intensificam as suas apostas em empresas em fases mais iniciais (*early stages*) na esperança de que quando chegue a altura de fazer a saída, esta crise já tenha sido ultrapassada e a situação financeira seja mais favorável à realização do desinvestimento com sucesso.

Outra sugestão interessante passa pela comparação da evolução das principais formas de desinvestimento entre Portugal e outros países com características mais aproximadas às do nosso país, como por exemplo, a Grécia.

A principal recomendação a fazer às entidades reguladoras prende-se com inexistência, quer em Portugal quer na Europa, de um mercado de capitais sólido e

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

virado para a aposta em novas empresas, que permita que o desinvestimento por O.P.I. seja uma alternativa viável para as empresas e S.C.R.

Embora este estudo mostre que é possível às S.C.R. obter lucros das suas participações sem recorrer às O.P.I., é expectável que, tal como nos E.U.A., um mercado de capitais mais apropriado à realidade do capital de risco permita um maior desenvolvimento quer do sector, quer da própria economia com o agilizar da criação e aparecimento de novas empresas e de novos negócios.

Neste sentido, as entidades reguladoras deverão tentar influenciar a criação destes mercados financeiros a nível interno nos países europeus, ou a nível mais geral com o desenvolvimento de um mercado pan-europeu, orientado para as empresas inovadoras, que como foi demonstrado, pode ter efeitos bastante positivos para o sector do capital de risco europeu, para os mercados financeiros europeus e para as empresas participadas.

Em alternativa, a criação de regulamentações, como por exemplo a redução dos custos para entrar para a bolsa, que incentivem as entradas em bolsa por parte das pequenas e média empresas, uma vez que são estas em que o capital de risco costuma estar presente, seria também uma opção interessante.

Numa óptica estritamente nacional, segundo a entrevista concedida pelo Dr. Paulo Caetano ao Jornal de Negócios (21/04/2009), em Portugal verificam-se situações que poderiam ser alteradas em prol do sector do capital de risco nacional. São disso exemplo os poucos incentivos fiscais e tributários às actividades de investigação e desenvolvimento concedidos às empresas privadas em Portugal (abaixo da média europeia); a aplicação da directiva europeia para os fundos de pensões que os impossibilitam de investir mais de 15% dos seus activos em “*unlisted securities*” (activos não transaccionados em bolsa) enquanto noutros países europeus não existem este tipo de restrições ou a não existência em Portugal de um esquema fiscal de incentivo e apoio a empresas que se encontram numa fase inicial.

Referências Bibliográficas

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

Barry, C.B., Muscarella, C.J., Peavy, J.W. III; e Vetsuypens, M.R. (1990), The Role of Venture Capitalists in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going Public Process, *Journal of Financial Economics*, 27, 447-71.

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, S. B. e Gilson, R. J. (1998), Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets, *Journal of Financial Economics*, 47 (1998) 243 – 277.

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?, Holland: University of Amsterdam, 333–348.

Botazzi, L., Rin, M. (2002), European Venture Capital, Economic Policy April 2002, CEPR, CES, MSH, 2002.

Correia, M. C. e Armada M. J. (2004), Sobre a Identificação dos Factores de selecção, das Formas de Intervenção e o Contributo das Sociedades de Capital de Risco em Portugal, Braga, Portugal: Universidade do Minho, 212-235.

Cumming, D. (2008), Contracts and Exits in Venture Capital Finance, *The Review of Financial Studies*, Vol. 21, Issue 5, pp. 1947-1982, 2008.

Cumming, D. J. e Fleming, G. (2002), A Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits In Emerging Markets, Australia: School of Finance and Applied Statistics.

Cumming, D., Fleming, G., Schwienbacher, A. (2003), Liquidity of Exit Markets and Venture Capital Finance, University of Alberta School of Business, School of Finance and Applied Statistics, University of Amsterdam.

Cumming, D.J. e Macintosh, J.G. (2001), Venture capital investment duration in Canada and the United States, *Journal of multinational Financial Management*, 11 (2001) 445-463.

Cumming, D.J. e Macintosh, J.G. (2002), A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits, Canada: University of Alberta e University of Toronto.

Cumming, D.J. e Macintosh, J.G. (2002), Venture Capital Exits in Canada and the United States., *University of Toronto Law Journal*, Vol 53, pp, 101-200, 2003.

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

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

Esperança, J.P. e Matias, F., (2005), Finanças Empresariais, Lisboa, Dom Quixote.

EVCA, EVCA anual reports, <http://www.evca.eu/default.aspx>

Félix, E., Pires, C., e Gulamhussen, M. (2008), The Exit Decision in the European Venture Capital Market, Portugal: Universidade de Évora e I.S.C.T.E.

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

Florin, J. (2004), Is Venture Capital Worth It? Effects on Firm Performance and Founder Returns., *Journal of Business Venturing*, article in press.

Gompers, P. (1995), Optimal Investment, Monitoring and the Staging of Venture Capital, *Journal of Financial Economics*, 50, 1461-1489.

Gompers, P.A. (1996), Grandstanding in the Venture Capital Industry, *Journal of Financial Economics*, 42, 133-156.

Gompers, P. e Lerner, J. (1999), The Venture Capital Cycle, Massachusetts, Massachusetts Institute of Technology.

CMVM: <http://www.cmvm.pt/>

Isaksson, A. (2000), Venture Capital Exit Behaviour in Sweden, Sweden: Umeå School of Business and Economics.

Kaplan, S. N. e Stromberg, P. (2002), Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Study of Venture Capital Contracts, Working Paper, University of Chicago.

Kaplan, S.N. e Stromberg, P. (2004), Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capital Analyses, Working Paper, University of Chicago.

Lerner, J. (1994), Venture capitalists and the Decision to go Public, *Journal of Financial Economics*, 35:293-316.

Marti, J. e Balboa, M. (2000), Determinants of Private Equity Fundraising in Western Europe, University Complutense of Madrid e University of Alicante.

Megginson, W.L. e Weiss, K.A. (1991), Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings, *Journal of Finance*, 46, 879-903.

O Seu Dinheiro, RTP N (28 de Fevereiro de 2009).

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

Pagano, M., Panetta, F., e Zingales, L. (1998), Why do Companies go Public? An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, 53, 27- 64.

Petty, W., Bygrave, W., Shulman, J. (1994), Harvesting the Entrepreneurial Venture: A Time for Creating Value, *Journal of Applied Corporate Finance*, Spring, 48-58.

Pinto, L.F.G. (1996), Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base tecnológica – O Caso da Contec, IEI/UFRJ.

Sagari, S. e Guidotti, G. (1993), Venture Capital: The Lessons from the Developing World for the Developing World, *Financial Markets. Instruments and Investments* 1, 31-42.

Sapienza, H. J. (1992), When do Venture Capitalists Add Value?, *Journal of Business Venturing*, 7, 9-27.

Schertler, A. (2002), The Certification Role of Private Equity Investors: Evidence From Initial Public Offerings on the Nouveau Marché and the Neuer Markt, Germany: The Kiel Institute for World Economics.

Schwienbacher, A. (2005), An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States, Holland: University of Amsterdam.

Schwienbacher, A. (2007), Innovation and Venture Capital Exits, *Economic Journal*, September 2007.

Schwienbacher, A. (2008); Venture Capital investment practices in Europe and United States., Published online: 10 July 2008.

Smith, G. (2001), How Early Stage Entrepreneurs Evaluate Venture Capitalists, Northwestern School of Law of Lewis & Clark College, working paper.

Tykvová, T. (2002), The Decision of Venture Capitalists on Timing and Extent of IPOs: Department of International Finance and Financial Management Centre for European Economic Research (ZEW).

Capital de Risco: análise comparativa à evolução do Desinvestimento em Portugal e na Europa.

Anexos

Anexo 1 - Desinvestimento total (valores) – Portugal

Desinvestimento total - Portugal						
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
89.543.000 €	76.596.000 €	69.838.000 €	93.459.000 €	175.701.000 €	71.000.000 €	86.000.000 €

Fonte: APCRI

Anexo 2 - Desinvestimento total (valores) – Europa

Desinvestimento total - Europa						
2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
12.500.000.000 €	10.700.000.000 €	13.600.000.000 €	19.600.000.000 €	29.800.000.000 €	33.000.000.000 €	27.000.000.000 €

Fonte: EVCA

Anexo 3 - Desinvestimento por formas de Saída (valores) – Portugal

Desinvestimento por formas de Saída - Portugal							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Venda aos antigo titulares	0 €	10.693.000 €	15.744.000 €	12.192.000 €	44.151.000 €	29.110.000 €	8.600.000 €
Venda a outra empresa (Trade sale)	49.708.000 €	37.588.000 €	13.125.000 €	31.298.000 €	26.219.000 €	23.430.000 €	62.780.000 €
Venda a outra S.C.R.	0 €	92.000 €	1.579.000 €	11.310.000 €	2.249.000 €	710.000 €	6.880.000 €
Venda a instituição financeira	13.307.000 €	2.435.000 €	0 €	4.500.000 €	5.000.000 €	0 €	0 €
Oferta Pública Inicial	7.698.000 €	5.925.000 €	150.000 €	9.539.000 €	0 €	0 €	0 €
Pagamento de empréstimos	3.268.000 €	9.996.000 €	7.788.000 €	14.507.000 €	97.598.000 €	12.070.000 €	5.160.000 €
Write-Off	6.230.000 €	1.399.000 €	8.645.000 €	8.838.000 €	484.000 €	4.970.000 €	0 €
Outros	9.332.000 €	8.468.000 €	22.807.000 €	1.275.000 €	0 €	710.000 €	2.580.000 €
Total	89.543.000 €	76.596.000 €	69.838.000 €	93.459.000 €	175.701.000 €	71.000.000 €	86.000.000 €

Fonte: APCRI

Anexo 4 - Desinvestimento por formas de Saída (valores) – Europa

Desinvestimento por formas de Saída - Europa							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Venda aos antigo titulares	1.137.500.000 €	567.100.000 €	843.200.000 €	1.372.000.000 €	1.311.200.000 €	2.376.000.000 €	1.458.000.000 €
Venda a outra empresa (Trade sale)	4.237.500.000 €	3.306.300.000 €	2.774.400.000 €	4.645.200.000 €	6.734.800.000 €	7.491.000.000 €	7.614.000.000 €
Venda a outra S.C.R.	475.000.000 €	417.300.000 €	2.747.200.000 €	2.567.600.000 €	5.483.200.000 €	5.478.000.000 €	8.208.000.000 €
Venda a instituição financeira	537.500.000 €	417.300.000 €	816.000.000 €	568.400.000 €	1.221.800.000 €	1.782.000.000 €	891.000.000 €
Oferta Pública Inicial	250.000.000 €	706.200.000 €	761.600.000 €	940.800.000 €	1.341.000.000 €	2.970.000.000 €	1.107.000.000 €
Pagamento de empréstimos	1.812.500.000 €	898.800.000 €	2.162.400.000 €	4.174.800.000 €	6.943.400.000 €	5.643.000.000 €	4.239.000.000 €
Write-Off	2.850.000.000 €	3.210.000.000 €	1.577.600.000 €	1.901.200.000 €	1.400.600.000 €	1.254.000.000 €	486.000.000 €
Outros	1.200.000.000 €	1.177.000.000 €	1.917.600.000 €	3.430.000.000 €	5.364.000.000 €	6.006.000.000 €	2.997.000.000 €
Total	12.500.000.000 €	10.700.000.000 €	13.600.000.000 €	19.600.000.000 €	29.800.000.000 €	33.000.000.000 €	27.000.000.000 €

Fonte: EVCA