

009

ESTUDO PARA AVALIAÇÃO DO IMPACTO ECONÓMICO DO CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL



*Associação Portuguesa de Capital
de Risco e de Desenvolvimento*



AO SERVIÇO DO DESENVOLVIMENTO
ECONÓMICO DE PORTUGAL

ÍNDICE

I - ENQUADRAMENTO	1
II - BREVE ANÁLISE DO QUADRO INTERNACIONAL E NACIONAL DA INDÚSTRIA DE CAPITAL DE RISCO	2
III - TRABALHO EMPÍRICO DESENVOLVIDO	4
1) Contextualização teórica do trabalho	
2) Resultados obtidos no estudo	
IV - PRINCIPAIS CONCLUSÕES	15
ANEXO I – QUESTIONÁRIO	18
BIBLIOGRAFIA	21

I - ENQUADRAMENTO

O presente Estudo, efectuado na sequência de um desafio lançado pelo IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação, à APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento, teve como objectivo principal a análise do impacto da participação do capital de risco nas empresas participadas pelos principais operadores portugueses associados daquela instituição. Foi elaborado um inquérito a todos os operadores associados da APCRI, contemplando a recolha de dados gerais de caracterização das empresas participadas, dados sobre as operações de capital de risco concretizadas com essas empresas e dados qualitativos sobre as mesmas, contemplando os seguintes domínios:

- Gestão geral / estratégia empresarial
- Marketing/vendas
- Área técnica / de produção
- Recursos humanos

Participaram neste Estudo os seguintes associados da APCRI, e aos quais se agradece o empenho nesta colaboração: BCP CAPITAL, Beta Capital, BIG Capital, CA CONSULT, Caixa Capital, Change Partners, DRIVE, InovCapital, Inter-Risco, PME Investimentos e Turismo Capital.

Os dados trabalhados no presente Estudo resultam assim da análise das respostas dadas pelos 11 operadores inquiridos, sobre um total de 142 empresas por eles participadas.

São assim apresentadas no presente documento as principais conclusões deste inquérito (disposto em anexo), enquadradas por uma breve contextualização da actividade de capital de risco na Europa e em Portugal.

O processo de recolha e tratamento dos questionários foi coordenado pela SBI-Consulting, tendo o relatório final sido redigido e revisto pelo Audax- Centro de Empreendedorismo e Empresas Familiares do ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa.

II - BREVE ANÁLISE DO QUADRO INTERNACIONAL E NACIONAL DA INDÚSTRIA DE CAPITAL DE RISCO

De acordo com as estatísticas da EVCA (*European Venture Capital Association*), na Europa a actividade de *fund-raising* na indústria de capital de risco voltou para níveis idênticos aos de 2005, com 69 biliões de euros de fundos captados, acentuando a tendência negativa sentida no ano anterior, com um decréscimo de 15%. Os Fundos de Pensões (23%), Fundos de Fundos (11%) e Seguradoras (7%) apresentaram-se como os principais investidores no sector, mantendo-se o Reino Unido e a Irlanda como os países de origem mais representativos nos fundos levantados.

De uma forma geral, verificou-se um abrandamento da actividade de capital de risco na Europa na ordem dos 20% (em valor) e 12% (em número de operações realizadas) relativamente a 2007, cifrando-se o volume de investimento alcançado em 59 biliões de euros.

As operações de *buyout* representaram 65% do total dos investimentos realizados, tendo o investimento em *early stages* apresentado níveis idênticos aos de 2007, na ordem dos 8 biliões de euros. Os desinvestimentos, por seu turno, acompanharam o “arrefecimento” da actividade com uma queda de 50%, para 13 biliões de euros, surgindo as *trade sales* e operações secundárias (vendas a outras capitais de risco) como principais modalidades de saída (representando 67% do total).

Para 2009, o último relatório de actividade da EVCA disponível (Outubro) aponta para um conjunto de tendências de evolução da indústria que importa ressaltar:

- Continuação do foco da política de investimentos nas fases de *early stages*;
- Incremento de sectores como o entretenimento, multimédia e conteúdos;
- Quebra nos fundos angariados, representando até Outubro de 2009 um terço do valor total angariado em 2008 em toda a Europa;
- Em termos de investimento realizado, de ressaltar também o valor pouco significativo, que até Outubro de 2009 representava menos de 14% do total investido em 2008 e menos de um terço no que respeita ao número de investimentos concretizados.

Por outro lado, segundo as estatísticas da APCRI, face à tendência de abrandamento da actividade registada na Europa, Portugal acabou por apresentar resultados favoráveis em termos de montantes investidos (tendo atingido 396 milhões de euros, o que representa um crescimento de 134% face a 2007), isto apesar dos fundos angariados nesse ano (15 milhões de euros) terem representado uma queda muito considerável face a 2007, reflexo directo das dificuldades em obter financiamento no contexto da crise financeira. O investimento médio por empresa ascendeu a cerca de 2,8 milhões de euros, tendo aumentado face a 2007, bem como o número de empresas apoiadas evoluído para 141 (contra 93 em 2007).

Em termos de tipologia de operações, os *management buyouts* totalizaram 72% do total do investimento concretizado nesse ano, o que equivale a um aumento líquido de 189 milhões face ao ano anterior, na ordem dos 204%. As restantes categorias de investimento, particularmente nas fases de *early stage* (*start-up* e expansão), apresentaram crescimentos anuais de 104% e 34%, respectivamente e montantes superiores aos observados em qualquer ano, desde 1997. Por seu turno, o valor dos desinvestimentos totalizou 135 milhões de euros em 2008, o que correspondeu a 57% de crescimento face a 2007, mas em sentido contrário à tendência europeia, tendo continuado a modalidade de “*trade sale*” a mais significativa em termos de montante, com 96 milhões de euros desinvestidos, seguida da venda à gestão e o desinvestimento por via de *silent partnerships*.

O sector das energias e serviços de natureza industrial foram os mais dinâmicos em termos de indústrias alvo de investimento, com destaque para o sector de energia com mais de 52% do valor total investido em 2008. Os sectores de produtos e serviços de natureza industrial (20% do total) também se destacaram ao registar excelentes níveis de crescimento em 2008, comparativamente a 2007. Pela negativa, destacaram-se os sectores das comunicações, serviços ao consumidor e informática, com quedas de cerca de 80%, 63% e 40% face a 2007, respectivamente.

No entanto, a perspectiva de evolução da indústria para 2009 vem, em muitos pontos, confirmar a tendência de 2008. De acordo com dados da APCRI para o 1º trimestre do ano, registou-se um crescimento acentuado na actividade de 40,178 milhões de euros em 2008 para 103,065 milhões de euros investidos em 2009, isto apesar do número de investimentos concretizados não ter aumentado significativamente (registou-se apenas mais um do que no mesmo período do ano anterior). No que diz respeito ao desinvestimento, o cenário perspectiva-se um pouco distinto, com o primeiro trimestre de 2009 a alcançar valores muito acima do mesmo período de 2008 (3,347 milhões contra 991 mil euros).

Em suma, a indústria de capital de risco em Portugal ao longo dos últimos 3 anos pautou-se pelos seguintes factores relevantes:

- Estagnação na actividade de *fund-raising* em Portugal e consequente manutenção dos fundos sob gestão;
- Evolução crescente do portfolio das SCR a operar no mercado, com o consequente aumento do valor das carteiras sob gestão;
- Estagnação do número de operadores a actuar na indústria;
- Aumento do valor médio do investimento e de desinvestimento por empresa participada;
- Crescente investimento em fases *early stage*, fruto da recente proliferação de iniciativas de fomento ao empreendedorismo e ao surgimento formal dos *business angels* organizados no nosso país;
- Crescente importância dos fundos de fundos no financiamento da indústria (87% do total angariado em 2008), em contraste com o verificado em anos anteriores, em que a banca e o sector público assumiam principal destaque, sendo essa tendência acompanhada pelos fundos de pensões).

III - TRABALHO EMPÍRICO DESENVOLVIDO

1) CONTEXTUALIZAÇÃO TEÓRICA DO TRABALHO

No contexto actual da indústria de capital de risco, têm sido muito debatidos os factores determinantes da evolução recente da actividade no nosso país (isto numa perspectiva “macro”), como por exemplo a existência de um ambiente regulamentar e fiscal favorável ao desenvolvimento da actividade, o papel do Estado na sua dinamização ou a apetência da iniciativa privada para investir neste sector. No entanto é certo que não tem havido muita preocupação por parte dos operadores em analisarem o impacto do recurso a este instrumento financeiro por parte das empresas suas participadas, o que num quadro de crise económica como o actual assume particular relevância.

Efectivamente, ao fim de mais de duas décadas de actividade em Portugal, torna-se pertinente estudar qual a influência do capital de risco ao nível das empresas que já beneficiaram deste instrumento (isto é, numa perspectiva “micro”) e retirar assim as devidas ilações para a futura orientação desta actividade. É esta a pertinência de elaboração do presente estudo. Para tal deveremos contextualizar num quadro teórico o conceito de “participação de capital de risco” numa empresa.

Em primeiro lugar, deve-se ter como pressuposto de partida que a intervenção do capital de risco numa empresa representa um reforço dos seus capitais próprios, com naturais implicações ao nível da sua estrutura financeira. O capital próprio representa assim um recurso investido na empresa/projecto em troca da posse de uma parcela desta(e) e conseqüente partilha de risco. A proporção detida define o grau de controlo do investidor e a parcela de lucros que lhe cabe, após a determinação da percentagem a reter na empresa, a qual irá contribuir para a sua capacidade de auto financiamento, tudo isto definido no quadro de uma política pré-definida de distribuição de dividendos (Modigliani & Miller - 1958 e 1963). A sua remuneração encontra-se indexada aos resultados da empresa/projecto, não existindo um mapa de serviço de dívida previamente acordado, como acontece com a maioria do capital alheio (Damodaran - 1999, Opler et al - 1997).

Do ponto de vista financeiro, o capital de risco permite melhorar a estrutura financeira da empresa, diversificando a origem dos fundos e contribuindo para reduzir o seu risco financeiro. Ao contrário de um empréstimo bancário, uma intervenção de capital de risco implica também a assumpção do risco do negócio por parte do operador, à semelhança dos restantes sócios ou accionistas. A sua remuneração está dependente do sucesso da empresa, reflectida nas potenciais mais-valias a realizar no momento da saída. Com a ligação a um operador de capital de risco, um empreendedor vê assim salvaguardada a sua independência, podendo equilibrar a sua estrutura de capitais por via do reforço do nível de capitais próprios, beneficiando dos contactos institucionais do operador por via da sua intervenção na gestão (em regime executivo ou não), ganhando ainda credibilidade e força negocial junto das instituições financeiras para a angariação de capitais alheios (Sahlman - 1990 e Mull - 1994).

Por outro lado, a intervenção de capital de risco numa empresa vem alterar algumas das suas premissas, em particular no que concerne à sua cultura organizacional. Destaca-se assim por um lado, a acção pedagógica necessária por parte do operador no sentido da empresa assegurar um adequado reporte de informação, e por outro lado, a existência de procedimentos internos ajustados aos seus objectivos de acompanhamento, quer seja ele do tipo *hands-on* ou *hands-off*. De um modo geral, independentemente da dimensão da empresa participada, a entrada de um operador de capital de risco no seu capital implica uma alteração ao seu modelo de governação, com particular incidência a vários níveis: na entrada de um representante do operador nos órgãos sociais da empresa, se aplicável, em regime executivo ou não, na articulação das regras de aprovação de assuntos relevantes para a vida da empresa em sede de Assembleia Geral, associadas às cláusulas especiais de protecção do investidor minoritário introduzidas no acordo parassocial e na adequação do modelo de reporte de informação da empresa e dos seus procedimentos internos às exigências do novo sócio/accionista, também em conformidade com o disposto no acordo parassocial sobre esta matéria (Wasserman - 2000).

A intervenção do capital de risco numa empresa vem também esbater o típico problema de assimetria de informação com que as organizações (principalmente as de menor dimensão) se defrontam no seu dia-a-dia (Smith & Smith – 2000). Este fenómeno faz-se sentir com maior intensidade a dois níveis: no que respeita à credibilidade transmitida para o exterior (o designado “efeito sinal”) e no que respeita à melhoria global do sistema de reporte de informação para o exterior (Black & Gilson – 1999 e Tavares - 2000). No caso do “efeito de sinal”, convém ressaltar que, independentemente do tipo de operação de capital de risco concretizada, a entrada destes investidores no capital das empresas confere-lhes uma imagem de credibilidade, ou seja, a relação de parceria que se desenvolve entre a empresa e o operador de capital de risco, apesar de contribuir para resolver problemas relacionados com o forte nível de incerteza comum nestes investimentos, traz credibilidade e confiança aos projectos. No segundo caso, a intervenção de capital de risco numa empresa implica uma melhoria global do reporte de informação, tornando-a acima de tudo mais transparente e confiável (Barry et al – 1990 e Mull - 1994).

Neste âmbito, tal como existem frequentes sinais de alerta identificados pelas instituições financeiras para procederem a uma monitorização mais cuidada dos seus créditos e implementarem uma correcta política de provisionamento desses créditos no quadro das exigências legais impostas pelo Banco de Portugal, também esses sinais são necessariamente aplicáveis ao processo de acompanhamento de uma participada por parte de um operador de capital de risco, que pode culminar com a alienação prematura da sua posição no capital por potencial degradação do seu valor ou, nessa impossibilidade, com a constituição de uma provisão para investimentos financeiros. Neste caso, as metodologias de análise de risco de crédito utilizadas pelas instituições financeiras (Altman - 1968) são muitas vezes adaptadas à actividade de capital de risco com o objectivo de determinar o risco e a rentabilidade futura associada a um investimento numa participação de capital (risco de desenvolvimento do produto/serviço, risco da sua comercialização, risco de gestão do projecto e risco de crescimento do negócio).

Embora os operadores tenham as suas próprias rotinas de avaliação, refinadas e melhoradas a partir da experiência, todos eles tentarão detectar o mais cedo possível se o empresário tem

capacidades intrínsecas para fazer face ao risco de concretizar o seu plano de negócios conforme previsto, contra todas as ameaças que vão surgindo ao longo do desenvolvimento do projecto (Smith & Smith - 2000). Contudo, não é suficiente os operadores procederem apenas a um estudo de viabilidade económico-financeira do projecto e das características dos promotores, sendo necessário realizar uma análise global da consistência de toda a operação, incluindo a sua rentabilidade futura e da perspectiva de relacionamento com os gestores da empresa (Bentes, S. – 1997 e Zopounidis – 1990).

De uma forma geral, a rentabilidade de um investimento de capital de risco pode ser obtida de duas formas: ou o operador obtém mais-valias com a venda da participação (que pode ser feita na totalidade ou parcialmente), apenas no momento da saída (ou aposta principalmente na obtenção de um dado nível de rentabilidade para o capital investido, privilegiando, por exemplo, a obtenção de dividendos. Em ambos os casos, a rentabilidade do operador pode ser reforçada por uma prestação de serviços especializados à participada, por contrapartida de uma comissão de gestão ou acompanhamento, isto numa filosofia de participação na gestão do tipo *hands-on*. Também o processo de análise de um investimento por parte de um operador é similar, independentemente dos montantes de capital requeridos, quer em termos do tempo despendido, quer em termos de passos necessários. Isto torna, naturalmente os investimentos médios e grandes, mais atractivos para os operadores de capital de risco. A decisão de investimento de um operador num determinado projecto ou empresa, está assim condicionada não só à análise da sua exposição a factores específicos de risco, mas também a questões relacionadas com a gestão da sua própria carteira.

Os investidores de capital de risco têm assim geralmente definida uma taxa de rentabilidade “objectivo” para os seus investimentos. Essa taxa varia de acordo com o risco do projecto em causa. Quanto maior o risco do projecto, maior será a rentabilidade que o investidor de capital de risco “exige” para o seu investimento (De Vos et al – 1994). Na prática, este valor depende de factores como o risco associado ao negócio proposto, a duração esperada para o investimento a realizar pelo investidor de capital de risco, o grau de dificuldade esperado pelo investidor para efectuar a sua saída e o número de investidores de capital de risco interessados no negócio, ou seja, da pressão concorrencial sobre o investidor (Smith & Smith – 2000 e Kerins et al – 2001).

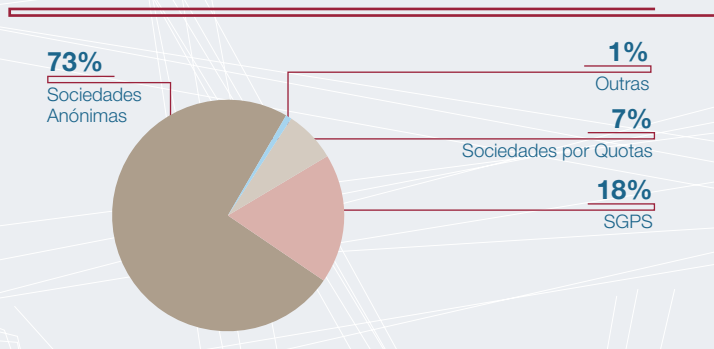
Quanto à gestão de carteiras, observa-se que a prioridade de actuação dos operadores de capital de risco se centra na gestão da sua carteira, no sentido tradicional do termo (Tavares - 2000), ou seja, por simples diversificação do risco (facto que cria similitudes, por exemplo, entre a gestão de uma SCR e a de qualquer outra instituição financeira), identificando-se duas estratégias genéricas de investimento: a diversificação dos investimentos com base no ciclo de vida das empresas participadas e com base nos sectores de actividade.

2) RESULTADOS OBTIDOS NO ESTUDO

Tendo como enquadramento os aspectos cruciais associados a uma intervenção de capital de risco numa empresa, atrás enunciados, apresentamos nesta secção os resultados obtidos no questionário elaborado a 11 operadores associados da APCRI, abrangendo uma amostra de 142 empresas suas participadas.

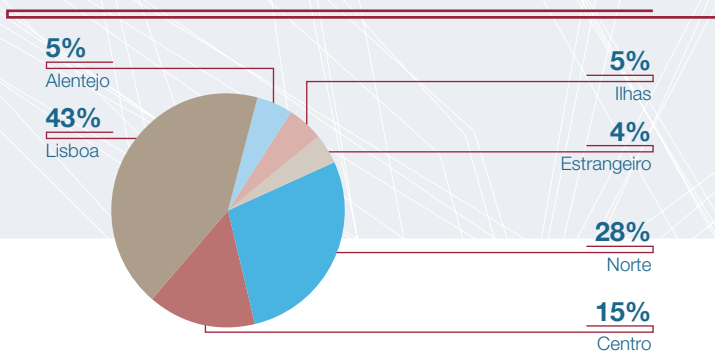
Forma Jurídica

As empresas participadas pelas sociedades de capital de risco assumem, em 73% dos casos analisados, a forma jurídica de sociedades anónimas, verificando-se ainda a existência de participações em sociedades por quotas e SGPS's (neste caso em 18% dos casos).



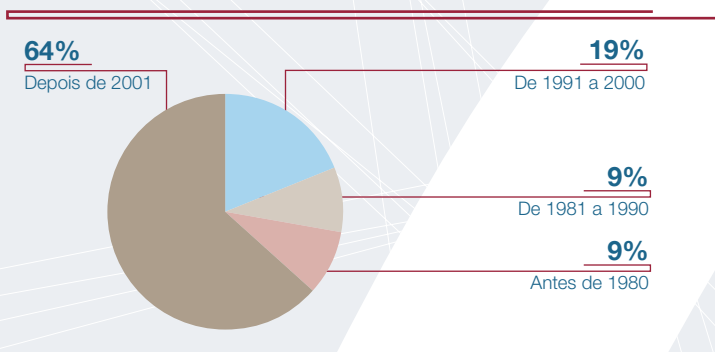
Distribuição Geográfica

Relativamente à distribuição geográfica das empresas abrangidas na amostra verifica-se uma concentração elevada na região da Grande Lisboa, que engloba o distrito de Lisboa e Setúbal, representando 43% do universo. De igual modo, merece especial destaque a representatividade que a zona Norte e a zona Centro têm no universo das empresas participadas, com 28% e 15%, respectivamente.



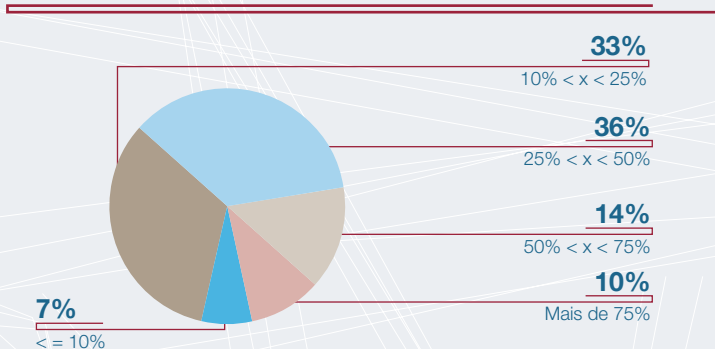
Data de constituição

No que concerne à antiguidade das empresas da amostra, constata-se que 64% do total foram constituídas há menos de 8 anos. De salientar, neste caso, o peso pouco significativo de empresas com mais de 30 anos de actividade (9% do total).



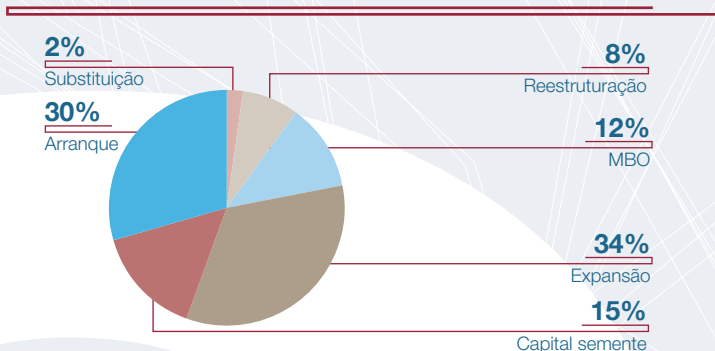
Estrutura Accionista

A estrutura accionista das empresas da amostra caracteriza-se por uma presença minoritária dos operadores no capital (em mais de dois terços dos casos, superior a 10% e inferior a 50%). Um aspecto a realçar na análise das 142 respostas a esta questão, prende-se com 10% dos casos em que as empresas são participadas, maioritariamente, por uma SCR e com mais de 75% de posição.



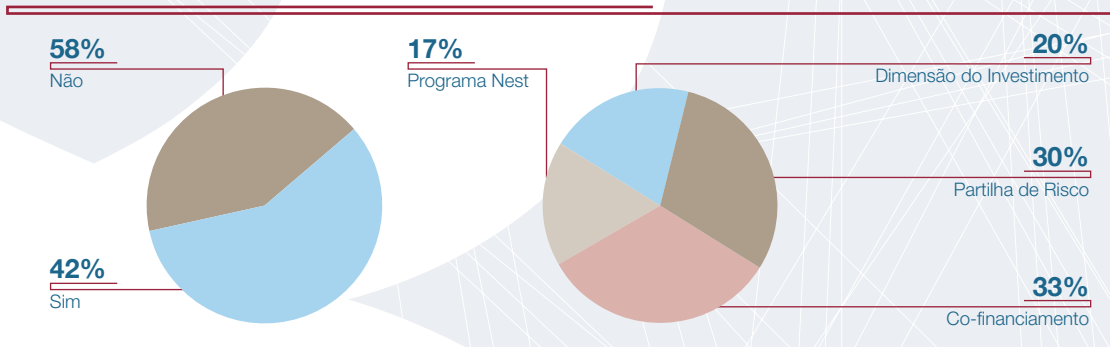
Objecto da participação de capital de risco

O objecto de 34% das operações de capital de risco centrou-se no financiamento de projectos de expansão da actividade das empresas, tendo sido concretizadas significativas operações de financiamento ao arranque (start-up's) e capital semente, no seu conjunto representando 45% da amostra analisada. Por último, atente-se o peso crescente das operações de MBO/MBI e de capital de substituição, que no seu total ascendem já a 14% do total.



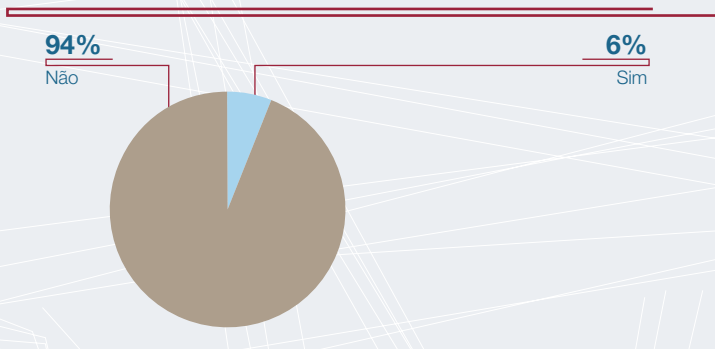
Investimentos sindicados com outras SCR's

Verifica-se que em 42% das intervenções de capital de risco analisadas, as SCR recorreram à sindicância da operação com outros operadores, facto explicado, sobretudo pela necessidade de partilhar o risco associado ao investimento e de alavancar o financiamento do projecto. Destaque-se que em 17% dos casos, foi identificada a sindicância com o mecanismo previsto no Fundo de Sindicância gerido pela PME - Investimentos.



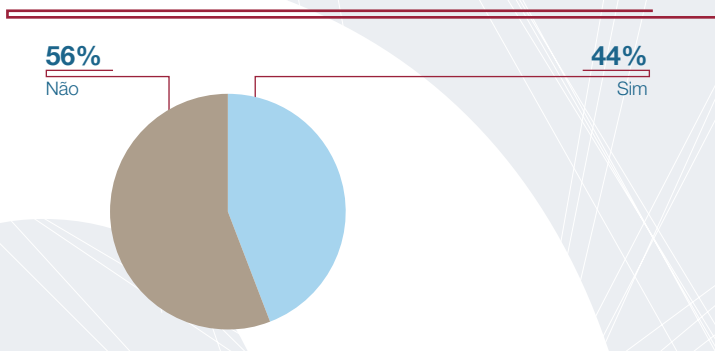
Alienação parcial de participações

Em 94% das operações de intervenção de capital de risco analisadas, verificou-se que não ocorreu qualquer tipo de alienação parcial, as quais justificadas pelo facto de se tratarem de participações recentes e por não terem sido encontrados compradores para a empresa.



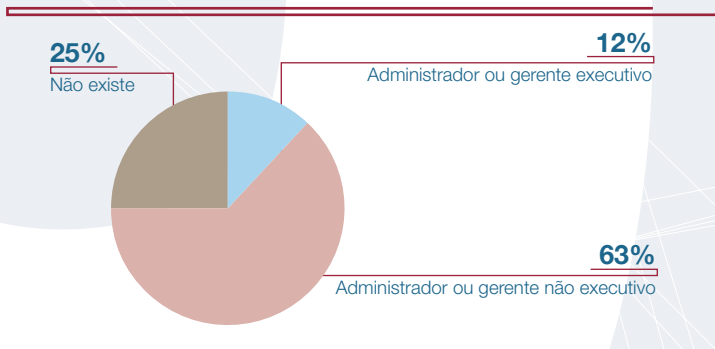
Concessão de suprimentos

No universo das empresas participadas inquiridas, verifica-se que apenas 44% foram alvo da concessão de suprimentos pelos operadores de capital de risco.



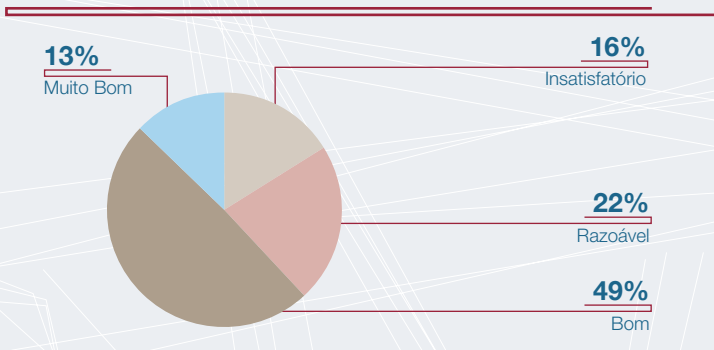
Intervenção das SCR na gestão das empresas

A intervenção das SCR na gestão das suas participadas materializa-se em 63% dos casos por via de um administrador ou gerente não executivo. Um aspecto a realçar prende-se com os 25% de respostas que apontam para a não existência de qualquer tipo de intervenção das SCR na gestão directa das suas participadas.



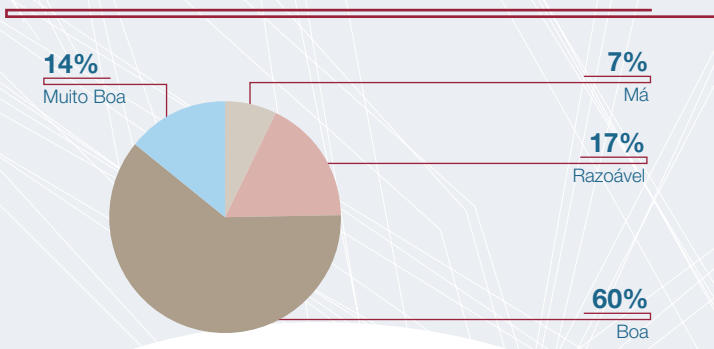
Grau de execução do projecto que deu origem à participação de capital de risco

O projecto que deu origem à participação das SCR nas empresas, em 49% das situações estudadas, apresenta um bom grau de execução ou implementação, sendo em 13% dos casos considerado mesmo muito bom. Contudo, é necessário realçar que 16% das empresas apresentam um grau insatisfatório de execução do projecto inicialmente proposto.



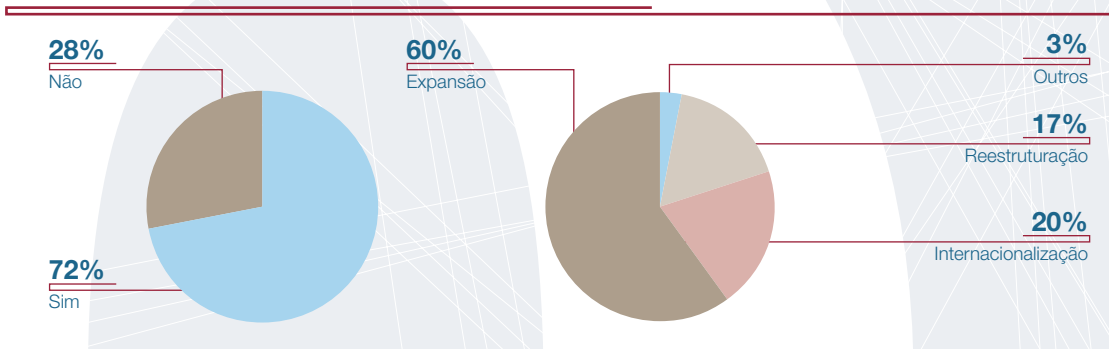
Classificação da equipa de gestão das empresas

Na opinião das SCR, a equipa de gestão de 74% das empresas participadas é classificada como boa e muito boa, existindo no entanto casos (7%) em que a opinião é claramente desfavorável.



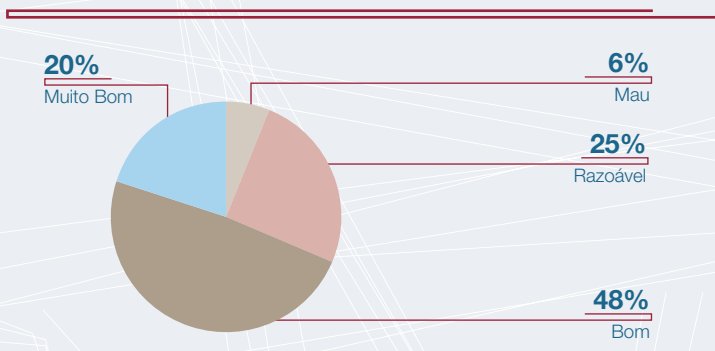
Desenvolvimento de projectos estruturais a curto prazo

Constata-se que 72% das empresas participadas por capital de risco inquiridas não pretendem desenvolver qualquer tipo de projecto estrutural a curto prazo. As restantes 28% manifestam essa intenção, em muito justificada pela necessidade de expansão da sua actividade (60% das respostas) e pela sua internacionalização (20% dos casos).



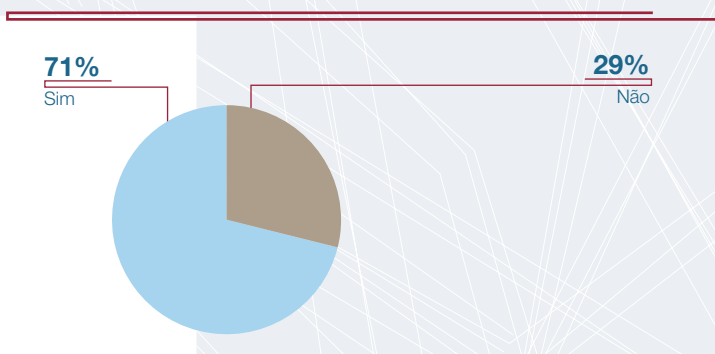
Sistema de controlo de gestão e de reporte de informação utilizado pelas empresas

As SCR inquiridas concluem neste estudo que 68% das suas participadas apresentam um sistema de controlo de gestão e de reporte de informação bom ou mesmo muito bom.



Certificação de contas por um ROC

Do universo das empresas analisadas no presente estudo, observa-se que 71% são certificadas por um ROC, facto intimamente relacionado com o número de sociedades anónimas e SGPS's existente nesse conjunto de empresas.

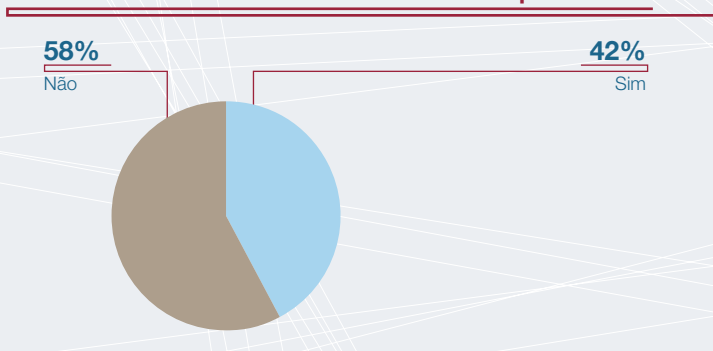
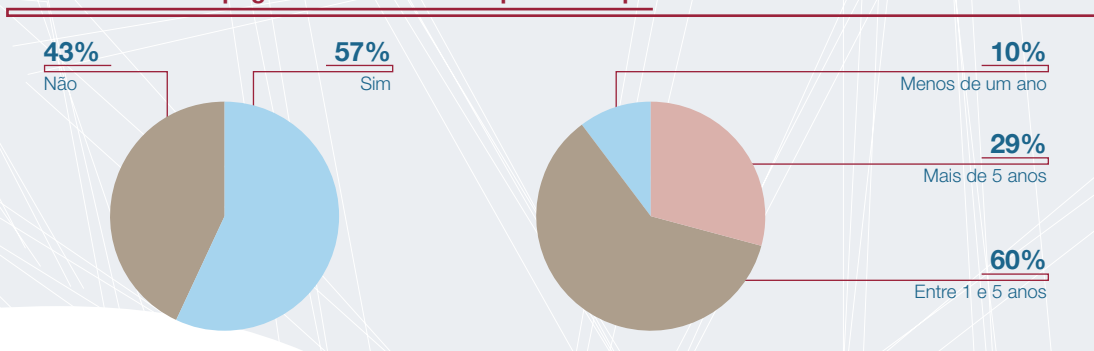


Percentagem de facturação: Mercado doméstico / Mercado externo

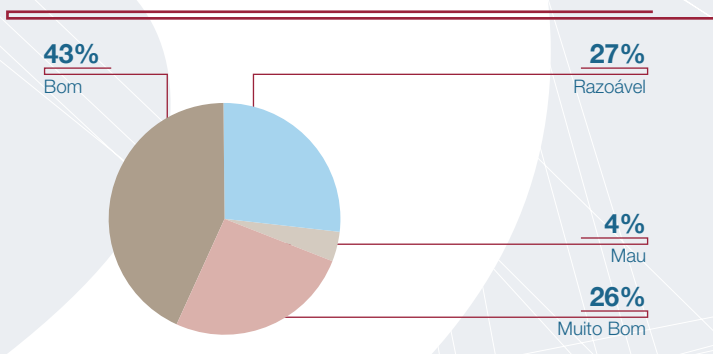
23% das empresas inquiridas têm mais de 50% da sua facturação orientada para a exportação, sendo também de destacar que 71% dos casos apresenta um peso de facturação internacional inferior a 25% sobre o seu volume de negócios total.

Investimento em publicidade e página na internet

58% das empresas participadas abrangidas na amostra deste estudo não investe regularmente em publicidade. Por outro lado, muito embora se conclua que existe uma importância crescente da internet na composição das despesas em publicidade, apenas 57% das empresas participadas por capital de risco possuem uma página na web, a maioria das quais há menos de 5 anos (70%).

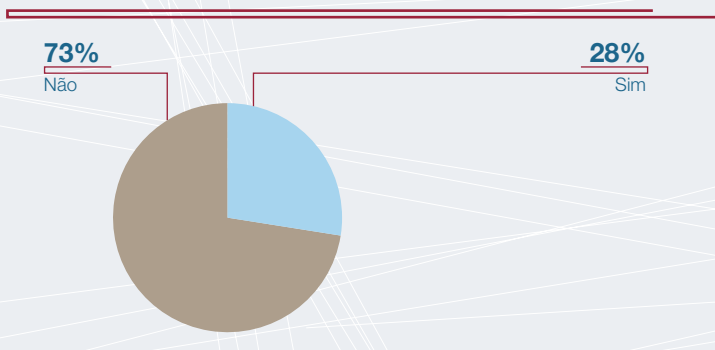
Investe em publicidade**Possui página na internet e há quanto tempo****Grau de inovação tecnológica das empresas**

As SCR que participaram neste estudo, sugerem, de uma forma geral, que 43% das suas participadas apresentam um bom grau de inovação tecnológica, existindo 26% de casos com uma classificação de muito bom, tratando-se de empresas que dependem dessa inovação para desenvolverem a sua actividade.

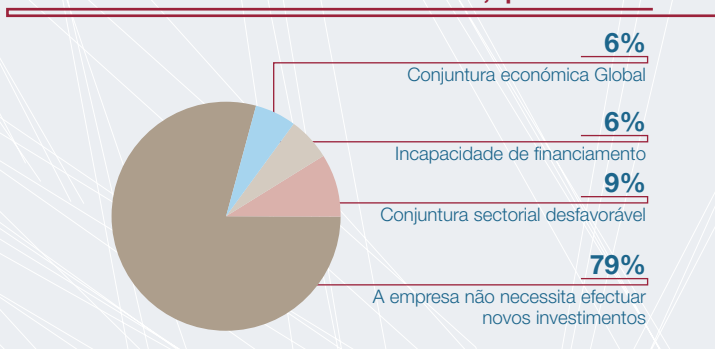
**Investimento realizado em capital fixo**

De uma forma geral, verifica-se que em 73% dos casos não existe plano de investimento em capital fixo previsto para o próximo ano, sendo a razão principal a não necessidade de realização

desse plano (79% das respostas), aparecendo em apenas 9% dos casos a associação da inexistência desse plano a uma conjuntura sectorial difícil.

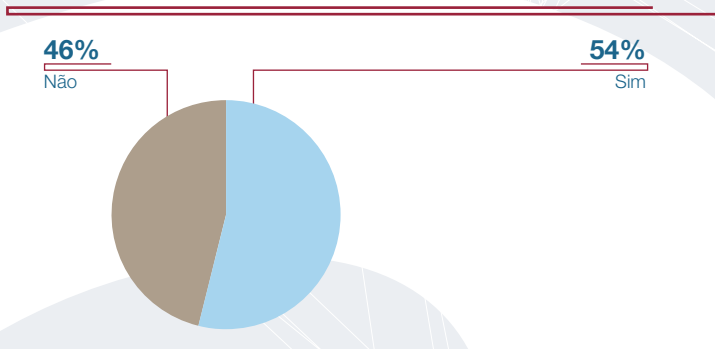


Se não investiu, qual o motivo



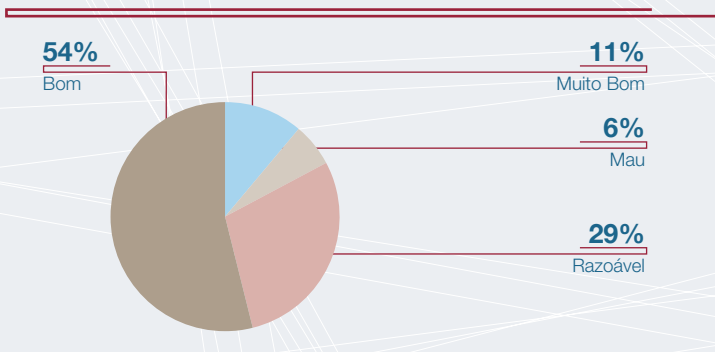
Marcas e/ou patentes registadas

Do universo de empresas analisadas, constata-se que 46% não possui qualquer tipo de marca ou patente registado em seu nome.



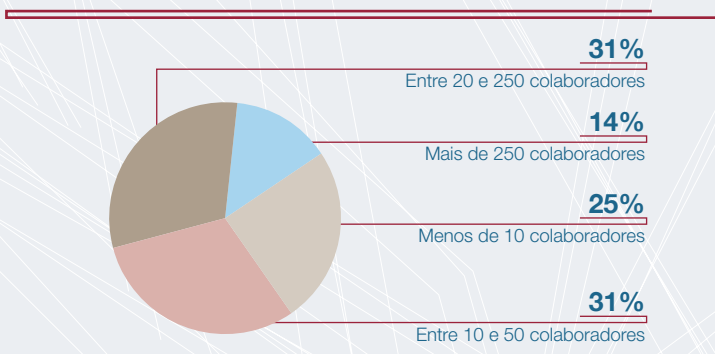
Grau de eficácia dos sistemas de informação das empresas

As SCR inquiridas consideram também que 50% das empresas por si participadas apresentam um bom grau de eficácia dos seus sistemas de informação. No entanto, é necessário considerar os 29% em que os mesmos são classificados como razoáveis.

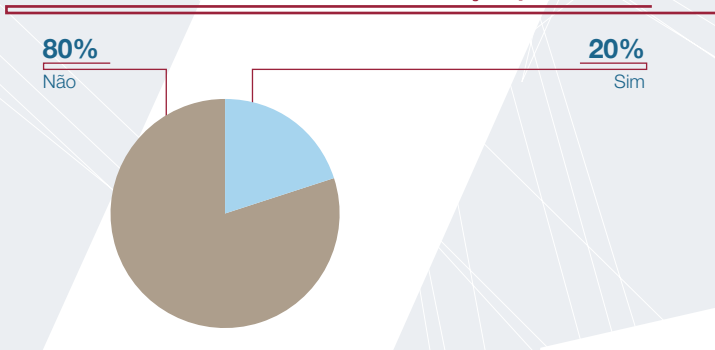


Volume de emprego e formação profissional

As empresas analisadas empregam em quase dois terços entre 10 e 250 trabalhadores, ou seja o segmento “PME”, sendo equilibrada a proporção entre pequenas e médias (31% para cada um dos casos). De destacar 14% de empresas desta amostra com mais de 250 trabalhadores (grandes) e 25% com menos de 10 (micro empresas). De salientar que 80% das empresas estudadas não investe regularmente em formação profissional.



Investimento em formação profissional



IV - PRINCIPAIS CONCLUSÕES

O presente estudo das empresas participadas por capital de risco permite retirar algumas importantes ilações sobre o seu perfil e, desta forma analisar os pontos fortes e os pontos fracos associados a este tipo de intervenção. Os trunfos e fraquezas identificadas, enquadradas com as ameaças e oportunidades que os operadores actualmente enfrentam, ajudarão a estruturar algumas reflexões sobre a tendência de evolução da actividade de capital de risco no nosso país.

Torna-se cada vez mais claro que o capital de risco é um produto vocacionado para apoiar pequenas e médias empresas, o que acontece em 62% dos casos estudados, isto se atendermos ao critério do número de trabalhadores que define uma PME com menos de 250 trabalhadores, de acordo com a definição europeia. Interessante é o facto de existirem 25% de empresas classificadas como “micro” no universo de empresas analisado, o que aponta para uma tendência da indústria no apoio a projectos ainda de menor dimensão. E como é sabido, as micro e PME representam mais de 99% do universo de empresas no nosso país.

As SCR's confrontam-se, no actual contexto de abrandamento da actividade económica, com a análise de menos projectos para investir, mas claramente “triados”, isto é, com uma qualidade mais evidente e com uma expectativa mais robusta de sucesso. Esta constatação deriva da tese que muitos operadores defendem de que em alturas de recessão se encontram os verdadeiros empreendedores e as ideias mais consistentes.

Por outro lado, a actual conjuntura de recessão económica vem necessariamente implicar uma maior prudência nos critérios de análise e decisão das SCR's, pois está em causa consequentes perdas de rentabilidade dos investimentos já efectuados e o “aperto” dos parâmetros de decisão dos operadores.

Neste contexto, os operadores de capital de risco têm procurado cada vez mais diversificar o risco dos seus investimentos, renovar as suas carteiras e adaptar as suas intervenções às necessidades das suas participadas. Apresentam-se de seguida algumas evidências do presente estudo que provam estas tendências:

- As empresas participadas pelo capital de risco assumem maioritariamente a forma de sociedades anónimas, verificando-se um aumento do peso das SGPS's;
- O objecto de participação de capital de risco nas empresas continua a ser o financiamento de investimentos de expansão (o que acontece em 34% das observações), encontrando-se o apoio a operações de reestruturação a perder peso relativo por contrapartida de um reforço das intervenções em *start-up's* e de MBO/MBI;
- Verifica-se uma interessante tendência dos operadores de capital de risco em sindicarem investimentos com outras sociedades, apostando desta forma numa evidente partilha do risco implícito a cada intervenção;
- A concessão de suprimentos por parte das sociedades de capital de risco como forma de complementar a intervenção financeira nas empresas tem vindo a ser incrementada, ao ser escolhida por mais de 44% das SCR's inquiridas.

Da mesma forma, pode-se concluir que os operadores de capital de risco têm vindo a aproximar-se cada vez mais das suas participadas, como forma de valorizar o investimento. Este facto é comprovado pelo nosso estudo a dois níveis:

- Por um lado, a participação das SCR na gestão das suas participadas pauta-se normalmente pela designação de um representante não executivo nos seus órgãos de gestão, sendo esta uma forma eficiente de proceder a um acompanhamento regular da empresa, mas sem uma excessiva interferência nas suas decisões operacionais, isto apesar de em 25% dos casos analisados não existir qualquer tipo de representante da SCR na empresa;
- Por outro lado, a relação existente entre as SCR e os gestores das suas participadas é tendencialmente boa, existindo em 14% das situações estudadas uma opinião bastante favorável relativamente ao seu desempenho.

Conclui-se também que existe uma baixa rotatividade das carteiras de investimentos das SCR's, isto porque:

- A actual maturidade das carteiras de investimentos dos operadores aponta para números substancialmente reduzidos de alienações, sendo a saída parcial do capital das empresas uma forma ainda pouco explorada de desinvestimento;
- Em apenas 13% das empresas participadas por capital de risco o grau de execução do projecto de investimento que deu origem à intervenção apresenta um grau de execução muito bom.

A agressividade comercial e tecnológica das empresas participadas pode não ser suficiente para sustentar a sua valorização a médio/longo prazo. Podemos apontar algumas razões para este facto:

- 71% das empresas inquiridas têm um peso de exportações no seu volume de negócios inferior a 25%;
- A agressividade comercial das empresas não é, em quase dois terços da amostra estudada, sustentada por publicidade, o que pode denotar algum “excesso de confiança” na carteira actual de clientes ou uma relativa preocupação em conquistar mercado potencial;
- Uma evidência ainda preocupante do estudo prende-se com a relação existente entre as empresas participadas por capital de risco e as novas tecnologias: por um lado 43% ainda não possuem uma página na internet. Por outro lado e na opinião da SCR's, 31% das suas participadas apresentam um grau de inovação tecnológica baixo ou razoável. Outro dado importante que corrobora esta constatação prende-se com o ainda insuficiente número de casos que possuem marcas ou patentes registadas (46% do total de empresas do universo).

Os recursos humanos das empresas participadas por capital de risco apresentam preocupantes constrangimentos ao seu crescimento potencial, logo à sua valorização. Apresentam-se de seguida algumas evidências do estudo que podem sustentar esta conclusão:

- As SCR's participantes neste estudo classificam a equipa de gestão de 24% das suas empresas como má ou razoável, o que à partida transparece uma apreciação insuficiente do perfil dos promotores dos projectos em estudo na fase de análise;
- A esmagadora maioria das empresas (80%) não aposta na formação profissional dos seus colaboradores.

Em suma, num contexto de crise do mercado de crédito e dos mercados de capitais como a actual, perante as tendências da indústria apresentadas e as conclusões do presente estudo, assumem-se como relevantes alguns desafios importantes para os operadores para os próximos anos, que passarão necessariamente pela mudança de atitude perante as empresas participadas, com vista a incrementar o valor das suas carteiras e considerando as seguintes linhas de actuação:

- Garantir uma participação mais pró-activa na gestão das empresas, podendo passar esta estratégia por um reforço de políticas “hand-on”;
- Reduzir barreiras existentes em termos de cultura organizacional com as suas participadas, promovendo um melhor relacionamento com a equipa de gestão das empresas;
- Conferir maior transparência da actividade de capital de risco junto das empresas participadas, ao monitorizar de forma eficaz os projectos de investimento que estiveram na origem da intervenção;
- Apoio crescente ao desafio da globalidade dos mercados, que pode passar por um incentivo a estratégias de internacionalização e inovação das suas participadas;
- Facilitação dos processos de saída com consequente eliminação de problemas de agência, podendo as alienações parciais ser um instrumento adequado a este objectivo.

ANEXO I – QUESTIONÁRIO

A) Caracterização geral da empresa participada

A1 • Designação _____

A2 • Forma Jurídica Sociedade Anónima Sociedade por Quotas SGPS

A3 • Concelho _____

A4 • Distrito _____

A5 • CAE _____

A6 • Data de constituição _____

A7 • Estrutura accionista em % _____

Tipo de accionistas = A - Capital de risco; B - Investidores Institucionais; C – Empresas; D - Particulares Gestores; E - Outros Particulares;

Tipo Capital = 1 - Capitais nacionais; 2 - Estrangeiros

%	Tipo de accionistas	Tipo Capital

B) Dados sobre a participação de capital de risco

B1 • Data(s) e montante(s) da(s) participações de capital de risco (por intervenção):

Data	Montante (mesc)

B2 • Objecto da participação:

Capital semente Arranque Expansão Reestruturação
 MBO MB Capital de substituição

B3 • O investimento foi sindicado com outra SCR? Sim Não

Se sim, qual a principal razão?

Dimensão do investimento

Partilha de risco

Entrada por convite

Outra Especificar _____

- B4** • Foi efectuada alguma alienação parcial? Sim Não
Se sim quais as datas: _____
- B5** • Foram concedidos suprimentos? Sim Não
Se sim, qual o montante (milhares de €) _____
- B6** • Participação da SCR na gestão:
Não existe
Via administrador ou gerente não executivo
Via administrador ou gerente executivo
- B7** • Reporte de informação exigido à participada:
Histórico trimestral Orçamento trimestral
Histórico semestral Orçamento semestral
Histórico anual Orçamento anual
- B8** • Como tem decorrido o relacionamento com os gestores da empresa?
Muito bem Bem Razoavelmente bem Mal
- B9** • Estaria disposta a SCR a investir mais nesta participação? Sim Não
Qual a principal razão? _____

C) Dados qualitativos sobre a empresa

- C1** • Área de gestão geral / estratégia empresarial
- a) Qual o grau de execução do projecto a que deu origem a participação de capital de risco?
Muito bom Bom Razoável Insatisfatório
- b) Como classifica a equipa de gestão da empresa?
Muito boa Boa Razoável Má
- c) A empresa pensa desenvolver um projecto estrutural a curto prazo? Sim Não
Se sim, qual a sua natureza Expansão Internacionalização
Reestruturação Outros
- d) Como classifica o sistema de controlo de gestão e reporte de informação utilizado pela empresa actualmente?
Muito bom Bom Razoável Mau
- e) A empresa é auditada por um ROC? Sim Não
- C2** • Área de marketing/vendas
- a) Percentagem da facturação: Mercado doméstico _____ Exterior _____
Se houver exportação, quais os principais países de destino? Colocação de BOX com opção dos países UE, EUA, Canada, Brasil, Rússia, PALOP's, China, Índia

b) A empresa investe regularmente em publicidade ? Sim Não

Se sim, qual o montante médio anual (milhares €)

e a forma habitual: Presença em feiras Publicidade directa

Força de vendas Catálogos Internet

c) A empresa possui página na internet? Sim Não

Se sim há quanto tempo?

Se não, qual a expectativa para o fazer?

Daqui a 6 meses Daqui a 1 ano Não sabe

C3• Área técnica / de produção

a) Como classifica o grau de inovação tecnológica da empresa?

Muito bom Bom Razoável Mau

b) A empresa possui marcas e/ou patente registadas? Sim Não

c) Qual o grau de eficácia dos sistemas de informação da empresa?

Muito bom Bom Razoável Mau

d) Está previsto algum plano de investimento para os próximos dois anos?

Sim Não

Em caso afirmativo, qual o montante previsto?

Em caso negativo, qual o motivo?

A empresa não necessita de efectuar novos investimentos

Conjuntura económica Global

Conjuntura sectorial desfavorável

Incapacidade de financiamento

Custo do endividamento bancário elevado

C4• Área de recursos humanos

a) Nº de empregados efectivos da empresa:

b) % por funções:

Dirigentes

Técnicos superiores

Técnicos juniores

Administrativos

c) A empresa investe regularmente em formação profissional? Sim Não

Se sim, qual o montante médio anual? (milhares €)

BIBLIOGRAFIA

- Altman, E. (1968), “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Promotion of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance*, Setembro p.p. 589 – 609.
- Amit, R.; Golsten L.; Muller E. (1990), “Entrepreneurial Ability, Venture Investments and Risk Sharing”, *Management Science*, 36, 1232 – 1245.
- APCRI, *Anuários e Estatísticas (2007-2009)*.
- APCRI, “Estudo do Universo de Participadas de Capital de Risco”, com PriceWaterhouseCoopers (1999 e 2000).
- APCRI, “Estudo do Universo de Participadas de Capital de Risco”, com SBI – Small Business Investments (2001).
- Barry, C.B; Muscarella C.J; Pevey, J.W.; Vetsuypens, M.R. (1990) “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence From the Going Public Process”, *Journal of Small Business Finance*, 27 (2), pg. 447 – 472.
- Bentes, S. (1997), “O Capital de Risco em Portugal: Uma Actividade Emergente”, *Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais, Instituto Superior das Ciências do Trabalho e da Empresa, Lisboa*.
- Black, B.; Gilson, R. (1999), “Does Venture Capital Require an Active Stock Market”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, n.º 4, pg. 36 – 48.
- Black, B.; Gilson, R., (1998), “Venture Capital and Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets”, *Journal of Financial Economics*, 47, pág 243-277.
- Boivaird, Chris (1990), “Introduction to Venture Capital Finance”, Pitman.
- Bradford, Travis; Smith, C. Roy, (1998) “Private Equity Sources and Uses”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 10, n.º 1, pg. 89 a 97.
- Brealey&Myers (1998) “Principles of Corporate Finance”, 5th Edition, McGraw-Hill.
- Bygrave, W e Timmons, J., (1992), “Venture Capital at the Crossroads”, Harvard Business School Press, Boston, Massachusetts.
- Bygrave, W.D (1995), “Entrepreneurship Paradigm”, Harvard School Press.
- Cary, Lucius, (1992), “ The Venture Capital Report – Guide to Venture Capital in Europe”, 5ª ed., Pitman Publishing.
- De Vos, Donnat; Joos, Peter; Manigart, Sophie (1994), “The Performance of Public Trading European Venture Capital Companies”, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 3, n.º 2, pg. 111 – 125.
- Estatísticas da EVCA (2007-2009).
- Ferreira, Esperança (2003) “O impacto da participação de capital de risco na rentabilidade das empresas” – *Dissertação de Mestrado, UCP*
- Gama, Ana Paula Matias (1998) “Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME’s Industriais Portuguesas”, *dissertação de mestrado, ISCTE*.
- Gartner, W.B. (1988) “Venture Capital”, In D.E. Logue (Ed.), *Handbook of Modern Finance*. New York.
- Gladstone, David (1991) “Venture Capital Handbook”, Prentice Hall.
- Gonçalves, Miguel (2000) “O Empreendedorismo em Portugal”, *dissertação de mestrado, ISCTE*.
- Gorman, M.; Sahlman, W.A. (1989), “What do venture capitalists do?”, *The Journal of Business Venturing*, 5, pg. 77 – 90.
- Hamill, James ; Khurana, Inder (1994), “The Effect of Repeal of the Gain Preference on Venture - Backed Companies”, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 3, n.º 2, pg. 97 – 109.
- Jobson, J.D., “Applied Multivariate Data Analysis – Volume II: Categorical and Multivariate Methods”, Springer-Verlag, 1992, NY.
- Josen, M. ; Meckling (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and the Onwership Structure”, Jensen M. and Smith C. (EDS), *The Modern Theory of Corporate Finance*, McGraw Hill.
- Kerins Frank; Smith, Richard ; Smith, Janet (2001) “Opportunity Cost of Capital for Venture Capitalists and Entrepreneurs”, Peter F. Drucker Graduate School of Management.
- Mull, Rick H. (1994), “Venture Capital, Private Firms and the Capital Acquisition Process”, *Journal of Small Business Finance*, Vol. 3, n.º 3, pg. 229 a 248.
- Silva, A ; Cortês, S.; Matos, P.; Boavida, A, (1995), “Actividade de Capital de Risco em Portugal”, Universidade Católica Portuguesa, Centro de Estudos Aplicados.
- Silva, L., (1995), “Evolução do Capital de Risco em Portugal”, *Revista Portuguesa de Gestão*, 1/95, pág. 3-10.
- Smith, Janet K.; Smith, Richard L. (2000), “Entrepreneurial Finance”, John, Wiley & Sons
- Tavares, Carla (2000), “Micro e Pequenas Empresas e a Inovação. O Problema do Financiamento Seed e Start-up Capital. O Papel dos Agentes Públicos” – *Dissertação de Mestrado, ISEG*.
- Timmons, Jeffrey A (1994), “New venture Creation”, 4th edition, p.512.
- Wasserman, Noam (2000), “Venture Capital Negotiations: VC Versus Entrepreneur”, *Harvard Business School*, 9 – 800 – 170.
- Zider, B. (1998), “How Venture Capital Works”, *Harvard Business Review*, November – December.
- Zopounidis, C. (1990), “La Gestion du Capital –Risque”, *Collection Rapports et Syntèses*, Ed. Economica, Paris.

Desenvolvido em parceria com:

José Paulo Esperança
Rui Ferreira

Marta Miraldes

Apoio: