

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



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

Pedro Miguel da Cunha Faria

Orientador:

Prof. Doutor 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.

A todos aqueles que, directa ou indirectamente, contribuíram para a realização deste trabalho.

Índice

Índice de figuras	II
Sumário Executivo.....	IV
Pertinência do Estudo	7
Características do sector e conceitos chave.....	8
Capital de risco – Breve Definição.....	8
Capital de risco – Empreendedorismo.....	9
Relação financiador – parceiro	9
Breve introdução à história do capital de risco	10
Nascimento do conceito.....	10
Chegada à Europa.....	11
Situação Portuguesa.....	12
Investimento por parte das S.C.R.	13
Fases de entrada no capital de uma empresa	14
Assimetria de informação.....	18
Investimento por fases	19
Due Diligence	20
Breve Revisão de Literatura.....	22
Investimento por fases	22
Especialização Sectorial	25
Amostra	28
Análise de dados	30
Formas de Investimento	30
Comparação entre fases de investimento.....	30
Comparação entre o investimento médio por empresa.....	33
Valor médio disponível para o Investimento.....	35
Comparação entre o investimento sectorial.....	36
Conclusões	41
Referencias Bibliográficas	48

Índice de figuras

Quadro 1 – Importância dos Principais Países de Destino no Total do Investimento Europeu.....	29
Quadro 2 – Importância Agregada do Investimento por Fases Nacional.....	30
Quadro 3 – Importância Agregada do Investimento por Fases Europeu	30
Quadro 4 – Evolução Anual do Investimento por Fases Nacional.....	31
Quadro 5 – Evolução Anual do Investimento por Fases Europeu.....	31
Quadro 6 – Investimento Médio por Fase de Entrada em Portugal.....	33
Quadro 7 – Investimento Médio por Fase de Entrada na Europa.....	34
Quadro 8 – Valor Médio Disponível para o Investimento para cada S.C.R. Nacional.....	35
Quadro 9 – Importância Agregada do Investimento Sectorial Nacional.....	36
Quadro 10 – Importância Agregada do Investimento Sectorial Europeu.....	36
Quadro 11 – Evolução Anual do Investimento Sectorial Nacional.....	37
Quadro 12 – Evolução Anual do Investimento Sectorial Europeu.....	38

Sumário

A presente dissertação analisa comparativamente o investimento por parte do capital de risco nacional e europeu nos últimos anos. Recorrendo aos dados fornecidos pelas associações de capital de risco nacional e europeia, foi possível focar esta análise em formas de entrada no capital das empresas participadas e nos sectores de investimento. As principais conclusões a retirar desta análise relacionam-se com a especialização das capitais de risco nacionais em investimento em Early-Stage e na Fase de Expansão e as capitais de risco europeias na forma de Buyout, em relação aos investimento sectorial conclui-se que ambas as sociedades de capital de risco são muito versáteis no seu investimento, embora sectores como os bens de consumo e os produtos e serviços industriais tenham destaque.

Palavras-chave: Capital de Risco, Early-Stage, Late-Stage, Aquisição por Buyout

Abstract

This dissertation presents a comparative study about the reality of venture capital at national and european level in recent years. The data gathered allowed to focus this analysis on the stages and sectorial preferences of national and european venture capital investment.

The main conclusion drawn from the analysis is that Portuguese venture capital focus its investments on the Early-Stage and Follow Up stages, this is not the case for european venture capital as their focus is on the later stage investments, particularly Management Buy Out. As for the sectorial investment the main conclusion is that european and portuguese venture capital are very flexible in their investments, however there are two sectors that are most relevant: the consumer goods and the industrial manufacturing and services.

Key Concepts: Venture Capital; Early-Stage; Late-Stage; Management Buyout.

JEL Classification System: G24;G31

Sumário Executivo

Numa primeira fase discute-se a pertinência do estudo realçando o facto de não existir nenhum efectuado que compare a evolução do investimento em Portugal e na Europa por fases de entrada e por sectores, é também realçada a importância desta dissertação para o conhecimento das últimas tendências do mercado de capital de risco, quer para os seus trabalhadores, quer para os empreendedores.

É feita uma breve caracterização de uma sociedade de capital de risco, do empreendedorismo e da relação existente entre uma S.C.R. e o empreendedor, é feita uma breve análise à história do desenvolvimento do capital de risco e da sua entrada na Europa e em Portugal.

Após esta introdução a dissertação foca-se no estudo do investimento por parte das S.C.R., inserindo-a nas 3 fases que compõem o relacionamento entre uma S.C.R. e o empreendedor (análise da operação, concretização da operação, alienação ou saída). O investimento é então dividido em várias fases (Early Stage, Balance e Late Stage) sendo cada fase explicada.

Diversos estudos sobre o investimento são analisados, particularmente o de Bygrave, Hay e Peeters (1999) que identifica quatro grades condicionantes do investimento: a incerteza, a natureza dos activos da empresa, as condições do mercado em que a empresa se irá inserir e a assimetria de informação. Esta última condicionante é focada em detalhe sendo apresentadas duas formas de diminuir o problema: o financiamento por fases e o processo de due diligence.

O financiamento por fases é, como o próprio nome indica, assenta em vários de estágios de financiamento a uma empresa participada, as chamadas rondas de financiamento. O processo de due diligence assenta numa análise a fundo da empresa, dos promotores do negócio (os empreendedores), no mercado em que a empresa se vai inserir e nas condicionantes legais, este processo assenta em quatro fases: angariação de fontes de informação sobre projecto e empreendedor, utilização de critérios de selecção, análise do risco e por fim, elaboração do contrato. Este processo ajuda as S.C.R. a decidir que empresas vão ser alvo de financiados.

Após este passo é apresentada uma breve revisão de literatura, a primeira parte assenta no investimento das S.C.R. por fases, esta foca-se essencialmente nas fases de Late-stage nomeadamente o Buyout, sendo o país sobre o qual incide a maioria destes

estudos o Reino Unido. A segunda parte incide sobre o investimento por sectores, concentrando-se maioritariamente nos sectores das novas tecnologias no Canadá, não se conhece qualquer estudo que tenham Portugal com foco, tanto no investimento por fases como o por sectores.

A análise de dados é feita comparando a evolução do investimento nacional e europeu por fases de entrada e por sectores, para efeitos de simplificação apenas se analisou os sectores de investimento mais relevantes no conjunto do investimento.

O estudo do comportamento do investimento nacional e europeu por fases de entrada permitiu estabelecer algumas conclusões importantes, a primeira é que as S.C.R. nacionais apostam muito mais em empresas em fase de Early-Stage do que as suas congéneres europeias, particularmente na fase de Start-Up. As S.C.R. nacionais apostam também muito mais em investimentos de “follow up” do que as S.C.R. europeias, sendo o investimento na fase de expansão em Portugal foi mais de o dobro do registado na Europa.

O investimento pela forma de Buyout é a forma preferencial que as S.C.R. europeias usam para entrar no capital das empresas participadas tendo esta forma mais de metade da importância total em todos os anos analisados (a revisão de literatura que aborda este tema também chegou a conclusões semelhantes Bygrave, Hay e Peeters (1999) e Murray e Marriot (1998)), em Portugal apenas no último ano analisado é que esta forma concentra mais de metade do investimento. A razão para este facto é devido ao facto de as SCR nacionais não conseguirem reunir o capital necessário a um investimento na fase de Buyout significativo e assim terem que optar por fases mais iniciais do investimento.

Assim conclui-se que as S.C.R nacionais estiveram mais próximas do conceito original de capital de risco no período analisado, ao contrário das S.C.R europeias que se tornaram cada vez mais empresas dominadas pelo “Merchand capital” (tendência para as S.C.R. focarem os seus investimentos em empresas em fases mais avançadas, especialmente Management Buyout).

O investimento por sectores permite concluir que quer as S.C.R nacionais quer as europeias variam muito os sectores em que investem de ano para ano, factor que não tinha sido indicado pela literatura analisada, assim sectores que tinha relevância num ano podem não a ter no ano seguinte. Ainda assim foi possível identificar os sectores

ANÁLISE COMPARATIVA À EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO DAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL E NA EUROPA

mais importantes para Portugal e para a Europa, para Portugal os mais relevantes são: os produtos e serviços industriais, os bens de consumo e o sector das comunicações, para a Europa os sectores mais relevantes são: os bens de consumo, as comunicações e as tecnologias de informação.

Pertinência do Estudo

A comparação entre o investimento nacional e europeu por fases de entrada e por sectores é um estudo que ainda não foi realizado. Bygrave, Hay e Peeters (1999) analisaram o investimento por fases de entrada e por sectores na Europa e Black e Gilson (1997) e Brouwer e Hendrix (1998) compararam o investimento por formas de entrada entre dois países. No entanto, os estudos efectuados são geralmente focados num só país e em períodos mais recuados do que o aqui apresentado, como por exemplo o estudo de Murray e Lott (1993), que analisou o investimento no Reino Unido entre 1984 a 1992.

Ao serem conhecidos os sectores em que o investimento das S.C.R. mais se destaca é possível perceber quais os que são mais atractivos para Portugal e Europa verificando assim quais as principais diferenças e semelhanças entre ambas as realidades.

Este estudo permite que os profissionais deste sector possam ter uma ideia de qual é a fase em que mais se investe e Portugal e na Europa e assim possam comparar a sua S.C.R. com o comportamento global do sector, tanto em termos nacionais como em termos europeus.

Para os empreendedores este estudo é ainda mais pertinente, uma vez que ao lançar uma empresa é importante saber qual é a fase em que as S.C.R. se encontram mais disponíveis para realizar os financiamentos, uma vez que a grande maioria das propostas de financiamento são eliminadas no processo de Due Diligence pode ser necessário ao empreendedor tentar desenvolver a empresa até uma determinada fase, com base noutros recursos, que lhe garantam posteriormente mais probabilidades de conseguir obter o financiamento.

Por outro lado, ao analisar os sectores de maior destaque é possível verificar se a sua proposta tem mais ou menos hipótese de ter interesse para as S.C.R., uma vez que existem S.C.R. que se especializam em determinados sectores. Através de uma análise global aos níveis de investimento, é possível ao empreendedor analisar as principais tendências e verificar se a sua ideia empreendedora tem então hipótese de atrair investimento por parte das S.C.R.

Características do sector e conceitos chave

Capital de risco – Breve Definição

O capital de risco é uma forma de investimento empresarial com a finalidade de financiar empresas, apoiar o seu desenvolvimento e crescimento e intervir na sua gestão. Distingue-se do crédito bancário, dos subsídios públicos, das ofertas em mercado de bolsa e da angariação de investidores privados, uma vez que requer uma análise concreta dos projectos apresentados, do seu potencial de crescimento, da sua exposição ao risco e envolve uma participação no capital da empresa apoiada. O capital de risco é considerado um financiador com capacidade para diminuir os problemas de Agência (Cumming, 2002).

O capital de risco é uma forma de financiamento através 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 intervêm activamente na empresa de forma a ajudar no seu sucesso (Kaplan e Stromberg, 2001). A associação a uma empresa de capital de risco implica geralmente um desenvolvimento e comercialização mais rápida dos produtos e serviços da empresa (Hellmann e Puri, 2000).

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, sendo que a S.C.R. assume nesse sentido um papel activo e muito importante (Sapienza, 1992; Kaplan e Stromberg, 2000).

O investimento por parte de uma SCR numa empresa aumenta a sua credibilidade perante terceiros, para além de acrescentar profissionalismo e rigor na gestão da mesma (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, é a forma de financiamento ideal para que ideias promissoras se possam transformar em empresas de sucesso.

Capital de risco – Empreendedorismo

O conceito de capital de risco é indissociável do conceito de empreendedorismo, na medida em que o empreendedor é, na grande generalidade dos casos, possuidor de uma boa ideia de negócio, faltando-lhe no entanto um factor decisivo para transformar essa ideia numa realidade: o capital. Para colmatar a falta deste recurso essencial a solução passa pela angariação de uma fonte de financiamento uma vez que na fase inicial, em que o único recurso de que o empreendedor dispõe é a sua ideia de negócio inovadora sem grandes garantias de sucesso sendo difícil fazer com que alguma entidade bancária, por exemplo, esteja disposta a aceitar tomar o risco inerente a um negócio nestas condições e financiar o projecto. É nesta realidade que surgem os investidores de capital de risco, entidades com meios financeiros que procuram boas ideias de negócio consideradas demasiado arriscadas para serem alvo de financiamentos por parte de outras entidades, para realizarem os seus investimentos.

Relação financiador – parceiro

A relação entre a empresa de capital e a empresa participada é muito mais que uma simples concessão de capital. O investidor de risco é um verdadeiro parceiro de negócio temporário em termos de know-how, com experiência a nível financeiro e estratégico, posto ao serviço da empresa (Kaplan e Stromberg, 2001). Outro aspecto importante nesta relação é o prestígio que uma S.C.R. reputada pode dar ao empreendedor, este factor é tão importante que os empreendedores estão dispostos a aceitar propostas com menor valorização futura, caso estas venham de S.C.R. mais reputadas no mercado (Hsu, 2002).

As S.C.R. têm uma forte importância para as empresas participadas na medida em que, para além do apoio financeiro, realizam tarefas como supervisionamento e aconselhamento, participar na formulação da estratégia de negócio e planos de marketing, apoiar a equipa de gestão, supervisionar a performance operacional e financeira, ajudar na obtenção de fontes alternativas de financiamento de capital próprio e alheio, preencher a equipa de gestão sénior (recrutar e seleccionar) negociar com clientes e fornecedores ou fornecer rede de contactos, entre outras (Correia e Armada, 2004).

Breve introdução à história do capital de risco

Nascimento do conceito

O nascimento do conceito de capital de risco deu-se nos E.U.A., em meados dos anos 50. Decorria o ano de 1946 quando foi fundada em Boston, a primeira sociedade de investimentos em capital de risco, a American Research & Development, gerida por profissionais dedicados a realizar investimentos em projectos empresariais (Esperança e Matias, 2005; Brouwer e Hendrix, 1998). Estes projectos eram na sua grande maioria idealizados por soldados que regressavam da Segunda Guerra Mundial procurando então 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 S.B.I.C.A. (Small Business Investments Companies Administration), que se tornou no organismo responsável pela gestão de benefícios fiscais e a concessão de crédito bonificado, promovendo o aparecimento das S.B.I.C. (Small Business Investments Companies) – empresas que por sua vez, prestavam apoio, aconselhamento, protecção e financiamento, aos novos projectos empreendedores que iam surgindo nos Estados Unidos. Para além disso, um conjunto de incentivos e restrições fiscais sobre os ganhos do capital de risco tiveram efeitos bastante positivos sobre o desempenho desta actividade e vieram assim potenciar o arranque em força desta indústria.

Após a queda do mercado bolsista americano, no início dos anos 70, o capital de risco voltou em força no final desta década, devendo-se este facto em grande parte às reformas introduzidas durante o período de 1979-81 durante o qual foi emitida, por exemplo, a Revenue Act de 1978 na qual foi definida a descida, para mais de metade, da taxa de imposto máxima para os ganhos de capital decorrentes da actividade de investimento (Brouwer e Hendrix, 1998); alguns dos reflexos destas e de outras reformas que aconteceram no contexto do capital de risco foi o aumento do investimento realizado pelas capitais de risco neste período, passando dos 460 milhões de dólares em 1979 para o 3,94 biliões de dólares em 1987.

Depois deste novo período de euforia, verificou-se uma nova queda em 1987 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, originando diversas bolhas especulativas em termos de investimento nessas áreas, com destaque para a bolha das “dot.com” em 2000 que levou a uma situação de crise no mercado de capitais, aquando do seu rebrandamento.

Chegada à Europa

O capital de risco chegou à Europa em inícios da década de 80 (Brouwer e Hendrix, 1998), no entanto o modelo europeu não seguiu na totalidade o modelo original vindo 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 num sentido diferente ao do conceito original, dando origem a um novo conceito de capital de risco (Bygrave e Timmons, 1992) – Merchant capital, que foi o termo encontrado para definir a tendência apresentada por parte das empresas de capital de risco para focarem os seus investimentos apenas em empresas em fases mais avançadas com vista ao retorno dos investimentos em prazos mais curtos, deixando de parte o apoio a projectos na fase de Early-Stage, que foi a ideia que originou a criação deste conceito de negocio na sua vertente original.

Nos períodos mais recentes, os países que mais têm atraído investimento de capital de risco tem sido 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 (E.V.C.A., Anual Survey 2007).

Situação Portuguesa

A nível nacional, a actividade do capital de risco teve início 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, tendo sido criadas 29 sociedades de capital de risco tais como a P.M.E. Investimentos ou P.M.E. Capital, após um período (entre 1992 e 1993) de decréscimo de actividade o capital de risco em Portugal retoma o seu crescimento, tendo nos últimos anos atingido valores de investimento na ordem dos 170 milhões de euros, sendo uma indústria cada vez mais relevante no país. Actualmente as sociedades de capital de risco em Portugal podem ser divididas em públicas e privadas, as S.C.R. publicas são apoiadas pelo estado e têm como principal função apoiar sectores considerado menos apetecíveis pelas entidades privadas (como a agricultura), actualmente das sociedades de capital de risco de cariz público em actividade no nosso país distinguem-se empresas como, a Inov Capital, recentemente reformulada ou a Aicep Capital Global. As S.C.R. privadas são regidas pelas leis de mercado e assim tendem apenas a apoiar sectores que consideram mais lucrativos, a Caixa Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A., a Espírito Santo Capital – Sociedade de Capital de Risco, S.A., a API CAPITAL – S.C.R., S.A. ou a BCP capital – S.C.R., SA são alguns exemplos de S.C.R. de cariz privado.

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. Demonstrando assim que Portugal é um país bastante atractivo para os investidores de capital de risco em termos fiscais e legais.

Segundo o Dr. Afonso Oliveira Barros, administrador da Inter-Risco, SCR, 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 á altura do que melhor se faz na Europa a este nível.

Investimento por parte das S.C.R.

A crescente importância que as pequenas e médias empresas têm no tecido empresarial um pouco por todo o mundo é inegável (Storey, 1994). Estas empresas têm um grande potencial de crescimento e são capazes de gerar emprego e crescimento económico. Deakins (1996) afirma que estas são o principal “motor” para ultrapassar situações de recessão. Muitas destas pequenas e médias empresas são empreendedoras e com muito potencial de crescimento, que tomam riscos e que são capazes de enfrentar a mudança (Wetzel e Freear, 1996). Para que estas empresas possam crescer é necessário o acesso ao financiamento, uma vez que na grande generalidade dos casos, os fundos do empreendedor e da sua família e amigos não são suficientes para suportar este crescimento.

O capital de risco apresenta-se como uma solução para este problema. Ao investir nestas empresas o capital de risco vem colmatar esta dificuldade e permitir que as empresas empreendedoras passem de ideias promissoras a empresas estabelecidas no mercado.

A relação entre a SCR e a empresa participada envolve sempre três fases: a análise da operação, a concretização da operação e a alienação ou saída (Ferreira, 2008).

1ª – Análise da operação

A primeira fase 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.

Esta é uma fase crítica para as empresas que pretendem obter financiamentos por capital de risco uma vez, que das centenas de projectos apresentados todos os anos às sociedades de capital de risco, muito poucos conseguem ser financiados.

2ª – Concretização da operação

Passados todos os passos anteriores, caso o projecto apresente condições que justifiquem o seu financiamento por parte das sociedades de capital de risco passa-se à segunda fase – concretização da operação.

Na fase de concretização 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.

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

3ª – Alienação ou saída

Por fim, numa última fase que encerra o processo de uma operação de capital temos a fase da saída ou desinvestimento, esta pode ser feita das seguintes formas: oferta publica inicial, venda a outras empresas, venda a outra S.C.R., venda da parte da S.C.R. ao empreendedor e liquidação (Black e Gilson, 1997).

É na segunda fase, concretização da operação, que se efectua o investimento no capital da empresa. Este pode ser feito não só nas fases mais iniciais da vida desta, mas também em fases mais avançadas. De seguida são apresentadas as diferentes fases em que o investimento pode ser realizado.

Fases de entrada no capital de uma empresa

Early stage

- **Capital semente (Seed capital)** – Capital que visa financiar projectos em fases ainda embrionárias, normalmente na fase inicial: criação da ideia, investigação e desenvolvimentos anteriores ao lançamento do projecto empresarial.

Esta fase inicial é caracterizada por uma necessidade normalmente baixa, embora fundamental, de recursos monetários.

- **Capital de arranque (Start-up capital)** – Capital destinado a empresas numa fase inicial do seu ciclo de vida. Este financiamento destina-se principalmente a apoiar o lançamento e a instalação de uma empresa no mercado traduzindo-se normalmente estes investimentos em campanhas de marketing ou desenvolvimentos a nível de produto.

Balanced

- **First-Round capital** – Utilizado para financiar a produção inicial e as despesas relativas às vendas iniciais.
Estes fundos são normalmente fornecidos pelas capitais de risco e ocorrem quando uma empresa pretende ter crescimento moderado mas para o atingir necessita de capital.
Nesta fase a empresa já se encontra organizada, os mercados alvo já se encontram identificados e a empresa já actua sobre eles.
- **Second Round capital** – Capital que serve como fundo de maneio a empresas que já se encontram em actividade mas ainda não conseguem atingir resultados positivos.

Late stage

- **Capital de Substituição (Replacement Capital)** – Capital que apresenta como finalidade financiar a compra de acções ou quotas de forma a substituir um sócio na estrutura societária.
- **Management Buy In** – Tipo de investimento que se destina a apoiar a aquisição de uma participação no capital de uma empresa por parte de uma equipa de gestão exterior à mesma.
- **Management Buy Out** – Financiamento com a finalidade de apoiar a equipa de gestão de uma empresa a adquirir uma participação no seu capital.

- **Turnaround** – Financiamento destinado a apoiar um projecto com o objectivo de fazer uma reestruturação económico-financeira a uma empresa.
- **Capital de Expansão / Desenvolvimento (Third Round capital)** – Também conhecido como “financiamento Mezzanine” ou financiamento de “follow up”, serve como capital de expansão a empresas que já conseguem obter resultados positivos mas mesmo assim necessitam de financiamento para crescerem mais através do aumento da capacidade produtiva, desenvolvimento de novos produtos ou mercados ou para responder a necessidades permanentes de fundo de maneo.
- **Fourth round capital** – Surge no seguimento do financiamento “Mezzanine” e é chamado também de “capital de ponte” (bridge capital) visto a sua finalidade ser financiar a parte inicial do processo de colocação em bolsa da empresa.

A importância em analisar os investimentos de acordo com a fase de entrada foi reconhecida inicialmente no estudo “Venture Capital Financing: a Conceptual Framework” (Lam, 1991), onde se identificou que os investimentos relativos a cada fase proporcionam informação importante em relação ao valor de cada empresa uma vez que a fase em que uma empresa se encontra influencia directamente a análise que lhe é feita, especialmente em termos de risco do investimento e potencial de retorno.

As S.C.R. exigem taxas de retorno mais altas para investimentos em empresas em fase de Early-Stage uma vez que estas constituem um investimento mais arriscado. Por sua vez as empresas em fase de Late-Stage estão já estabelecidas no mercado constituindo um investimento menos arriscado sendo por isso as taxas de retorno exigidas mais baixas (Cárter e Auken, 1994).

As empresas de capital de risco são tipicamente especializadas em fases de investimento ou em localização geográfica. A especialização por fases de investimento permite às S.C.R. uma melhor análise do risco do investimento e dos ganhos potenciais. Assim sendo, as empresas que apostem em fases específicas conseguem reunir empresas com perfil de risco idêntico, tendo assim a vantagem de melhor avaliar futuros investimentos em empresas que estejam na fase de investimento específica à S.C.R.

Pintado, Lema e Auken (2007) concluíram que S.C.R. apoiadas por capital público têm maior tendência para investirem em empresas em fase de Early-Stage enquanto que empresas baseadas em capital privado investem em empresas em fase de Late-Stage.

A divisão entre capital de risco Clássico e “Merchant Capital” foi apresentada por Murray e Marriot (1998). O capital de risco Clássico foca-se em empresas em fase inicial de vida, com alto risco e potencial para um grande crescimento, enquanto que o “Merchant Capital” concentra-se em empresas com menos risco, que já se encontrem em funcionamento e estabelecidas nos seus mercados.

Por sua vez o investimento por regiões geográficas permite um melhor aconselhamento e orientação das firmas onde as S.C.R. actuam (Barry, 1994; Cano e Carzola, 1998).

As S.C.R. que se especializam em fases mais iniciais de investimento preferem menos diversificação e maior proximidade geográfica em relação às empresas que apoiam. Por outro lado as S.C.R. que investem em todas as fases de investimento preferem investir em áreas geográficas mais dispersas de modo a mitigar o risco através da diversificação (Gupta e Sapienza, 1994).

Bygrave, Hay e Peeters (1999) definiram quatro grandes aspectos que condicionam o investimento de uma S.C.R.: a incerteza, a natureza dos activos da empresa, as condições do mercado em que a empresa se irá inserir e a assimetria de informação.

A incerteza é um elemento intrínseco de qualquer investimento. Estes são muitas vezes baseados numa ideia empreendedora, na aposta, na inovação, na exploração de nichos de mercado ou numa qualquer vantagem competitiva, sendo necessário averiguar se esta apresenta realmente potencial para se traduzir num negócio rentável. Por vezes as empresas mais promissoras não conseguem vingar no seu respectivo mercado sendo por isso essencial que uma S.C.R. tenha em conta o contexto de incerteza da empresa em que vai investir.

A natureza dos activos da empresa é um outro factor importante uma vez que é necessário saber o que é que a empresa possui de forma a poder salvaguardar o investimento. Empresas em fase de Early-Stage possuem normalmente poucos ou nenhuns activos tangíveis (muitas vezes apenas a ideia do empreendedor) enquanto que

empresas em fases mais avançadas possuem activos tangíveis que facilitam muito a fase de investimento uma vez que se apresentam como uma garantia que pode ser apropriada por parte do investidor, caso o negócio falhe, reduzindo assim a perda para esse.

As condições do mercado devem também ser tidas em conta. É importante saber como o mercado se encontra e quais as suas perspectivas futuras, se é um mercado competitivo, se é geograficamente disperso, entre outros factores.

Por último, tem-se a assimetria de informação que se apresenta como um factor com uma grande importância no capital de risco. Este é o aspecto que mais dificulta a negociação entre a S.C.R. e a empresa participada. Landstrom (1992) afirmou que as assimetrias de informação constituem um dos pontos mais que mais condicionam o acesso ao capital por parte de pequenas empresas.

Assimetria de informação

O problema de assimetria de informação acontece quando numa transacção ou negociação um dos lados possui mais ou melhor informação que o outro. Este problema tem maior incidência no financiamento de capital de risco do que no financiamento tradicional devido às características da relação entre o financiador e o empreendedor (Denis, 2003). Esta situação dificulta muitas vezes o processo de negociação e pode inclusivamente levar ao cancelamento do mesmo.

Existem dois grandes problemas específicos à assimetria de informação: Moral Hazard e Selecção Adversa. Moral hazard acontece quando o gestor/empreendedor não se esforça para cumprir os objectivos acordados (Fama e Jensen, 1983; Bigus, 2002). Por sua vez a Selecção Adversa acontece quando o gestor/empreendedor não possui as qualificações nem a capacidade que a S.C.R. julgava possuir e que são necessárias à boa condução da empresa.

As S.C.R. não podem esperar ter acesso completo à informação das empresas em que participam, uma vez que quem detêm um conhecimento mais profundo do produto/serviço que quer lançar e do respectivo mercado é o empreendedor e muitas vezes este não quer partilhar a totalidade do seu conhecimento com a empresa de capital de risco para evitar que a sua ideia seja apropriada indevidamente. Esta situação é particularmente importante no caso de empresas que se insiram nos sectores de alta

tecnologia devido à incerteza que é própria destes sectores, nomeadamente no que respeita ao tempo e ao sucesso do projecto em desenvolvimento (Van Auken, 2001).

O problema da informação assimétrica é maior em empresas que estejam na fase de Early-Stage do que empresas em fases mais avançadas (Sahlman, 1990) devido à maior dificuldade em avaliar a performance nestas empresas (empresas em fases mais avançadas possuem dados quantitativos que facilitam muito a sua análise).

A melhor forma de resolver o problema da informação assimétrica é através de uma interacção contínua entre o S.C.R. e o empreendedor (Sapienza e Gupta, 1994), o investimento por fases é também uma solução viável para resolver este problema (Bergemann e Hege, 1998), tal como o método de Due Diligence (Gompers, 1995).

Investimento por fases

O investimento por fases é um grande mecanismo de controlo que uma S.C.R. pode usar, na medida em que as perspectivas para a empresa participada são periodicamente revistas de forma a serem comparadas com os objectivos propostos. No investimento por fases existe um conceito muito importante: as rondas de financiamento. Quanto mais curtas forem as rondas de financiamento maior é a frequência com que a S.C.R. monitoriza o comportamento da empresa participada, aumentando assim a informação que possui (Sahlman, 1990; Cornelli e Yosha, 1997). Outro aspecto importante é o facto de os empreendedores terem uma “rédea curta” em relação à gestão da sua empresa prevenindo-os de terem comportamentos que os possam beneficiar em detrimento da sua empresa. A possibilidade de optar pelo abandono da empresa participada é um facto muito importante uma vez que permite à sociedade de capital de risco limitar as perdas caso a participação não tenha sucesso (Gompers, 1995; Sweeting e Wong, 1997). As rondas de financiamento divergem de acordo com a fase em que a empresa se encontra, assim como o sector em que esta opera. Empresas de alta tecnologia que estejam em fase de Early-Stage são aquelas que são alvo de uma maior monitorização. Embora estas empresas sejam alvo de um maior número de rondas de financiamento recebem menos capital por cada ronda e, à medida que a empresa se desenvolve e os seus activos tangíveis aumentam, a necessidade de monitorização diminui (Gompers e Lerner, 1999).

Due Diligence

O processo de selecção de projectos por parte das S.C.R., conhecido como processo de Due Diligence é o método através do qual as sociedades de capital de risco analisam e seleccionam os projectos em que vão investir.

O método de Due Diligence é bastante importante para avaliar o risco e o retorno de um possível investimento uma vez que incide na equipa de gestão, no produto/serviço, no mercado e nas limitações na legislação corrente (Fried e Hirsh, 1994; Manigart, Wright e Robbie, 1998).

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.

Em relação às fontes de informação utilizadas no processo de selecção pelas S.C.R., a mais importante é a entrevista com os respectivos promotores. Conhecer o que estes querem lançar no mercado, quais os seus objectivos para o projecto e como pretendem concretizar as suas intenções são as perguntas mais relevantes a que se pretende dar resposta. Além destas fontes são também usadas: o Curriculum Vitae dos promotores, o Balanço e as Demonstrações de Resultados (Bentes, Cortês, Esperança e Simões, 1998; Pintado, Lema e Auken, 2007).

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 destinado a esse efeito, destacando-se a experiência dos promotores, a rentibilidade esperada e a adequação do produto/serviço às necessidades do mercado e a estratégia de desinvestimento pretendida (Bentes, Cortês, Esperança e Simões, 1998; Kaplan e Stromberg, 2001; Correia e Armada, 2004).

Além destes critérios as S.C.R. também tomam em consideração factores como a natureza da indústria, a fase de desenvolvimento dos projectos, a localização geográfica, ou a natureza da tecnologia (Fried e Hisrich, 1994; Elango, 1995; Cumming, 2002).

O passo seguinte passa pela análise aos riscos a que o investimento no projecto está sujeita. As competências dos gestores, o seu historial destes, a sua rede de contactos, os seus conhecimentos da área de negócio e a evolução das necessidades do mercado são algumas das características são o elemento mais importante que as S.C.R.

usam na avaliação de novos projectos (Bentes, Cortês, Esperança e Simões, 1998; Pintado, Lema e Auken, 2007).

Passados todos os passos anteriores, caso o projecto apresente condições que justifiquem o seu financiamento por parte das S.C.R. é elaborado o contrato entre as partes. No contrato define-se quem pode e deve tomar as decisões, que tipo de decisões e em que circunstâncias (Bentes, Cortês, Esperança e Simões, 1998).

Breve Revisão de Literatura

Investimento por fases

Os estudos neste campo são focados maioritariamente no investimento em fases mais avançadas da vida de uma empresa empreendedora, nomeadamente a forma de Buyout. O país sobre o qual incide a maioria destes estudos é o Reino Unido. No entanto, embora estes sejam os principais focos dos estudos, as fases de Early-Stage e outros países como a Holanda também são alvo de estudos semelhante, devendo ser realçado que não foi encontrado qualquer trabalho que tenha analisado o investimento por fases em Portugal.

Bygrave, Hay e Peeters (1999) analisaram o método de financiamento para operações de Buyout e verificaram que esta foi a forma de financiamento dominante em termos europeus de 1994 a 1997, superando em larga escala as restantes formas de entrada no capital das empresas participadas. As razões que os autores apontam para este comportamento das capitais de risco passam pelo facto de que estes investimentos representam um meio mais fácil e rápido, apesar de mais dispendioso, de obter rendibilidade e com menos riscos, uma vez que empresas que são adquiridas por meio de Buyout encontram-se já num estado bastante desenvolvido em que a incerteza à volta do seu sucesso/insucesso é reduzida. Outro factor para esta preferência por parte do sector de capital de risco passa pelo facto das empresas em que são realizadas operações de Buyout necessitarem de uma menor participação na sua gestão por parte das S.C.R. do que as empresas menos desenvolvidas e assim exigem menos esforço e tempo dedicado por parte das sociedades de capital de risco. Murray e Marriot (1998) que analisaram o investimento europeu por fases de entrada chegaram à mesma conclusão, acrescentando no entanto que outra razão para o fraco nível de investimento em Early-Stage neste período se deve a experiências falhadas em empresas de alta tecnologia. No entanto, o estudo “European Venture Capital” (Bottazi e Rin, 2002) apresenta conclusões diferentes. De acordo com estes, entre 1997 e 2000 o investimento na Europa passou de um domínio da fase de Buyout para as fases de Early-Stage sendo a razão para este facto, segundo os autores, o facto de em 1997 o Euro.nm (uma aliança

de mercados financeiros europeus especializados em companhias inovadoras) ter iniciado as suas actividades.

A crescente importância que os Management Buyout's e Buy-in's tiveram no Reino Unido foi analisada por Murray e Lott (1993) no período de 1984 a 1992, tendo estes argumentado que este aumento se deveu a dois grandes factores: por um lado ao crescente incremento de fusões e aquisições durante este período e por outro, às facilidades de financiamento concedidas por parte das instituições bancárias, permitindo assim uma mais fácil realização de operações de M.B.O. e M.B.I. Os autores constatarem também que a partir de meados dos anos 80, esta forma de entrada no capital das empresas tem mantido sempre uma importância superior a 50% nos montantes totais investidos pela indústria do capital de risco. Este destaque dos M.B.O. e M.B.I. foi confirmado por Locket e Wright (2001) que constatarem que os M.B.O. e M.B.I. concentram grande parte do investimento no Reino Unido entre 1996 e 1998, apresentando valores médios de 38% e 26% respectivamente. No entanto a razão para este facto difere da apresentada por Murray e Lott (1993), uma vez que para os autores os M.B.O. e M.B.I., além de exigirem por parte das capitais de risco menos esforço no que toca ao auxílio à gestão das empresas participadas, apresentam uma oportunidade de investimento considerada menos arriscada do que o investimento em fases iniciais, concordando com Bygrave, Hay e Peeters (1999). Num estudo focado na primeira metade dos anos 90 no Reino Unido Sapienza (1996) realçou a mudança do investimento das fases de Early-Stage para Late-Stage, chegando à mesma conclusão de Murray e Lott (1993): o menor risco associado ao investimento forçou esta mudança.

Esta mudança é também evidente no comportamento dos Business Angels, Manson e Harrison (1996) no seu estudo "Barriers to the Informal Venture Capital Sector" focado nas fases de investimento preferidas pelos Business Angels no Reino Unido, concluíram que estes estão particularmente interessados em empresas que procurem capital para entrarem na fase de expansão, estejam elas já estabelecidas no mercado ou ainda na fase de Start-up. Para além deste tipo de operações os autores verificaram o crescente interesse por parte dos Business Angels em financiar operações de Buyout e Buyin. Neste sentido os autores destacam o facto de os Business Angels ingleses preferirem financiar empresas que tenham alguma maturidade deixando

empresas em fase de Seed capital com poucas oportunidades de conseguir financiamento.

A importância entre as fases de Early-Stage, Late-Stage e L.B.O. no investimento das S.C.R. nos Estados Unidos entre 1980 e 1988 foi comparada no estudo “Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making” (Gompers, 1994). Verificou-se que durante este período foi a forma de entrada por L.B.O. que aumentou de importância em comparação com as restantes fases. Este comportamento é explicado pelo facto de que com os desenvolvimentos das capitais de risco, a pressão para obter retornos a curto prazo é muito grande e uma vez que o L.B.O. é uma forma de conseguir isso, a sua importância ao longo do período analisado cresceu. Este aumento de importância estendeu-se para todas as formas de entrada em Late-Stage na primeira metade dos anos 90 (Sapienza, 1996), sendo este facto devido ao menor risco apresentado por esta forma de entrada.

Brouwer e Hendrix (1998) compararam os níveis de financiamentos com características de Seed capital entre a Holanda e o Estados Unidos chegando à conclusão que no período analisado (1984 a 1994) a percentagem de investimento na Holanda na fase de Early-Stage (Seed e Start-up) decresceu cerca de 9%, contrastando com os níveis apresentados nos Estados Unidos para o mesmo período, que se mantiveram numa média de 27% (embora com alguma volatilidade) do total de investido pela indústria de capital de risco. Os autores sugerem que a principal causa deste comportamento é o facto de as taxas de retorno de empresas em fases iniciais da sua evolução terem grande volatilidade e por isso afectarem grandemente o comportamento do investimento em Seed capital.

Cayen (2001) investigou o investimento por fases de entrada no Canadá entre 1991 e 2001 e verificou que as S.C.R. investem em maior percentagem em empresas que se encontrem em fase de Expansão / Desenvolvimento com um investimento médio de 50% do total investido durante o período analisado. As empresas em Early-Stage apresentam uma importância mais discreta encontrando-se o investimento, em média, entre 25% e 36%. A fase de Buyout apresenta uma importância pouco relevante neste país. O autor cita o estudo “Why do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence” (Ammit, Brander e Zott, 1997) para explicar esta situação: as S.C.R. investem em empresas que tenham sobrevivido à fase de Early-Stage de forma a

minimizarem os problemas de assimetria de informação que são mais importantes nesta fase. Baygan (2004) confirma estes resultados, chamando a atenção para o facto de estes investimentos não deverem ser considerados novos investimentos mas simplesmente investimentos de “follow-up” às firmas que antes já tinham sido alvo de investimento. A mesma conclusão é encontrada no estudo “Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets” (Black e Gilson, 1997), que compara o investimento por fases entre os Estados Unidos e a Alemanha de 1992 e 1994 e verifica que em ambos os países o investimento na fase de expansão foi a forma dominante com uma importância média superior a 50% para ambos. Os autores concluem que isto se deve ao facto de o investimento em fase de expansão se fazer em empresas que antes já tinha sido alvo em investimento nas fases de Early-Stage.

Especialização Sectorial

A literatura focada no investimento sectorial é claramente dominada pela incidência nos sectores das novas tecnologias, sendo que estes estudos analisam na sua maioria o comportamento dos sectores no Canadá devido à maior disponibilidade de dados. Tal como na análise do investimento por fases de entrada, não se conhece nenhum estudo que incida no investimento por sectores de actividade em Portugal.

Segundo Bygrave, Hay e Peeters (1999), o sector de investimento que mais se destacou na Europa entre 1995 e 1997, foi o dos bens e serviços de consumo, sendo que durante este último ano o sector referido canalizava cerca de 27% do total do investimento. Embora o sector dos bens e serviços de consumo tenha obtido o primeiro lugar em termos de investimentos neste período, os autores destacam e dedicam grande parte do seu estudo ao grande crescimento verificado a nível dos sectores mais tecnológicos, como por exemplo as tecnologias de informação, indústria de saúde, biotecnologia, energia, química, entre outros, uma vez que este conjunto de sectores teve um crescimento de 7% entre 1993 e 1997 a nível europeu e apresenta uma tendência de desenvolvimento a longo prazo semelhante ao que aconteceu nos Estados Unidos durante o mesmo período. Segundo as conclusões dos autores, estes relacionam o crescimento nos sectores tecnológicos com o facto de a Europa ter investido fortemente na pesquisa e desenvolvimento nos diversos sectores tecnológicos,

destacando o papel que algumas instituições de ensino europeias tiveram na mobilização e apoio ao desenvolvimento de novas empresas empreendedoras nesta área. Por fim os autores concluem que apesar deste grande crescimento no sector das empresas com base tecnológica na Europa, este desenvolvimento ainda não é comparável ao que acontece no Estados Unidos como por exemplo em Silicon Valley, que os autores consideram como o local de excelência para empresas empreendedoras de base tecnológica se desenvolverem. Estes resultados são em parte confirmados por Bottazi e Rin (2002) que investigaram a especialização sectorial europeia entre 1991 e 2000 e concluíram que os sectores que concentraram mais investimento foram os bens de consumo e os produtos e serviços industriais, os autores afirmam também que o investimento na Europa é feito mais nos sectores tradicionais e que ainda existiu no período analisado uma relutância em apostar nos sectores de alta tecnologia devido ao alto risco envolvido, contrariando assim os resultados de Bygrave, Hay e Peeters (1999), finalmente, os autores referem que nas SCR europeias exista muito pouco dinamismo em relação aos sectores investidos devido à falta de cultura de risco.

Este crescimento das novas tecnologias também se verificou no Canadá, segundo o estudo “Venture Capital in Canada” (Cayen, 2001) o investimento sectorial no Canadá entre 1991 e 2000 foi dominado pelas novas tecnologias, que tiveram o maior crescimento ao longo do período analisado, passando de uma importância de 46% para 89%. Cayen explica que este destaque se deve á aposta por parte deste país no seu desenvolvimento tecnológico, o que levou à criação de muitas empresas e ao consequente crescimento da importância no investimento nos referidos sectores.

A predominância dos sectores de alta tecnologia no Canadá foi também confirmada por Amit, Brander e Zott (1997). No entanto, os autores argumentam que esta situação acontece pelo facto de existirem mais oportunidades de investimento em sectores de alta tecnologia do que nos restantes. Os autores constatarem também que o investimento nestes sectores é também um investimento onde o problema da assimetria de informação é bastante significativo.

Esta prevalência dos investimentos em alta tecnologia neste país é confirmada por Clendenning (2001) que analisou o mesmo período e por Baygan (2003) que analisou o ano de 2001.

O investimento sectorial no Reino Unido foi analisado no estudo “Have U.K. Venture Capitalists a Bias Against Investments in New Technology-Based Firms?” (Murray e Lott, 1993). Este estudo analisou o período de 1984 e 1991 verificando-se que neste, o sector de alta tecnologia teve uma diminuição da sua importância passando de 33% para 13%. Os autores argumentam que esta situação se deve a duas causas: a primeira é a dificuldade em seleccionar e monitorizar empresas de alta tecnologia devido à natureza complexa do seu negócio, a segunda causa é o facto de os mercados em que estas empresas operam serem muito imprevisíveis fazendo com que as tentativas de previsão do seu comportamento sejam muitas vezes incorrectas. Alguns anos após este estudo, em 1996, Manson e Harrison (1996) analisaram novamente o investimento sectorial no Reino Unido por parte do Business Angels e verificaram que este se encontra dividido de forma praticamente igual entre todos os sectores. Os autores concluíram que esta situação se deve ao facto dos Business Angels investirem em sectores com os quais possuem maior familiaridade.

O investimento sectorial na Índia foi analisado no estudo “Venture Capital Investment in the Indian Market”, neste o autor (Singh, 2006) investigou o investimento por parte das S.C.R. na Índia, de 2003 a 2005, e concluiu que após ter recuperado da crise das “dot com” a Índia se tornou um país muito atractivo para o investimento por parte das empresas de capital de risco. O sector que mais se destacou foi o das tecnologias de informação, seguido pelo sector das manufacturas e pelo sector da saúde, o autor afirma que a causa para o grande destaque por parte do sector das tecnologias de informação se deve ao facto de a população na Índia ter uma grande propensão para as altas tecnologias e que existem muitas pessoas a fazer investigação nesta área, o autor constata que a combinação deste facto com a grande predisposição dos indianos para o empreendedorismo se reflecte no grande destaque deste sector.

A situação vivida no Japão em relação ao investimento sectorial é diferente dos países até aqui apresentados. Segundo Kutsuna, Cowling e Westhead (1999) o investimento no Japão não é dominado pelas altas tecnologias, mas sim pelas as manufacturas e as vendas a retalho. Segundo os autores isto acontece devido à tendência das S.C.R. japonesas em investirem em empresas já estabelecidas no mercado e com mais de 20 anos de existência, sendo o lançamento de empresa de novas tecnologias realizado quase exclusivamente no seio das grandes empresas.

Amostra

A recolha de dados para as fases de investimento em valor e em percentagem foi feita com base no período de 2001 a 2007 quer para a Europa quer para Portugal. Esta foi escolhida devido à facilidade na recolha de dados e pelo facto de ser um período recente que permite uma análise actual das últimas evoluções no capital de risco nacional e europeu. No caso do investimento médio por empresa a amostra foi de 2001 a 2006 apenas para o investimento por fases de entrada devido à falta de dados disponíveis.

A recolha de dados foi feita com recurso às associações de capital de risco de Portugal e da Europa, a A.P.C.R.I. e a E.V.C.A. respectivamente. A A.P.C.R.I. (Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento) é uma associação que tem como objectivo a promoção e o apoio do sector do capital de risco, averiguando a evolução nacional deste sector. Esta associação era composta, em 2006, por 24 S.C.R. das quais 5 eram apoiadas em bancos. Os dados recolhidos apresentam a importância relativa do investimento nacional por fases de entrada e por especialização sectorial, e foram obtidos recorrendo ao anuário e aos boletins informativos disponíveis na sua sede e no seu site www.apcri.pt.

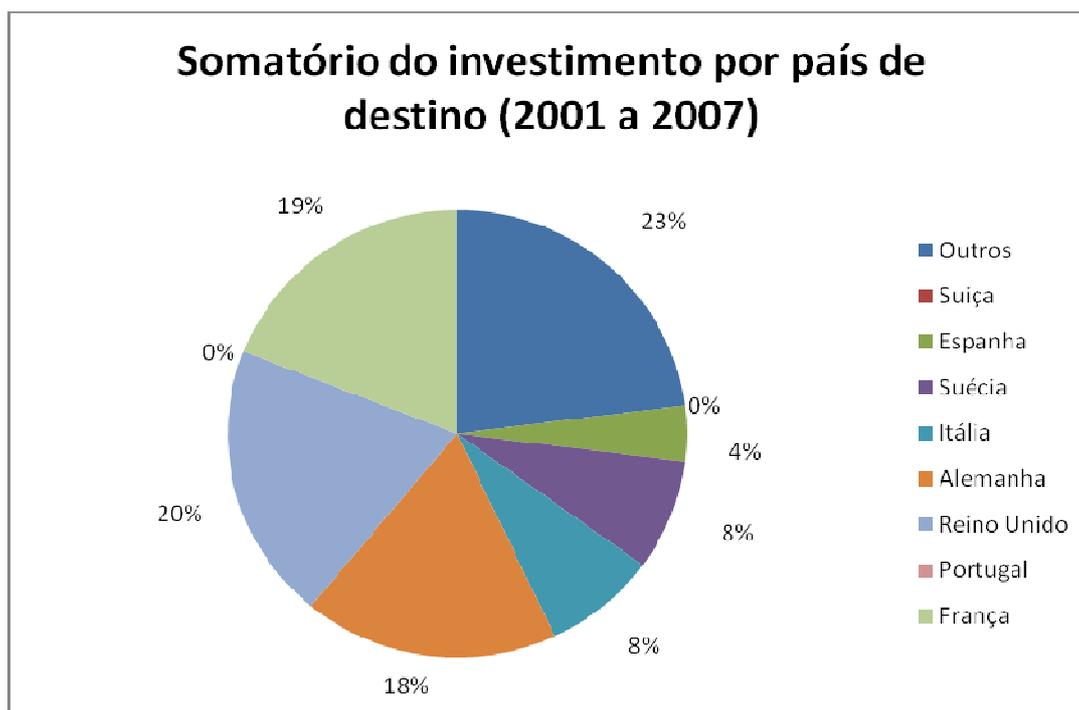
A recolha de dados sobre o investimento europeu foi feita no site da E.V.C.A. (European Venture Capital Association) www.evca.eu. Esta associação teve o seu início em 1983 e desde essa data estuda a evolução do capital de risco na Europa, contando de momento com cerca de 1300 S.C.R. espalhados por toda a Europa. Todos os anos é publicado um relatório com as estatísticas sobre a evolução do capital de risco na Europa e as últimas tendências. Os dados recolhidos com base nessas estatísticas representam a importância relativa do investimento europeu por fases de entrada e por especialização sectorial das S.C.R. europeias.

Nota Importante:

O facto dos dados fornecidos pela E.V.C.A. já conterem os valores de Portugal pode levar a que as análises e as conclusões desta dissertação possam ficar enviesadas, no entanto considera-se que este risco é mínimo uma vez que os valores do investimento nacional quando comparados com o total Europeu são praticamente nulos,

sendo que o somatório do valor do investimento nacional representa uma percentagem muito próxima de 0% em relação ao valor total investido na Europa. Tendo em conta este facto, considera-se que a influência do valor do investimento nacional nos valores apresentados pela E.V.C.A. é mínimo e para efeitos da análise feita nesta dissertação (Quadro 1).

Na comparação entre Europa e Portugal é necessário realçar que os países mais relevantes no contexto europeu, em relação ao investimento por parte do sector de capital de risco, são a Alemanha, o Reino Unido e a França. Representando aproximadamente cada um deles 19% do total do investimento ao longo do período analisado. Para além destes três países, a Espanha, a Suécia e a Itália detêm também alguma importância no total do investimento europeu embora não tão grande como os países anteriormente mencionados. Assim quando se compara o comportamento da Europa com Portugal, está-se essencialmente a comparar a Alemanha, o Reino Unido e a França com Portugal.

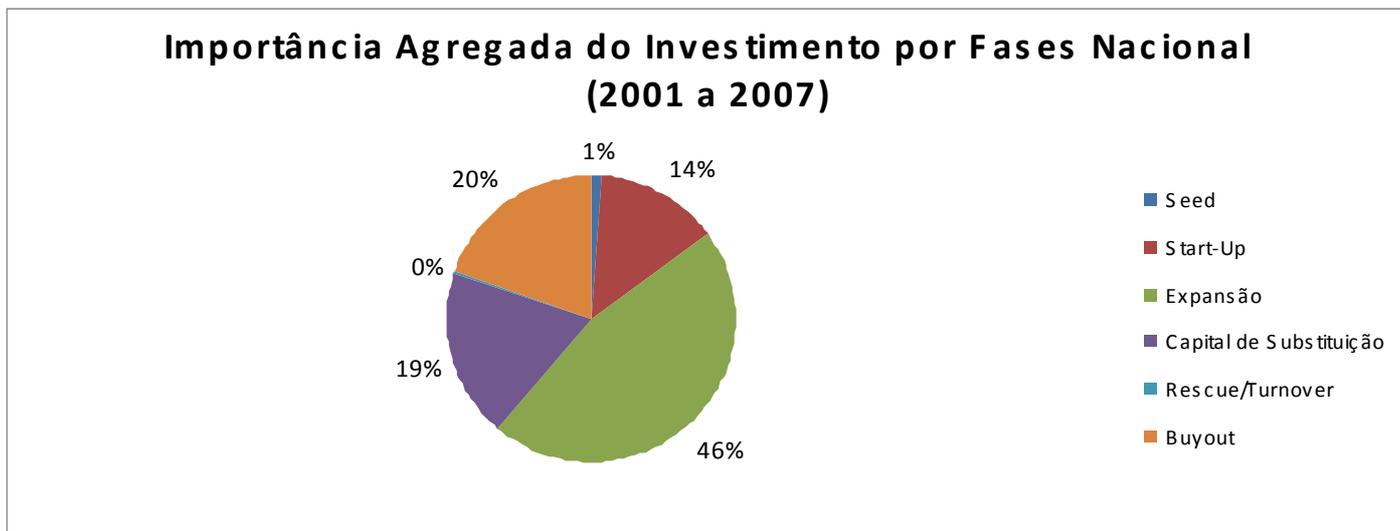


Quadro 1 – Importância dos Principais Países de Destino no Total do Investimento Europeu, fonte: E.V.C.A.

Análise de dados

Formas de Investimento

Comparação entre fases de investimento



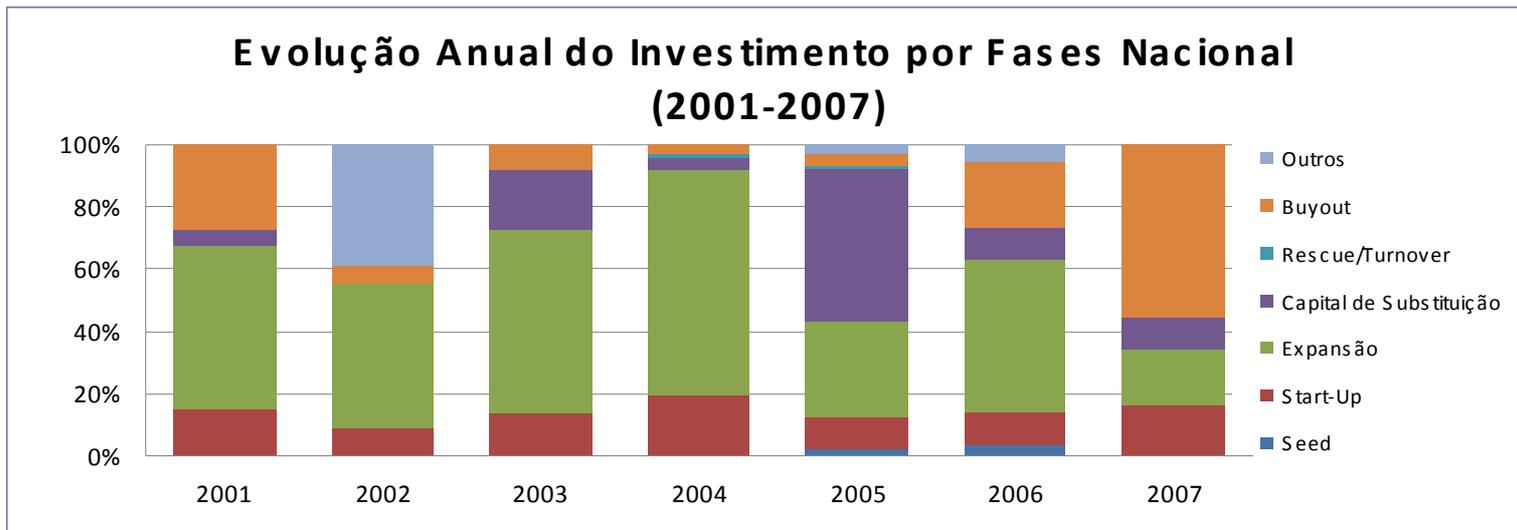
Quadro 2 – Importância Agregada do Investimento por Fases Nacional, fonte A.P.C.R.I.



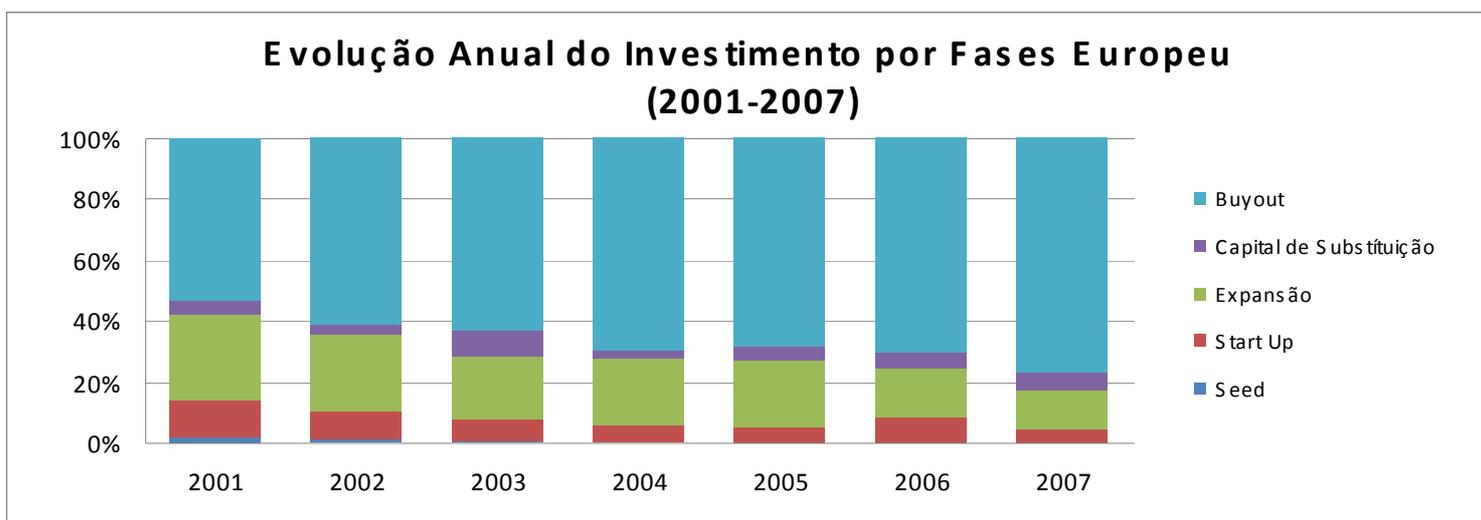
Quadro 3 – Importância Agregada do Investimento por Fases Europeu, fonte E.V.C.A.

Analisando as fases de investimento em Portugal pode-se constatar que durante o período analisado, o investimento na fase de Expansão é a forma de investimento mais

importante, seguido pelo investimento em fases de Buyout, Capital de substituição e Start-up (Quadro 2). O cenário Europeu é diferente uma vez que durante os anos analisados, o método de Buyout é de longe o mais escolhido, seguido pelo investimento na fase de expansão, pelos investimentos em Start-up e pelo capital de substituição (Quadro 3).



Quadro 4 – Evolução Anual do Investimento por Fases Nacional, fonte A.P.C.R.I.



Quadro 5 – Evolução Anual do Investimento por Fases Europeu, fonte E.V.C.A.

Comparando a evolução dos diferentes tipos de operações de financiamento por parte das sociedades de capital de risco nacionais e europeias verifica-se que ao nível

das formas de entrada iniciais, especialmente a de Start-up, no capital das empresas participadas existe em Portugal uma maior propensão para o investimento do que na Europa. No caso dos financiamentos sob a forma de Seed capital, verificamos que em Portugal, apenas em 2005 e 2006 os investimentos com Seed capital têm alguma relevância, tendo atingido nestes anos um grau de importância de 2% e 3 % respectivamente. O cenário europeu aponta também para a pouca relevância do Seed capital. Embora exista sempre uma percentagem de investimento ao longo de todo o período analisado ela é sempre muito reduzida, atingindo o seu máximo em 2001, com 1,67% do total do investimento (Quadro 4 e 5).

É no cenário de Start-up que se verifica uma diferença mais significativa na atenção dada ao investimento na fase inicial entre as duas realidades, uma vez que para o período analisado, esta forma de entrada apresenta uma importância média de 13% para Portugal, praticamente o dobro da Europa, que teve aproximadamente 7,4%. Deve-se realçar também que nos últimos três anos analisados, este método apresenta em Portugal um crescimento de 6% na sua importância em relação aos totais investidos, enquanto que na Europa o seu comportamento é bastante mais irregular, tendo, depois de uma fase de constante crescimento durante três anos, existido uma queda de aproximadamente 4% entre 2006 e 2007 (Quadro 4 e 5).

A forma de entrada na fase de Expansão de uma empresa participada tem uma maior importância quando se observa o cenário nacional. Com um valor médio de investimento de 47% contra 20% na Europa, novamente o dobro da realidade europeia, esta é inclusivamente a forma de financiamento mais representativa para o cenário nacional até ao ano de 2006 (Quadro 4 e 5).

O capital de Substituição segue a mesma tendência apresentada pelas formas de entrada anteriormente analisadas, ou seja, de que existe um maior interesse pelo financiamento a projectos que necessitem de capital de substituição em Portugal do que na Europa. Embora a importância desta forma de entrada tenha sido muito irregular em Portugal, passando por exemplo de uma importância de 4% para 49% entre 2004/2005 para depois cair novamente e estabilizar no valor de 10%, o seu valor médio é de cerca do triplo do contexto europeu com cerca de 14% contra 4,9% respectivamente. O cenário europeu para o capital de substituição apresenta-se mais constante que o nacional, mas no entanto, as percentagens de investimento são pouco relevantes, tendo

esta forma de investimento atingido o valor máximo em 2003 com 7,93% do total do investimento (Quadro 4 e 5).

É no método de Buyout que o cenário até agora descrito se inverte de forma abrupta, sendo este, de longe, o cenário preferido das capitais de risco europeias para realizarem as suas operações de financiamento uma vez que durante o período analisado, a média de entrada no capital das participadas tendo em vista a realização de operações de Buyout foi de aproximadamente 69% na Europa, contrastando com a média portuguesa de 18% para esta mesma forma de entrada. Constatam-se também que a tendência na Europa para este método é o de crescimento durante todo o período analisado, atingindo uma importância de 77% dos totais investidos em 2007.

Em Portugal o cenário tem sido diferente uma vez que este método não teve grande importância, exceptuando o ano de 2007 em que o Buyout deteve 56% do total do investimento feito em território nacional (Quadro 4 e 5).

Comparação entre o investimento médio por empresa

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Seed	3.500 €	13.000 €	N.A.	9.000 €	333.231 €	450.000 €
Start-Up	888.278 €	366.000 €	397.147 €	636.500 €	476.377 €	347.368 €
Expansão	1.501.500 €	1.115.304 €	1.014.407 €	1.443.661 €	1.517.140 €	2.383.784 €
Capital de Substituição	878.167 €	9.000 €	1.374.286 €	2.388.000 €	17.107.857 €	1.636.364 €
Rescue/Turnover	N.A.	N.A.	N.A.	154.364 €	195.857 €	N.A.
Buyout	7.516.500 €	1.746.500 €	1.390.167 €	2.025.000 €	1.888.400 €	3.150.000 €
Outros	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	981.818 €

Quadro 6 – Investimento Médio por Fase de Entrada em Portugal entre 2001 e 2007, fonte A.P.C.R.I.

Investimento Médio por Fases de Entrada - Europa

	2002	2003	2004	2005	2006
Seed	568.874 €	598.802 €	312.676 €	281.092 €	569.823 €
Start Up	963.361 €	843.170 €	1.010.648 €	1.077.520 €	2.983.721 €
Expansão	1.805.054 €	1.671.335 €	2.408.680 €	3.226.030 €	3.408.689 €
Capital de substituição	2.638.854 €	6.250.000 €	3.222.997 €	7.475.950 €	12.252.176 €
Buyout	20.076.028 €	16.896.235 €	21.121.212 €	22.228.902 €	30.344.046 €

Quadro 7 – Investimento Médio por Fase de Entrada na Europa entre 2001 e 2007, fonte E.V.C.A

Analisando os investimento médio por fase de entrada verifica-se que para Portugal e para a Europa, quanto mais tardia for a fase de investimento maior é o valor a ser pago pela S.C.R. para entrar no capital da empresa participada, sendo este facto válido para todos os anos analisados. Outro factor importante é a grande diferença existente entre os valores médios de investimento em Portugal e na Europa especialmente nas fases de Late-Stage, assim para a fase de Buyout o investimento é aproximadamente 16 vezes mais caro na Europa do que em Portugal em 2006 comparativamente a 2002 onde esta diferença era apenas de 2,7. Esta situação mantém-se para todas as fases de entrada excepto na fase de Seed capital onde nos últimos dois anos analisados os valores se encontram na mesma ordem de magnitude (Quadro 6 e 7).

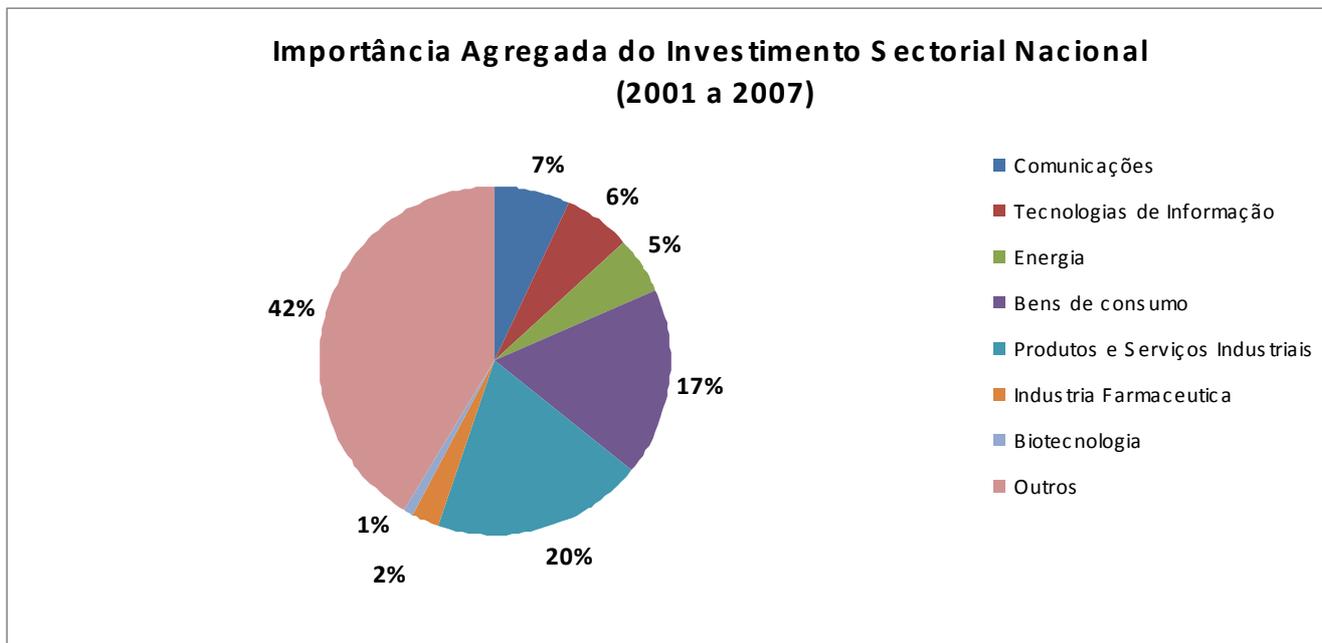
Valor médio disponível para o Investimento

Fundos Angariados mais Desinvestimento						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Fundos Levantados	5.886.001 €	3.610.000 €	6.236.000 €	10.992.000 €	13.533.000 €	3.116.000 €
Total Desinvestimento	89.543.000 €	76.596.000 €	69.838.000 €	93.459.000 €	175.701.000 €	71.000.000 €
Total	95.429.001 €	80.206.000 €	76.074.000 €	104.451.000 €	189.234.000 €	74.116.000 €
Nº Operadores	20	20	20	20	22	26
Média por S.C.R.	4.771.450 €	4.010.300 €	3.803.700 €	5.222.550 €	8.601.545 €	2.850.615 €

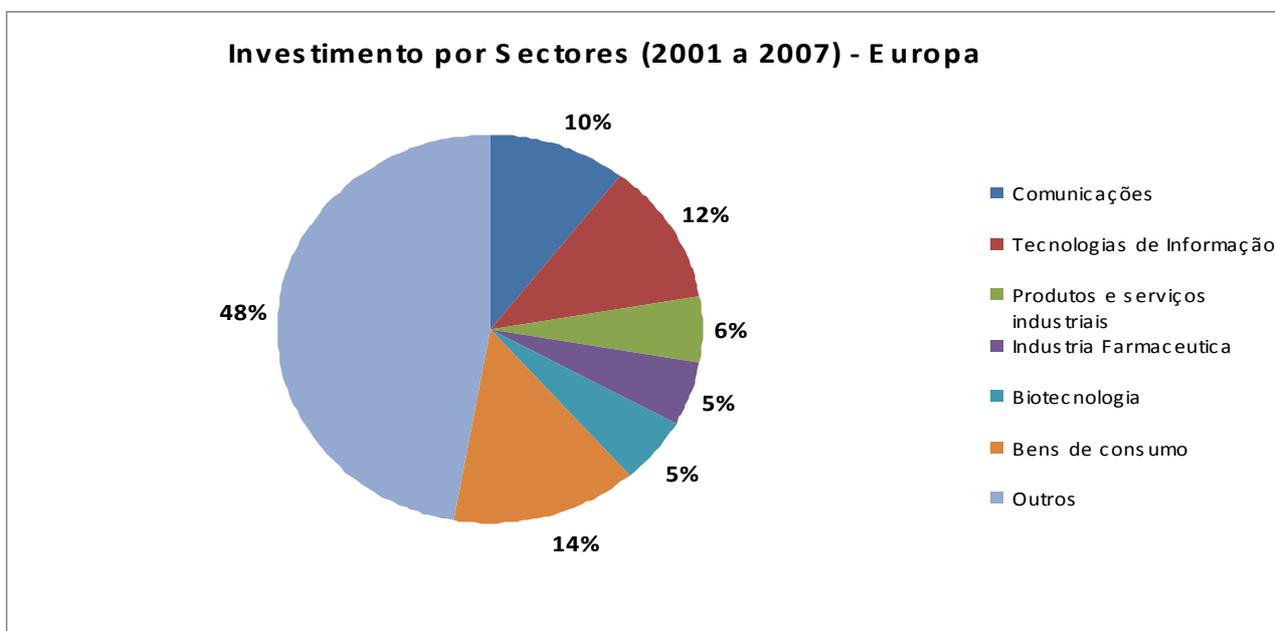
Quadro 8 – Valor médio disponível para o investimento para cada SCR nacional, fonte A.P.C.R.I.

Analisando os anos disponíveis verifica-se que os valores médios disponíveis para o investimento em Portugal apresentam uma tendência um pouco irregular, especialmente os últimos dois anos analisados em que de um valor disponível de 8,6 milhões de euros se passa para um valor de 2,8 milhões de euros. Os anos mais recuados embora tenham também alguma irregularidade, esta é bastante mais reduzida ficando-se por uma média de investimento de 4,4 milhões de euros. É de notar também que o valor médio do investimento em Buyout representa nos anos de 2001 e 2006 mais de 100% do valor médios que as S.C.R. nacionais conseguiram reunir, ficando pelos anos restantes com uma importância de 35%.

Comparação entre o investimento sectorial



Quadro 9 – Importância Agregada do Investimento Sectorial Nacional entre 2001 e 2007, fonte A.P.C.R.I.

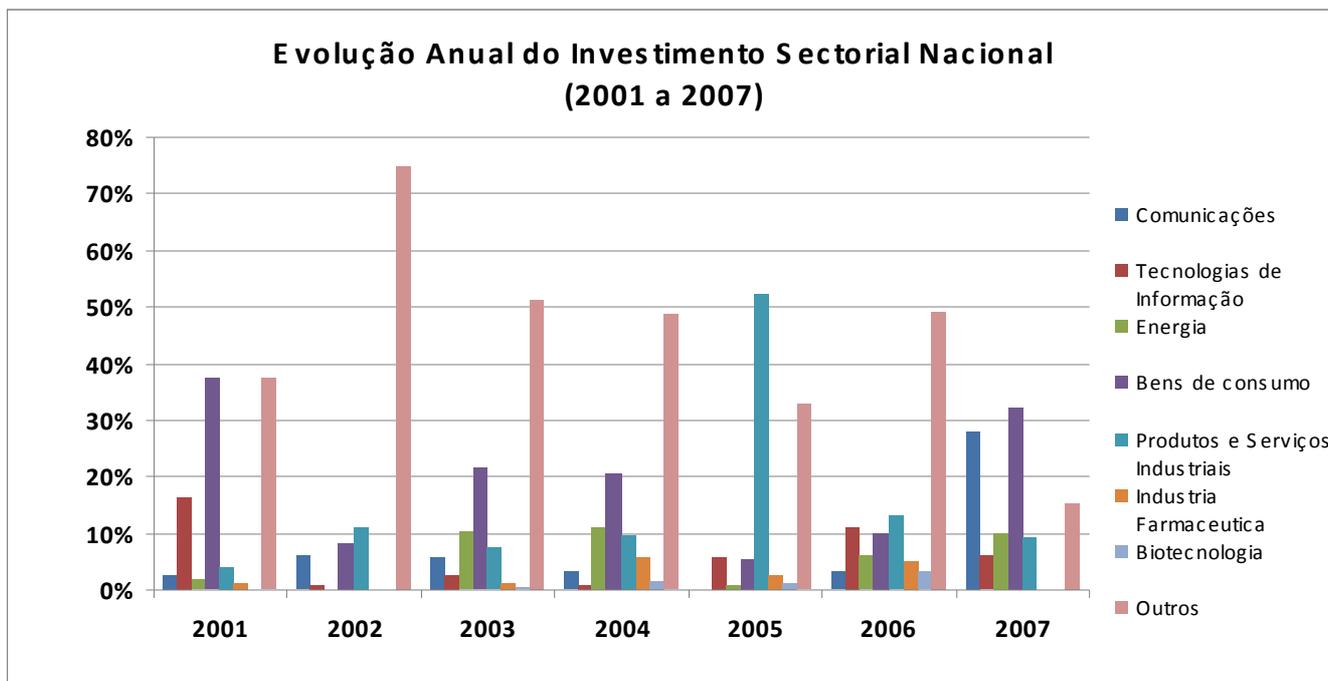


Quadro 10 – Importância Agregada do Investimento Sectorial Europeu entre 2001 e 2007, fonte E.V.C.A.

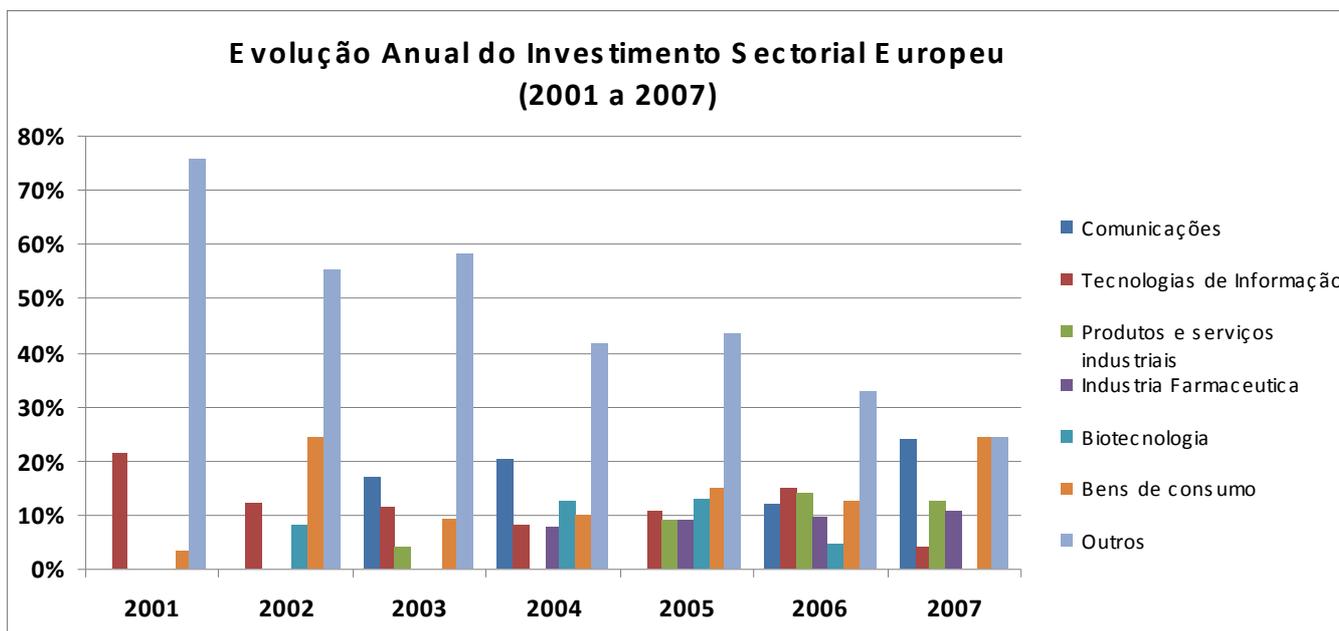
Analisando em termos globais, podemos verificar que os sectores da economia nacional, onde se verificaram os maiores investimentos por parte do sector do capital de

risco foram: o sector dos produtos e serviços industriais, dos bens de consumo, das comunicações, das tecnologias de informação e o da energia concentrando cada um deles, uma média de investimento de 20%, 17%, 7%,6 e 5%% no período de 2001 e 2007, respectivamente (Quadro 9).

Em relação aos sectores de destaque no cenário europeu, os que merecem destaque são: o sector dos bens de consumo, o sector das comunicações, o sector das tecnologias de informação, os produtos e serviços industriais e a indústria farmacêutica tendo cada um dos sectores, uma média de investimento de: 14%, 12%, 10% 6% e 5% respectivamente (Quadro 10).



Quadro 11 – Evolução Anual do Investimento Sectorial Nacional, fonte A.P.C.R.I.



Quadro 12 – Evolução Anual do Investimento Sectorial Europeu, fonte E.V.C.A.

Em relação ao sector dos produtos e serviços industriais, o seu peso no total do investimento português tem sido relativamente constante, com uma média de 15%, embora existam períodos de subida e de descida de importância estes não são muito significativos (exceptuando o ano de 2005), nunca atingido uma variação maior que 5% neste período.

O Ano de 2005 foi o ano em que este sector teve o seu grande destaque, uma vez que concentrou mais de metade do investimento nacional: 52% do total investido neste sector, valor que pode ser considerado fora do comum tendo em conta os valores do investimento neste sector nos outros anos analisados (Quadro 11).

No cenário Europeu este sector apresentou relevância apenas nos últimos 3 anos analisados tendo fora deste período apenas sido significativo em 2003 capturando cerca de 4% do total investido nesse ano na Europa. Em relação aos três últimos anos analisados este sector apresenta um crescimento de aproximadamente 3% no período analisado, embora este não tenha sido linear (Quadro 12).

O sector dos bens de consumo teve em Portugal um comportamento um pouco irregular, particularmente nos anos de 2001 a 2003 em que existiram grandes variações na importância deste sector, ainda assim a média de investimento deste sector foi de

19% no período analisado, de realçar também que nos últimos três anos analisados este sector cresceu 27% na sua importância (Quadro 11).

O cenário europeu apresenta a mesma tendência, com uma grande descida em 2002/2003 de aproximadamente 15% e um grande crescimento de quase 12% entre 2006 e 2007. Ainda assim uma análise global ao comportamento deste sector permite constatar que existe uma tendência relativa para a sua subida de importância no investimento, particularmente nos últimos três anos analisados, graças a um crescimento de aproximadamente 10% (Quadro 12).

O sector das comunicações em Portugal pode ser analisado dividindo o seu comportamento em dois sub-períodos, indo o primeiro de 2001 a 2005 e o segundo de 2005 a 2007. Durante o primeiro sub-período a sua importância decresceu de 3% para 0%, após dois anos em que a sua importância foi de 6%. O ano de 2005 foi o pior período, uma vez que neste ano, este sector teve importância nula. No entanto após este ano, este sector apresentou um grande crescimento passando para 28% no ano de 2007 (Quadro 11).

Em relação à evolução na Europa verifica-se que entre 2003/2004 e 2006/2007, existem períodos de grande crescimento, particularmente o último, em que o investimento neste sector aumentou cerca de 12%. Curiosamente estes dois períodos de grande crescimento estão “rodeados” de três anos em que a sua importância foi nula. Ainda assim, numa análise global, o comportamento deste sector foi positivo, passando de uma importância nula em 2001 para 24% do sector em 2007 (Quadro 12).

Em Portugal o investimento no sector das tecnologias de informação pode ser dividido em dois períodos, um primeiro de 2001 a 2004 em que existiu uma quebra de importância deste sector, passando de uma importância de 16% para 1%, para que, após estes anos voltasse a ganhar importância no investimento nacional, atingindo uma importância de 6% no final de 2007 (Quadro 11).

Na Europa as tecnologias de Informação têm perdido importância ao longo do período analisado pois embora, entre 2004 e 2006, a sua importância tenha aumentado cerca de 6,40 %, este sector passou de aproximadamente 21% para 4% ao longo dos anos (Quadro 12).

O sector da energia apresentou uma boa visibilidade no total do investimento nacional particularmente após o ano de 2003 em que, com excepção do ano de 2005, a

importância do investimento nunca esteve abaixo dos 6%, tendo em 2007 uma importância de 10% (Quadro 11).

No cenário Europeu este sector não tem muita visibilidade tendo apenas registado alguma importância nos últimos anos analisados (Quadro 12).

A indústria farmacêutica apresentou na Europa um crescimento regular de 2004 a 2007, após 3 anos em que a sua importância foi nula. Os últimos 4 anos analisados foram de crescimento constante passando este sector de uma importância de 7,60% em 2004 para 10,65% em 2007 (Quadro 12).

Em Portugal este sector tem uma importância mínima, excepto o ano de 2004 em que atingiu 6% no total do investimento nacional (Quadro 11).

Conclusões

Analisando globalmente as fases de entrada no capital das empresas por parte das empresas de capital de risco, a primeira conclusão que se pode retirar é de que em Portugal, durante 2001 e 2007, se apostou mais em empresas nas etapas iniciais de vida exceptuando-se, como referido anteriormente, o último ano analisado em que o Buyout, tal como na Europa, foi a forma preferida para os investimentos por parte das empresas nacionais do sector. Isto demonstra que o comportamento da indústria do capital de risco em Portugal foi mais propenso ao risco do que a média europeia, contrastando com a imagem de grande aversão ao risco que caracteriza a cultura portuguesa. Por sua vez, o investimento na Europa foi maioritariamente centrado nos Buyouts, preferindo as capitais de risco europeias investir em empresas numa fase de vida mais avançada e que por isso apresentam menos riscos para o investimento e uma menor necessidade de envolvimento com equipa de gestão da empresa participada por parte da capital de risco, apesar de as taxas de retorno do investimento serem inferiores às formas de entrada por Early-Stage (Cárter e Auken, 1994; Bygrave, Hay e Peeters, 1999; Locket e Wright, 2001). As taxas de retorno são mais altas em empresas na fase de Early-Stage do que empresas em Late-Stage uma vez que o risco é maior (Cárter e Van Auken, 1994), assim as S.C.R. europeias preferem as operações de Buyout de modo a minimizar o risco e a garantir um retorno mais imediato, embora abdicuem de retornos potenciais maiores. Neste sentido, a forma de financiamento praticada pelas S.C.R. europeias insere-se perfeitamente no conceito de “Merchand Capital” desenvolvida por Bygrave e Timmons (1992).

No entanto se o método de Buyout é o investimento mais estável, porque razão as S.C.R. nacionais não investiram mais nesta forma de entrada? Esta pergunta encontra uma possível resposta quando se verifica que o custo unitário do investimento de empresas em fases mais avançadas é muito superior ao de empresas em fases iniciais (Quadro 10 e 11), como se pode observar pelos valores médios dos investimentos realizados em Portugal que são de aproximadamente 3 milhões de euros para a entrada por Buyout, contrastando com um valor médio na ordem dos 22 milhões de euros por investimentos realizados na Europa.

Assim a conclusão que pode ser retirada é que os investimentos em fases mais avançadas que sejam de forma geral mais “seguros” requerem um investimento bastante

superior ao das fases mais iniciais, como foi verificado nos anos de 2001 e 2006 o investimento médio em Buyout em Portugal é superior ao valor médio que cada S.C.R. consegue canalizar para o investimento, nos restantes anos as percentagens de que um investimento por Buyout representa no total do investimento nacional é muito significativo, sendo em média 35%. Uma vez que a percentagem de investimento requerida pela entrada por Buyout é muito significativa e os investimentos de uma SCR devem ser diversificados, a forma de entrada por Buyout é na maioria do período estudado pouco significativa.

Uma vez que as Sociedades de capital de Risco Europeias conseguem captar uma maior quantidade de recursos do que as nacionais (Ammit, Brander e Zott, 1997), é mais fácil por parte destas a realização deste tipo de investimentos, o que vem sendo reflectido na evolução analisada.

A inclinação das S.C.R. nacionais para as fases de Early-Stage (particularmente Start-up) pode constituir uma explicação para o facto de o investimento em fase de expansão ser o que mais destaque tem no conjunto do investimento em Portugal uma vez que as empresas que ultrapassam as fases iniciais da sua vida necessitam de investimento adicional de forma a conseguirem desenvolver o seu negócio e tendo em conta que geralmente são as S.C.R. que investiram nessas empresas nas fases iniciais (Early-Stage) as mesmas que vão continuar o investimento na fase de expansão é natural que a inclinação das S.C.R. nacionais para as fases iniciais venha a ter continuidade na fase de expansão, esta mesma ideia é defendida em diversos estudos já referidos Black e Gilson (1997); Cayen (2001); Baygan (2004).

O investimento na fase de expansão em Portugal é em termos percentuais, mais do que o dobro do realizado na Europa no período analisado tendo no entanto vindo a decrescer consideravelmente durante o período analisado, reforçando assim a ideia de que a redução da actividade das SCR nestas fases é uma realidade a que se deve ter atenção, sob pena de as empresas em fases iniciais começarem a ter dificuldades em conseguirem encontrar financiamentos para avançarem para fases de expansão e crescimento.

O capital de substituição é a fase de Late-Stage que mais se destacou em Portugal ao longo do todo o período analisado, sendo que o grande peso desta forma de investimento sugere que as S.C.R. nacionais sentem muitas vezes a necessidade de

mudar membros da gestão das empresas que participam. Esta é uma situação mais visível em Portugal do que na Europa. Perante estes dados, pode-se concluir que esta necessidade talvez resulte de uma má avaliação dos gestores da empresa aquando do processo de Due Diligence ou da necessidade de eliminar elementos da gestão da empresa que constituam um entrave às decisões estratégicas na empresa participada e assim remover os elementos bloqueadores das suas decisões.

O investimento nacional e europeu divergem de forma mais acentuada nas fases em que focam os seus investimentos na medida em que enquanto as S.C.R. nacionais preferem as fases iniciais (Seed e Start-up) e de “follow up” (capital de expansão), as S.C.R. europeias investem quase exclusivamente na compra por Buyout. Conclui-se assim que as S.C.R. nacionais preferem investir nas fases iniciais de uma empresa e no seu desenvolvimento enquanto que as S.C.R. europeias preferem entrar no capital das empresas participadas quando estas já se encontram operacionais e estabilizadas nos seus mercados, o que demonstra que as S.C.R. nacionais justificam mais o conceito de capital de risco, na sua vertente original, do que as suas congéneres europeias.

Comparação por investimento sectorial

Em relação aos sectores de investimento, é visível que existem poucas tendências nas preferências de investimento nos mesmos. Tanto para as S.C.R. nacionais como para as europeias existem grandes variações de ano a ano em relação aos sectores em que investem. Conclui-se assim que o capital de risco procura sempre os sectores que se apresentam como mais relevantes e nos quais o investimento tem maior probabilidade de sucesso, uma vez que as oportunidades de negócio variam de ano para ano nos sectores, acompanhando as S.C.R. esta constante mudança. A título de exemplo o sector electrónico em Portugal ou a Construção na Europa apresentam percentagens significativas em termos de importância num ano para deixarem de a ter nos anos seguintes. No entanto, na revisão de literatura apresentada nenhum dos autores refere este facto, centrando-se apenas nos sectores mais significativos para o país e para o período analisado.

Na análise aos sectores de investimento em Portugal e na Europa, destaca-se o facto de os sectores de alta tecnologia, tantas vezes considerados como uma área de grande investimento por parte das S.C.R., não terem esse destaque comprovado. Ao contrário do que alguns estudos Murray e Lott (1993) e Bygrave, Hay e Peeters (1999) indicam, a relação forte que se pensa existir entre o capital de risco e os sectores de altas tecnologias não é confirmada pela análise aqui apresentada, quer para Portugal quer para a Europa, sendo este facto apenas ligeiramente contrariado pelo comportamento das tecnologias de informação.

O sector dos Produtos e serviços industriais esteve sempre presente nas decisões de investimento por parte das entidades de capital de risco nacionais ao contrário da ideia prevalecente na cultura nacional. Os dados analisados demonstram que Portugal aposta bastante na inovação e no desenvolvimento da sua indústria, sendo o nível de investimento realizado muito mais significativo, em termos de importância, do que o europeu, justificando-se este facto por uma maior necessidade de desenvolvimento deste sector em Portugal do que na Europa (Bottazi e Rin, 2002).

Na área das Comunicações, verificam-se dois cenários diferentes: em Portugal os valores investidos nos últimos cinco anos analisados apresentam um crescimento exponencial, enquanto que na Europa o cenário é inverso. É visível que tem existido um maior esforço em Portugal, particularmente nos últimos anos analisados, para desenvolver esta indústria enquanto que na Europa as necessidades são mais pontuais, novamente este facto é explicado devido ao maior desenvolvimento deste sector já verificado nos países europeus (Botazzi e Rin, 2002).

Quer em Portugal, quer na Europa, o sector dos Bens de consumo tem uma grande relevância. A tendência evolutiva é semelhante nos dois contextos: para Portugal esta área tem vindo a ganhar peso em termos de investimento desde 2005, enquanto que para o panorama europeu esta situação acontece a partir de 2004. O aumento de importância deste sector em termos de evolução histórica tinha já sido confirmado para um período anterior por Bygrave, Hay e Peeters (1999). Esta relevância explica-se pelo facto de que os bens de consumo são uma área direccionada para o consumo em massa e o investimento neste constituir geralmente um investimento menos arriscado, especialmente nos últimos anos, em que a maior parte das empresas empreendedoras nesta área tem conseguido facilmente estabelecer contractos com grandes superfícies

comerciais para a venda dos seus produtos, fazendo com que este se possa considerar como um sector sólido para uma ideia empreendedora (Kutsuna, Cowling e Westhead, 1999).

A Industria farmacêutica apresenta um destaque bastante maior na Europa do que em Portugal. Embora se tenham vindo a registar casos de grande destaque em Portugal na área de saúde, como por exemplo os investimentos de capital de risco a empresas como a Alfama, globalmente este sector não é muito relevante. Situação contrária é vivida na Europa. Neste contexto, o sector farmacêutico tem tido uma importância crescente nos últimos anos analisados, através de empresas como a Merck (que teve uma entrada em bolsa com sucesso). Assim pode ser concluído que, embora existam casos pontuais de grande sucesso neste sector, existe ainda um défice no que toca ao desenvolvimento do mesmo em termos nacionais ao contrário da situação vivida no resto da Europa, em que este sector detém uma importância bastante mais significativa.

O sector das tecnologias de informação apresenta-se relevante quer em Portugal quer na Europa. Embora exista uma importância ligeiramente superior na Europa, pode-se afirmar que em Portugal existe também uma aposta concreta nos sectores de alta tecnologia como disso são exemplo empresas como a Critical Software que começou com o apoio de uma S.C.R. e se tornou uma grande empresa. A grande importância deste sector no conjunto do investimento de capital de risco deve-se em grande parte aos esforços feitos para a modernização de procedimentos nas empresas públicas e privadas com vista a maior competição entre estas.

Por último, importa referir o comportamento nacional do sector da energia. Este tem tido grande destaque nos últimos anos, estando directamente relacionado com o aproveitamento que ultimamente se tem feito das energias renováveis no nosso país. Portugal, pela sua proximidade com o mar e a sua grande exposição à luz solar, tem apresentado nos últimos anos um grande aumento na utilização de energia dos oceanos, de energia solar e também eólica. Este aproveitamento energético contrasta vivamente com os níveis de investimento europeus neste sector, confirmando a ideia de que Portugal se encontra na vanguarda no investimento em energias renováveis.

Em termos práticos uma empresa empreendedora europeia que esteja ainda numa fase inicial deve ter em conta que o investimento na Europa está concentrado em fases mais avançadas e que por isso deve ter esta situação em conta quando for procurar financiamento por parte do capital de risco. Situação inversa ocorre para um empresa nacional, que vai ter mais facilidade em obter financiamento na sua fase inicial.

As empresas que consigam o investimento na sua fase inicial, devem também ter em conta que existe maior probabilidade de as S.C.R. nacionais apostarem nelas para futuros investimentos de “follow-up” uma vez que é nesta fase que existe a maior concentração do investimento nacional.

As entidades reguladoras devem focar a sua atenção na realidade do sector do capital de risco nos últimos anos, uma vez que a maioria do investimento é feito através de operações de Buyout, distorcendo de forma grave o próprio conceito de capital de risco. Nesse sentido devem ser criadas condições que facilitem o investimento em empresas na fase de Early-Stage, sob pena de num futuro próximo o conceito de capital de risco ser na prática “Merchant Capital” quer na Europa, quer em Portugal.

Em relação aos sectores de investimento, a principal conclusão é que as S.C.R. estão sempre em análise contínua do mercado em busca dos melhores sectores de investimento. Uma vez que estes mudam muito de relevância de ano para ano é necessário às S.C.R. estudar continuamente o mercado de forma a conseguir antecipar as tendências futuras. No entanto, apesar desta mudança contínua de sectores investidos existem alguns que durante o período estudado conseguiram apresentar continuidade no investimento: Produtos e Serviços Industriais e Bens de consumo.

As principais limitações na elaboração da tese prendem-se com o facto de a literatura existente sobre este assunto, a análise das fases e sectores de investimento, não seja muito vasta. Outra limitação importante é o facto de alguns dados não se encontrarem disponíveis, como por exemplo o número de empresas investidas por sector, o que limitou de certa forma uma análise mais completa à problemática apresentada. Por ultimo o facto de não se encontrar disponível o valor médio dos valores disponíveis por financiamento para as S.C.R. europeias limitou de certa forma a análise mais aprofundada a esta temática.

As futuras pesquisas que podem ser feitas devem focar-se em averiguar se a corrente crise global poderá afectar a tendência existente no investimento por fases em Portugal e na Europa. Será particularmente interessante verificar se a estabilidade e menor risco associado aos investimentos em Buyout Cárter e Van Auken (1994) é afectada pela corrente crise.

Será também pertinente saber se o clima de constante mudança nos diversos sectores de investimento é alterado. É ainda relevante verificar se os principais sectores de investimento (por exemplo os produtos e serviços industriais) vão manter o ou perder o seu destaque no investimento nacional e europeu e, por outro lado, como se vão comportar sectores que tiveram uma importância diminuta (por exemplo o sector da construção) face a esta crise. Outra pesquisa interessante será verificar se o clima de constante mudança em relação ao investimento por sectores vai ser alterado: as S.C.R. vão concentrar os seus investimentos sectoriais ou pelo contrário, a tendência de constante mudança na maioria vai continuar? Assim a principal pesquisa futura sugerida deve incidir sobre o futuro comportamento do investimento sectorial por parte das S.C.R. face à crise existente.

Referencias Bibliográficas

APREN, http://www.apren.pt/pdf/CI_Microgeracao051107.pdf

ANACOM, Anuário estatístico 2005, http://www.icp.pt/streaming/a.e.2005.pdf?contentId=416965&field=ATTACHED_FILE

APCRI, Anuário APCRI 2006/2007, <http://www.apcri.pt/node/494>

APCRI, Estatísticas APCRI 2003 a 2006, <http://www.apcri.pt/node/494>

Auken, H. V., (2001). Financing Small Technology-Based Companies: The relationship Between Familiarity with Capital and Ability to Price and Negotiate Investment, *Journal of Small Business Management* 30(3), 240-258.

Barry, C., (1994). New Directions in Research on Venture Capital Finance, *Financial Management* 23(3), 3-15.

Baygan, G., (2003), *Venture Capital Policies in Canada*, OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2003/4, OECD Publishing.

Amit, R., Brander, J. e Zott, C., (1998), *Why do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence*, Vancouver: British Columbia.

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.

Bergemann, Dirk e Ulrich Hege., (1998). Dynamic Venture Capital Financing, Learning e Moral Hazard. *Journal of Banking and Finance* 22, 703-735.

Bigus, J., (2002). Moral Hazard by Inside Investors in The Context of Venture Financing, Working Paper, University of Hamburg.

Black, B. S. e Gilson, R. J., (1997). *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*, Columbia University School of Law e Stanford University School of Law.

Bottazi, L. e Rin, M. D., (2002). *Venture Capital in Europe and the Financing of innovative Companies*, Italy: University of Torino.

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.

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

Bygrave W. D., Hay M. e Peeters J. B., (1999). *The Venture Capital Handbook* . London, Prentice Hall.

Cano, C., e Carzola L., (1998). El Modelo Andaluz de Capital Riesgo: Situación Actual y Perspectivas. Una Comparación a Escala Nacional, Revista de Estudios Regionales Nº 51, 121-143

Cayen, J. P., (2001). Venture Capital in Canada, Bank of Canada

Clendenning, E. W. & Associates, (2001), Issues Surrounding Venture Capital, Initial Public Offering (IPO) and Post-IPO Equity Financing for Canadian Small and Medium-Sized Businesses (SMEs), Small Business Policy Branch Industry Canada, 21Março

Cornelli, Francesca e Oved Y., (1997). Stage Financing and the Role of Convertible Debt . Unpublished Working Paper. London Buisness School and Tel Aviv University.

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.

Critical Software, <http://www.criticalsoftware.com/milestones.html>

Cummings, D. J., (2002). Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital, School of Business, University of Alberta, Working Paper.

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

Denis, J. D.,(2003). Entrepreneurial Finance: An Overview of the Issues and Evidence , Krannert Graduate School of Management, U.S.A.

Elango, B. F.; Hisrich, R. D. e Poloneck, A., (1995). How Venture Capital Firms Differ, Journal of Business Venturing 10, 157-179.

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

EVCA, EVCA anual reports 1999 to 2007, <http://www.evca.eu/about/default.aspx?id=406>

Fama, Eugene F., e Michael C. J., (1983). Separation of Ownership and Control . Journal of Law and Economics 26, 301-325.

Ferreira, 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.

Fried, V., e Hisrich R., (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making , Financial Management 23(3), 28-37.

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

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

Gompers, P. A., (1994). The Rise and Fall of Venture Capital, Chicago: University of Chicago.

Gupta, A., e H. Sapienza, (1994). Determinants of Venture Capital Firms Preferences Regarding the Industry Diversity ND Geographic Scope of Their Investments, *Journal of Buisness Venturing* 7, 347-362.

Health Cluster portugal, <http://healthportugal.com/noticias/alfama-recebe-20ac2.2-milhoes-do-qren>

Hellmann, T. and M. Puri (2000). The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital, *Review of Financial Studies*, 13(4), 959–984.

Hsu, D., (2002). Do Entrepreneurs pay for affiliation?, Working paper, Sloan School of Management.

Kaplan, S. N. e Stromberg, P., (2000). Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Study of Venture Capital Contracts, Working Paper, University of Chicago.

Kaplan, S. N. e Stromberg, P., (2001). Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capital Analyses, Working Paper, University of Chicago.

Kutsuna, K. , Cowling, M. e Westhead, P., (1999). The Short Run Performance of JASDAQ Companies and Venture Capital Involvement Before and After Flotation, Osaka City University, University of Birmingham e University of Stirling.

Lam, S., (1991). Venture Capital Financing: A Conceptual Framework, *Journal of Buisness Finance and Accounting*, 137-149.

Landstrom, H., (1992). The Relationship Between Private Investors and Small Firms: An Agency Perspective, *Entrepreneurship and Regional Development* 9, 199-223.

Locket, A. e Wright, M., (2001). The Syndication of Venture Capital Investments, Nottingham: Nottingham University Business School

Manigart, S., M. Wright, K. Robbie, P. Desbrières, e K. De Waele, (1998). Venture Capitalists Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study, *Entrepreneurship : Theory & Practice* 21(4), 29-43.

Mason, C. M. e Harrison, R. T., (2002). Barriers to Investment in the Informal Venture Capital Sector, University of Strathclyde e University of Edinburgh.

Mason, C. M., (1997). *Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the U.K.: Is There Still a Role for the Public Sector?*, Southampton, University of Southampton.

Murray, G. C. e Marriot, R., (1998). *Why has the Investment Performance of Technology-Specialist European Venture Capital Funds Been so Poor?*, Warwick: Warwick Business School.

Murray, G. C. e Lott, J., (1993). *Have U.K. Venture Capitalists a Bias Against Investments in New Technology-Based Firms?*, Warwick: Warwick Business School.

Pintado, T. R., Lema, D. G. P. e Auken, V. H., (2007). *Venture Capital in Spain by Stage of Development*, *Journal of Small Business Management* 45(1), 68-88.

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

Sapienza, H.J., Manigart, S. and Vermeir, W., (1996). *Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries*. *Journal of Business Venturing*, 11, 439-469.

Sahlman, W., (1990). *The Structure and Governance of Venture Capital Organization*, *Journal of Financial Economics* 27, 473-521.

Singh, S., (2006). *Venture Capital Investment in the Indian Market*, J. Sagar Associates, Bangalore, India.

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

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

Sweeting, R. C. e Wong, C. F., (1997). *A UK Hands-off Venture Capital Firm and the Handling of Post-Investment Investor-Investee Relationships*, *Journal of Management Studies* 34, 125-152.

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