

Análise da Indústria do Capital de Risco em Portugal

dezembro 2021

Paulo Viegas de Carvalho

João Pedro Nunes



iscte — Executive
Education

ÍNDICE

Sumário executivo	3
1. Relevância do Capital de Risco: Evidências internacionais	5
1.1 Volume de negócios	6
1.2 Desempenho económico e financeiro	8
1.3 Criação de emprego	9
1.4 Crescimento económico	10
2. Efeitos económicos do Capital de Risco em Portugal	12
3. Capital de Risco em Portugal e no Resto da Europa: Análise comparativa	19
3.1 Angariação	20
3.2 Investimento	25
3.3 Desinvestimento	27
4. Recomendações para o desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal	28
4.1 Angariação de capital junto de investidores	28
4.2 Investimento	29
4.3 Desinvestimento	34
4.4 Novos players e soluções de financiamento	35
Bibliografia.....	36

Sumário executivo

Este estudo analisa os potenciais benefícios do capital de risco, tanto na perspetiva individual das empresas financiadas, como na perspetiva agregada da economia nacional. Neste sentido, o estudo avalia o impacto do capital de risco sobre a inovação, criação de emprego, e no crescimento, desenvolvimento e internacionalização do negócio das empresas. Para além desta avaliação, aferida a partir da informação de uma amostra significativa de empresas participadas pelas sociedades de capital de risco em Portugal, o estudo faz uma análise comparativa da situação portuguesa face ao resto da Europa e apresenta um conjunto de recomendações para o desenvolvimento da indústria.

A evidência empírica em Portugal e no resto da Europa, complementada com a literatura consultada, sugere assim que em Portugal:

- Existe uma notável contribuição do capital de risco para o volume de negócios das respetivas participadas, que neste aspeto revelam uma evolução significativamente mais favorável comparativamente à da respetiva média nacional por empresa.
- O recurso ao capital de risco proporciona uma via bastante eficaz para a redução do peso do endividamento das empresas nacionais. Este facto está patente na evolução da autonomia financeira, com um aumento na última década bastante superior no caso das participadas por capital de risco face à média nacional por empresa.
- Com a entrada do capital de risco, as respetivas participadas melhoram a sua eficiência operacional, tal como refletido na rotação do ativo e margem EBITDA, acima do que se observa na média por empresa em Portugal. Face aos baixos níveis que, à entrada do capital de risco, as participadas registavam nestes indicadores, a evolução da eficiência ganha ainda mais relevo.
- Após a tomada de participação pelo capital de risco, as participadas criam mais emprego em termos percentuais do que o observado na média nacional. Estima-se que a indústria do capital de risco em Portugal seja responsável por investimentos em empresas com um total estimado de 60.4 mil postos de trabalho.

- É recomendável uma maior diversificação das fontes de fundos angariados pelo capital de risco, nesta matéria assumindo relevância a necessidade de reforçar o peso dos investimentos provenientes dos fundos de pensões, seguradoras e dos fundos de origem não doméstica. Para estimular o investimento em capital de risco, a OCDE (2020) sugere mesmo a reavaliação dos regimes de investimento e de requisitos de capital, por exemplo através de incentivos fiscais aos investidores.
- O investimento nos sectores de ponta (e.g., Comunicações, informática e eletrónica; Biotecnologia e saúde) tem margem para ser reforçado, em linha com o observado na generalidade dos países na Europa.
- Uma solução para o problema de dimensão que muitas sociedades de capital de risco enfrentam reside na sindicância dos investimentos, da qual se esperam vantagens quanto à diversificação do risco específico, redução da assimetria de informação e maior visibilidade internacional.
- Relativamente às formas de alienação dos investimentos, é aconselhável estimular a venda a outros investidores em capital de risco, o *trade sale* e a venda através de oferta pública – conforme salientado pela OCDE (2020) – uma vez que estas formas de desinvestimento em Portugal ainda têm um peso relativo muito inferior ao da média europeia.

1. Relevância do Capital de Risco: Evidências internacionais

O capital de risco consiste no investimento (tipicamente minoritário) em instrumentos de capital (próprio e alheio) de empresas, com o objetivo de participar no seu desenvolvimento e obter mais valias com a posterior alienação desse investimento. O investimento, realizado por entidades especializadas (diretamente, por Sociedade de Capital de Risco, ou indiretamente por veículos de investimento, como os Fundos de Capital de Risco), é por norma efetuado por um tempo limitado, mas geralmente de médio a longo prazo.¹ Entre as finalidades de tal investimento nas empresas participadas, encontram-se o desenvolvimento de produtos e serviços novos e inovadores, o reforço do balanço, o apoio às suas necessidades de fundo de maneo e o suporte a aquisições de outras empresas. A natureza do investimento pode assim assumir diferentes tipologias e incidir em distintas fases do ciclo de vida das empresas, nomeadamente abrangendo tanto as fases iniciais (e.g., *early stage financing*) como as fases mais avançadas deste ciclo (e.g., capital de recuperação, capital de desenvolvimento). Por seu turno, existem diferentes vias de desinvestimento para o capitalista de risco, tais como a venda no mercado a investidores, incluindo a outras sociedades de capital de risco, a recompra por parte dos promotores, a venda a terceiros, para além de, num caso extremo, a própria liquidação da empresa participada.

O acesso ao capital de risco acaba conseqüentemente por proporcionar às empresas participadas uma fonte de financiamento dos seus projetos e atividades que, pela natureza dos riscos associados, muitas destas empresas teriam dificuldade em obter de outra forma. Especialmente nas fases iniciais da vida das empresas, quando os seus ativos colaterizáveis são mínimos e o capital é escasso, esta é uma das alternativas de financiamento mais adequadas. Para além disso, é exetável que o capital de risco contribua para diminuir a dependência do endividamento, desta maneira reduzindo o ónus dos encargos financeiros e dispensando às empresas a necessidade de apresentarem garantias reais ou pessoais, normalmente associadas ao tradicional financiamento bancário. Assim sendo, o capital de risco deverá estimular o desenvolvimento de muitas empresas e, por conseqüência, das respetivas economias nacionais.

¹ De acordo com Strömberg (2009), mais de 50% das aquisições do capital de risco são mantidas por um período superior a seis anos.

Embora os estudos académicos sobre a realidade portuguesa não sejam abundantes, os efeitos económicos gerados pela indústria do capital de risco têm sido amplamente estudados internacionalmente. Uma sinopse da literatura sobre esta matéria é apresentada por Cumming *et al.* (2007), os quais concluem haver um consenso generalizado ao longo do tempo relativamente a uma melhoria significativa da produtividade, desempenho financeiro e práticas de trabalho nas empresas participadas pelo capital de risco. Em termos gerais, os benefícios económicos apontados ao capital de risco decorrem das alterações que esta forma de investimento introduz nas empresas que dele beneficiam, nomeadamente em termos financeiros, de governação e de experiência operacional e sectorial. Para o capital angariado pelo capitalista de risco (por exemplo, proveniente de investidores institucionais, investidores privados e bancos) para financiar os investimentos realizados, estes benefícios são subseqüentemente refletidos na obtenção de rendibilidades superiores ajustadas ao risco.²

Alimentada pela literatura existente e evidências empíricas internacionais, esta secção analisa quatro vetores relevantes do capital de risco, em termos dos seus efeitos económicos sobre as empresas participadas: volume de negócios; desempenho económico e financeiro; criação de emprego; crescimento económico.

1.1 Volume de negócios

A partir de uma revisão da literatura prévia sobre o tema, Gompers e Lerner (2001) mostram que o capital de risco ajuda as empresas a crescer de forma rápida e bem-sucedida. Por exemplo, no caso das empresas francesas, esta é a constatação apresentada por Boucly *et al.* (2011), cujo estudo conclui que o capital de risco estimula o crescimento das empresas participadas. Devido ao abrandamento nas restrições de acesso ao crédito por estas empresas, o capital de risco gera valor na medida em que lhes permite desenvolver oportunidades de crescimento até então inexploradas.

² Por exemplo, a partir de uma amostra de 321 alienações de investimento no Reino Unido, Nikoskelainen e Wright (2007) indicam que os investidores em capital de risco conseguem uma rendibilidade média significativamente elevada (22.2% acima da rendibilidade de mercado). Adicionalmente, um estudo da National Bureau of Economic Research (Cochrane, 2001) sobre 7,765 empresas participadas por capital de risco revela que a rendibilidade mais frequente ronda 25%.

A evidência empírica das empresas alemãs é por seu turno analisada por Engel e Keilbach (2007). Os autores analisam 21,541 empresas jovens alemãs, das quais 0.66% são financiadas por capital de risco, e detetam diferenças significativas em termos das taxas de crescimento e inovação entre as empresas que beneficiaram desta fonte de financiamento relativamente às restantes. Em concreto, as empresas financiadas por capital de risco revelam taxas de crescimento significativamente mais altas do que as empresas comparáveis não financiadas por esta via. Em relação à inovação, o estudo destes autores demonstra que o recurso ao capital de risco conduz a taxas de inovação mais elevadas, embora tal já acontecesse em certa medida nas empresas participadas antes da entrada deste tipo de financiamento. Significa isto que o capitalista de risco procura investir em empresas que demonstrem previamente elevada capacidade de inovação, ajudando-as sobretudo na área da comercialização e a potenciarem o seu crescimento.

Utilizando dados de vários anos para avaliar o impacto do capital de risco no desempenho de empresas de várias indústrias e de vários países, Bernstein *et al.* (2016) concluem que as indústrias nas quais o capital de risco investiu registam um crescimento da sua produção total mais acelerado do que as remanescentes. Este estudo confirma que o efeito de absorção e difusão de conhecimento e inovação dentro da mesma indústria faz com que, mesmo as indústrias com menor atividade de capital de risco, beneficiem desta forma de investimento. Mais, as empresas participadas por capital de risco revelam estar menos expostas a choques económicos agregados.

Face à importância fundamental do crescimento do volume de negócios, Harrison e Mason (2019) sublinham o papel das fusões entre empresas e das soluções que permitem a estas adquirir escala. Em muitas empresas, o problema de escala encontrado deriva da sua falta de ambição, de capacidade de liderança e de mão de obra com competências chave, da escassez de inovação e da dificuldade em aceder a capital para financiar o crescimento. O capital de risco é assim tipicamente visto como solução para contornar estas limitações e resolver tal problema.

Strömberg (2009) faz um resumo da evidência empírica divulgada por um vasto conjunto de estudos sobre capital de risco, abrangendo vários países, indústrias e períodos de tempo. Segundo ele, comparativamente a outras empresas na mesma fase do ciclo de vida, as empresas que beneficiaram do

investimento de capital de risco crescem mais rapidamente e são mais ágeis na criação e comercialização de novos produtos. Esta situação faz com que o próprio desenvolvimento da economia esteja potencialmente relacionado de forma positiva com a intervenção do capital de risco.

1.2 Desempenho económico e financeiro

De acordo com Moro-Visconti (2021), o capitalista de risco proporciona *know-how* de gestão de negócios e apoio financeiro às empresas nas quais investe, no sentido de lhes criar valor ao longo do tempo. Para avaliar os efeitos financeiros do capital de risco ao nível microeconómico, Alemany (2006) estudou o crescimento das empresas espanholas financiadas através desta fonte de financiamento. A partir da análise de indicadores chave, como, por exemplo, as vendas, margem bruta, empregabilidade, entre outras, a autora confirma que, para a generalidade dos indicadores, as empresas financiadas por capital de risco tendem a registar um desempenho superior ao das empresas não financiadas por capital de risco.

Com base na evidência empírica de 16 países da OCDE, Romain e van Pottelsberghe (2004) concluem que o capital de risco melhora o desempenho económico agregado através da promoção da inovação e da melhoria da capacidade de absorção de conhecimento pelas empresas, públicas e privadas. Por um lado, estimula a introdução de novos produtos, processos e serviços, que contribuem para o aumento da produtividade das empresas. Por outro lado, permite o desenvolvimento de *know-how* e competências nas empresas participadas para beneficiarem do conhecimento existente e melhorarem os sistemas de produção. Nessa medida, o capital de risco proporciona uma rendibilidade social do investimento significativamente superior à gerada pelas demais empresas ou pela investigação e desenvolvimento (I&D) públicos. Adicionalmente, melhora a elasticidade da produção em relação ao I&D e facilita a absorção e difusão de conhecimento e inovação (*knowledge spillover*) gerados por universidades e empresas.

Os investimentos de capital de risco surgem assim associados a melhorias expressivas em termos operacionais e de produtividade das empresas. Harris *et al.* (2005) proporcionam evidência destas melhorias no caso do Reino Unido, enquanto Bergström *et al.* (2007) o fazem relativamente às empresas na Suécia.

Finalmente, Strömberg (2009) salienta a constatação da contribuição do capital de risco para o aumento das margens operacionais, da produtividade e eficiência do capital. O autor realça ainda que o efeito financeiro favorável, nomeadamente nos primeiros anos após a aquisição pelo capital de risco, não restringe o investimento e crescimento de longo prazo.

1.3 Criação de emprego

Os estudos académicos sobre a influência do capital de risco na criação de emprego, em termos comparativos, não têm revelado conclusões convergentes, embora exista consistência quanto à perspetiva de que as empresas participadas criam valor económico ao incrementarem a sua eficiência operacional (Strömberg, 2009).

Por exemplo, analisando o caso das empresas francesas, Boucly *et al.* (2011) confirmam que as participadas por capital de risco registam um aumento de emprego e de salários estatisticamente superior ao das demais empresas comparáveis. Confrontando a evolução nos 4 anos antes da entrada do capital de risco face aos 4 anos seguintes à transação, os autores confirmam que o emprego criado nas empresas que beneficiaram do capital de risco foi 18% superior ao das restantes. Este estudo confirma ainda que as vantagens em termos do emprego criado com a intervenção do capital de risco revelam ser robustas em todos os períodos de tempo analisados.

Confirmação idêntica é obtida por Davila *et al.* (2003), ao analisarem *start-ups* de Silicon Valley. A constatação neste caso foi a de que existe um aumento do número de empregados antes do financiamento por capital de risco, que é reforçado e acelera nos meses seguintes ao financiamento. Deste modo, concluem os autores que, para além de potenciar o aumento do emprego, o crescimento das empresas e a criação de valor, o capital de risco exerce também um efeito de sinalização e credibilização, que beneficia a imagem de qualidade das empresas.

Bernstein *et al.* (2016) demonstram igualmente que, no conjunto de países e indústrias que analisaram, o aumento acelerado da produção total das empresas participadas por capital de risco contribuiu positivamente para o subsequente crescimento do emprego nestas empresas, superando o das empresas não participadas.

Não obstante, alguns estudos não confirmam que, com a entrada do capital de risco, o emprego nas participadas cresça mais do que nas demais empresas. Por exemplo, Amess e Wright (2007) proporcionam evidência acerca de 5,369 empresas no Reino Unido, relativamente ao período entre 1999 e 2004, e concluem que as 1,350 empresas adquiridas por capital de risco revelam um crescimento do emprego equivalente ao das restantes, embora registem um incremento mais modesto dos salários.

Kaplan (1989) analisa empresas dos EUA e confirma que, após a aquisição pelo capital de risco, existe crescimento de emprego, mas com uma variação inferior ao das demais empresas da mesma indústria. Confirmação equivalente é adiantada por Davis *et al.* (2011), se bem que, neste caso, os autores acrescentam que previamente à sua aquisição pelo capital de risco as empresas participadas já tinham crescimento de emprego inferior aos das restantes.

A introdução de eficiências operacionais e consequente aumento de produtividade nas empresas participadas, bem como as eventuais pressões de redução de custos para as tornar mais rentáveis, estão entre as explicações para a existência de uma evolução mais modesta no emprego destas empresas. Tendo como referência estudos académicos sustentados pela informação de vários países e períodos de tempo, relativamente aos efeitos do capital de risco sobre o emprego, Kaplan e Strömberg (2009) admitem que o emprego nas empresas participadas cresce a uma taxa inferior ao das outras empresas. No entanto, os autores referem que “a evidência empírica sobre o emprego é amplamente consistente com a perspetiva de que as empresas de capital de risco criam valor ao operarem de forma mais eficiente” (Kaplan e Strömberg, 2009: 134).

1.4 Crescimento económico

Devido à potencial causalidade inversa (*feedback*) entre a dinâmica do capital de risco e o crescimento económico, Strömberg (2009) salienta que não existe um estudo académico rigoroso que conclua sobre se o capital de risco exerce um impacto significativo sobre a evolução do PIB. No entanto, fruto do efeito do capital de risco sobre o desempenho, produtividade e sustentabilidade individual de cada empresa, a expectativa é a de que, em termos macroeconómicos, o capital de risco contribua para uma melhor alocação global de capital e para uma economia mais eficiente. Esta potencial contribuição favorável do

capital de risco é especialmente relevante em fases de retração da economia, quando é limitado o acesso das empresas a financiamento externo.

Com efeito, a evidência empírica confirma que o capital de risco é uma componente fundamental no desenvolvimento de uma economia empresarial próspera (Mason e Harrison, 2002), do processo de inovação empresarial (Powell *et al.*, 2002) e do estímulo à criação de novas empresas (Popov e Roosenboom, 2009). Face ao elevado peso e relevância que as Pequenas e Médias Empresas têm no tecido empresarial e nas economias nacionais, é fundamental que estas tenham acesso a financiamento adequado para permitir o seu desenvolvimento e crescimento futuro. Neste aspeto, por ser uma forma de financiamento orientada frequentemente para pequenas empresas, muitas delas recentes, o capital de risco assume um papel relevante.

De uma forma geral, a literatura acaba por sugerir a existência de impactos económicos positivos gerados pelo capital de risco, tanto em termos do desenvolvimento económico das empresas, como da indústria, e até do país (Belden *et al.*, 2001; Kortum e Lerner, 2001; Wright *et al.*, 2009). Falta perceber se, no caso português, se verificam efeitos idênticos aos observados noutras economias. As próximas secções pretendem ajudar a avaliar melhor esta questão, analisando os efeitos económicos do capital de risco em Portugal e comparando a atividade do capital de risco no país com a do resto da Europa.

2. Efeitos económicos do Capital de Risco em Portugal

De acordo com a CMVM (2019), Portugal tinha 52 sociedades de capital de risco (SCR) em 2019, ascendendo o valor dos ativos sob gestão neste sector a 5.1 mil milhões de euros, investidos em 916 participações. 94.7% deste montante correspondia ao investimento na aquisição de unidades de participação de 135 fundos de capital de risco (FCR), maioritariamente geridos pelas próprias SCR.

Para avaliarmos os efeitos que a atividade das SCR em Portugal potencialmente exerce sobre as respetivas participadas em termos do seu volume de negócios, desempenho económico e financeiro, internacionalização do negócio e emprego criado, foi direcionado um inquérito às SCR identificadas no site da CMVM. Dos 55 contactos efetuados, foram recebidas 15 respostas, 10 das quais consideradas válidas e completas para efeitos do inquérito. 2 SCR disponibilizaram informação parcial. Perante a ausência de resposta de algumas SCR com significativa quota de mercado, a informação do inquérito foi complementada com dados do SABI, da Bureau Van Dijk, relativamente às participações sociais dessas SCR. Desta forma, na conjugação das respostas ao inquérito com os dados públicos, foi analisada informação de 18 SCR.

A base de dados assim obtida corresponde a um total de 191 participações (já expurgadas de algumas sobreposições de investimentos por mais do que uma SCR). Duas destas participações correspondem a Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS) que, pela sua natureza, não exercem uma atividade económica e nessa medida proporcionam um conteúdo informativo limitado. Por seu turno, os dados obtidos confirmam que as participações são minoritárias em grande parte dos casos.³

Relativamente às empresas analisadas, foram obtidos os dados existentes em 2019 sobre o emprego e algumas variáveis financeiras selecionadas.⁴ Note-se que a análise de dados até 2019 permite evitar eventuais condicionalismos de interpretação devido ao forte impacto negativo da pandemia do vírus SARS-CoV-2 sobre o emprego e as contas de muitas empresas em 2020. Para as empresas analisadas, foi obtida igualmente a informação existente à data da aquisição (ou em 2010, se a aquisição foi anterior a

³ Com base na informação disponível nas respostas ao inquérito, verifica-se que a percentagem média (média simples) de participação do capital de risco é de 42.1%.

⁴ Utilizou-se a informação de 2018 nos casos em que a informação de 2019 não se encontrava disponível.

esse ano), o que permitiu fazer uma análise evolutiva das variáveis selecionadas. A evolução observada relativamente às participadas das SCR foi posteriormente contrastada com a evolução registada na média por empresa do sector não financeiro a nível nacional entre 2010 e 2019, cujos dados foram igualmente extraídos a partir do SABI. Sublinha-se que, nesta comparação, é previsível e natural haver uma subavaliação relativa dos efeitos gerados pelo capital de risco, dado que, na amostra de empresas analisadas, a grande maioria das aquisições das SCR ocorreu muito posteriormente a 2010 (algumas aquisições são mesmo de 2019).

O Quadro 1 contém os indicadores para os quais foi obtida informação completa (exceção feita ao total de vendas internacionais, que não foi possível quantificar para a média nacional por empresa). Verificou-se desta forma que, em 2019, a amostra de participadas por SCR correspondia, por exemplo, a um total de 17,887 empregos e a um volume total de negócios igual a 2.07 mil milhões de euros. Considerando as participadas analisadas, os valores anteriores correspondem a uma média por empresa de 96.17 empregados e de 11.11 milhões de euros de vendas. Dada a elevada dimensão de um escasso número de participadas, calculamos igualmente a média por participada considerando apenas os dados até ao percentil 95 de cada uma das variáveis em causa, obtendo-se correspondentemente 65.9 empregados e vendas de 7.17 milhões de euros, ambos por participada de SCR. Note-se, no entanto, que a média nacional por empresa incorpora valores de perto de 1000 grandes empresas que não foram excluídas.

Quadro 1 – Indicadores financeiros e de emprego (2019)

Unidade: milhões de euros (exceto no emprego)

	Participadas por SCR (total)	Média por participada		Média (nacional) por empresa
		Total	Excluindo os 5% mais elevados	
Emprego	17,887	96.17	65.90	11.01
Vendas e prestação de serviços - total (V)	2,077	11.11	7.17	1.31
Vendas e prestação de serviços internacionais (VI)	738	4.15	2.49	NA
EBITDA	511	2.75	0.25	0.13
Ativo - total (AT)	6,802	36.57	11.83	2.09
Ativo Fixo - total (AF)	2,650	14.25	5.57	1.25
Capital Próprio - total (CP)	1,734	9.32	4.08	0.73

Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI

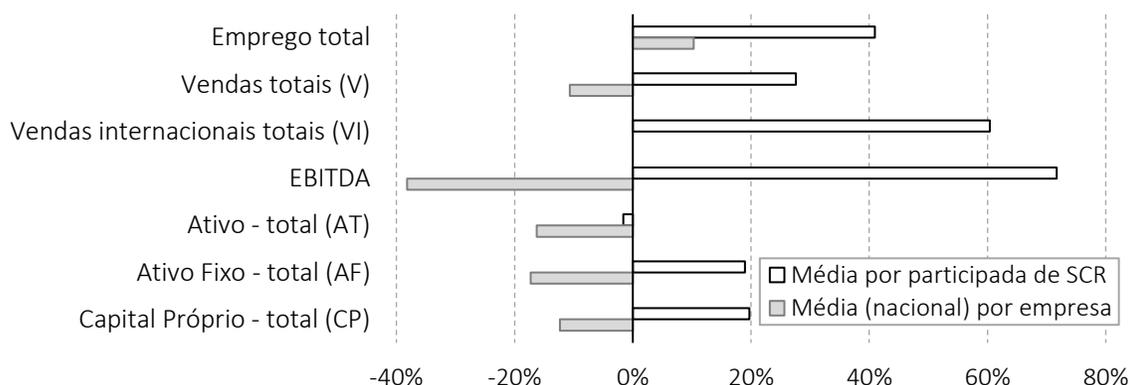
Relativamente ao total de empresas em Portugal, as variáveis anteriores (emprego e vendas) em termos médios por empresa são de 11.01 empregados e 1.31 milhões de euros, revelando que, em média, as participadas das SCR registam uma dimensão significativamente superior à da média nacional. Caso a média das participadas por SCR em Portugal esteja aproximadamente em linha com os valores na amostra (excluindo a informação acima do percentil 95), é expetável que as empresas participadas pela indústria do capital de risco sejam responsáveis por cerca de 60.4 mil postos de trabalho (65.90×916) e por um volume total de negócios na ordem de 6.57 mil milhões de euros. Em termos relativos, face ao total das empresas não financeiras em Portugal com contas publicadas, estes valores correspondem respetivamente a cerca de 1.73% do total de emprego e 1.27% do total do volume de negócios.⁵

É de notar ainda que o EBITDA por participada é cerca de 2 vezes o da média nacional, o que, por empresa participada, se traduz num maior potencial de impostos sobre o rendimento. A este propósito, com base na informação obtida no inquérito referente a 67 participadas, foi possível confirmar que o IRC acumulado pago por estas empresas durante o período de intervenção do capital de risco ascendeu a 364 milhões de euros, ou seja, 5.4 milhões de euros por participada.

A evolução em ambos os grupos (Gráfico 1), o da média das participadas por SCR e o da média por empresa em Portugal, revela que o primeiro grupo regista um significativo aumento do volume de negócios (+27.6%), que contrasta com uma queda no segundo grupo (-10.7%). Esta evidência empírica quanto aos efeitos positivos sobre o volume de negócios confirma a constatação obtida por estudos anteriores com base em informação de outras geografias e períodos de tempo distintos (e.g., Bernstein *et al.*, 2016; Boucly *et al.*, 2011; Engel e Keilbach, 2007).

⁵ A extrapolação para as participadas por SCR em Portugal feita com base na média total da amostra das participadas conduz naturalmente a valores superiores: 88,089 empregos (2.52% do total das empresas não financeiras) e 10.2 mil milhões de euros para o volume total de negócios (1.96% do total das empresas não financeiras).

Gráfico 1 – Variação (%) de 2010 (ou data de aquisição, se posterior) até 2019



Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI

No nosso estudo é de notar ainda que uma parte considerável do aumento do volume de negócios das participadas por SCR é gerado pelo forte crescimento das vendas e prestação de serviços para o estrangeiro (+60.4%). Salienta-se adicionalmente um forte aumento do EBITDA no primeiro grupo (+71.7%), em clara divergência com a queda de 38.2% na média por empresa em Portugal.

Em relação ao emprego, observa-se uma evolução favorável em ambos os grupos, mas bastante mais pronunciada nas participadas por capital de risco (+40.9%). Significa isto que as potenciais melhorias operacionais e de produtividade nas participadas, após a sua aquisição pelas SCR, não contrariam em Portugal uma maior criação de emprego nestas empresas. Os resultados que obtivemos corroboram assim a evidência apresentada noutras análises (e.g., Bernstein *et al.*, 2016; Boucly *et al.*, 2011) quanto à contribuição positiva do capital de risco para a criação de emprego.

A partir dos dados do Quadro 1, derivamos um conjunto de rácios económico e financeiros (Autonomia financeira, Margem EBITDA, Rotação do ativo, Ativo fixo / Ativo total, Peso das vendas internacionais).⁶ A situação observada em 2019 relativamente a estes rácios é apresentada no Quadro 2 e a respetiva análise evolutiva é ilustrada no Gráfico 2. Os resultados do Quadro 2 permitem-nos confirmar que, face à média nacional por empresa em Portugal, as participadas por SCR em 2019 tinham uma autonomia

⁶ A comparação dos rácios das SCR com os da generalidade das empresas em Portugal naturalmente admite que a amostra de participadas tem uma distribuição sectorial não muito distinta do total de empresas em Portugal (pressuposto que pode não se verificar). Todavia, a significativa amplitude nas diferenças entre os rácios de ambos os grupos ajuda a fundamentar as conclusões apresentadas.

financeira inferior, eram ligeiramente menos eficientes na utilização dos ativos (inferior rotação do ativo) e tinham menor peso de investimentos de longo prazo (inferior ativo fixo sobre ativo total); no entanto, eram bastante mais rentáveis (margem EBITDA superior).

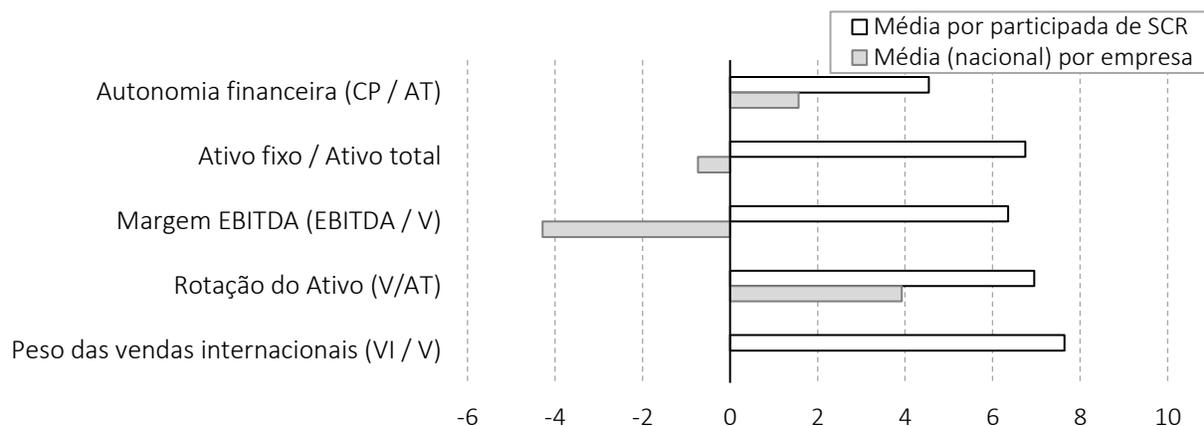
Quadro 2 – Rácios económico-financeiros (2019)

	Média por participada de SCR	Média (nacional) por empresa
Autonomia financeira (CP / AT)	25.5%	34.8%
Ativo fixo / ativo total	39.0%	59.7%
Margem EBITDA (EBITDA / V)	24.7%	9.6%
Rotação do ativo (V/AT)	30.4%	62.6%
Peso de vendas internacionais (VI / V)	37.3%	NA

Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI

Quando analisamos a evolução temporal destes rácios (Gráfico 2), as diferenças entre as participadas pelas SCR e a média das empresas nacionais ficam mais nítidas. Com efeito, confirma-se que a intervenção do capital de risco estimula as respetivas participadas a reforçarem a sua autonomia financeira (+4.54 pontos percentuais) e rotação do ativo (+6.95 pontos percentuais), muito acima do observado na média nacional por empresa. Depreende-se assim que, antes da aquisição pelo capital de risco, as participadas tinham níveis relativamente baixos de capitalização, de investimentos de longo prazo e de eficiência, os quais após a aquisição pelo capital de risco se aproximam mais da média nacional. Adicionalmente, os expressivos aumentos da rentabilidade e do peso dos investimentos de longo prazo, no caso das participadas por capital de risco, estão em visível contraste com a variação negativa nestes rácios observada na média nacional por empresa. A evidência sobre o desempenho financeiro superior das participadas em Portugal está assim em linha com o que estudos prévios divulgam (e.g., Bergstrom et al, 2007; Harris et al., 2005).

Gráfico 2 – Variação (p.p.) de 2010 (ou data de aquisição, se posterior) até 2019

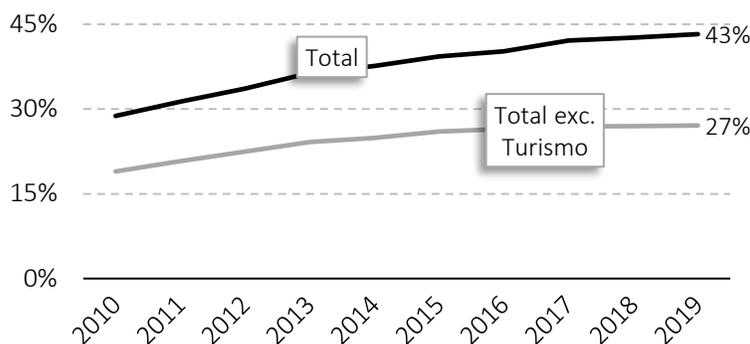


Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI

Segundo dados do Banco de Portugal, entre 2010 e 2019, a variação real do PIB nacional foi de 6.7%, uma evolução fortemente condicionada pela crise financeira da economia portuguesa nos primeiros anos desse período. Neste contexto de modesta evolução do PIB nota-se que, em termos relativos, as participadas das SCR reforçam mais os investimentos de longo prazo e conseguem beneficiar das previsíveis melhorias operacionais introduzidas, tal como revelado pela eficiência dos seus ativos e rentabilidade.

Em relação ao peso das vendas internacionais relativamente às vendas das participadas por SCR, na ausência de dados homólogos para a totalidade das empresas em Portugal, foi estabelecida uma comparação com a evolução do peso das exportações no PIB (Gráfico 3), a qual reflete a forte aposta que, durante a década em apreço, os Governos em Portugal fizeram na promoção das exportações. Verifica-se deste modo que a internacionalização do negócio das participadas por SCR seguiu de perto a variação do peso das exportações no PIB.

Gráfico 3 – Exportações nacionais em % do PIB



Fonte: Banco de Portugal

Para finalizar, importa acrescentar a seguinte nota sobre a significância dos dados analisados. Apesar de predominantemente correspondente a investimentos diretos e de estar longe do total de participações de capital de risco, a amostra analisada neste estudo agrega perto de 21% do número total de empresas participadas em 2019, sendo por isso considerada representativa e estatisticamente relevante para ser apreciada na avaliação dos efeitos económicos associados à intervenção do capital de risco. Note-se ainda que, não obstante a prevalência do investimento indireto via FCR, dada a existência de princípios de atuação e objetivos comuns face aos investimentos diretos das SCR, parece razoável admitir que as conclusões relativamente aos efeitos associados aos investimentos diretos das SCR sejam igualmente extensíveis aos FCR.

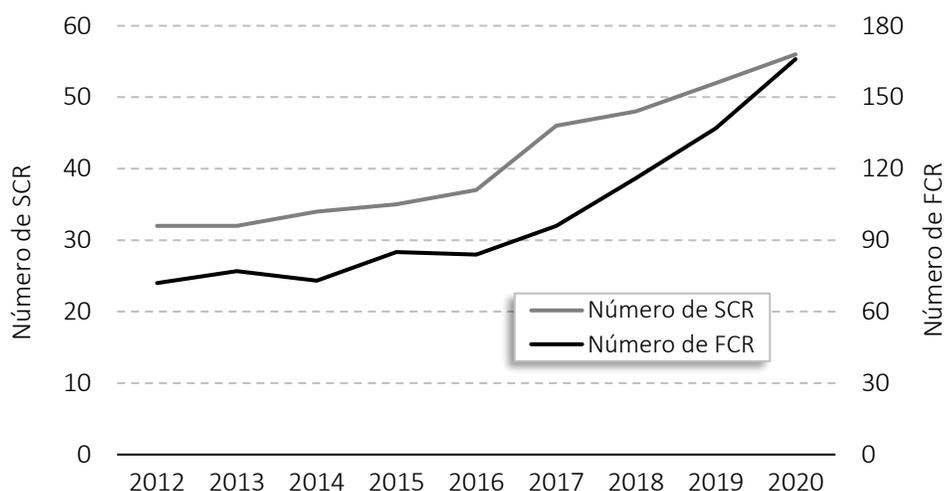
3. Capital de Risco em Portugal e no Resto da Europa: Análise comparativa

“Private equity activity in Portugal compared to European levels remains weak.”

OCDE (2020: 132)

Segundo os dados da CMVM, a crescente representatividade da indústria do capital de risco está refletida numa tendência ascendente no número de SCR e de FCR (Gráfico 4). Ainda assim, na avaliação da OCDE (2020: 131), “em Portugal o uso do capital de risco como forma de financiamento das empresas ainda está relativamente subdesenvolvida”.

Gráfico 4 – Número de SCR e FCR



Fonte: CMVM

Nesta secção analisamos o estado atual e a evolução desta indústria em Portugal, em termos da angariação de capital junto de investidores bem como do investimento e do desinvestimento nas participadas, utilizando como referência comparativa a situação observada na Europa. Para o efeito, foram essencialmente consideradas as seguintes fontes de informação: Invest Europe e CMVM.

3.1 Angariação

A base de dados da Invest Europe em 2020 foi alimentada por informação de 672 FCR em 31 países, sendo 6 FCR de Portugal. Agregando a informação anual registada nesta base de dados no período entre 2007 e 2020, vemos que o capital angariado junto de investidores na Europa foi de 950.5 mil milhões de euros (total de 7,768 fundos), dos quais 4 mil milhões de euros foram obtidos pelos FCR registados em Portugal no período (num total de 88 fundos), ou seja 0.43% do total da Europa. Assim, enquanto a Europa angariou 119.1 milhões de euros por cada fundo durante os anos mencionados, em Portugal a angariação foi apenas de 40.3 milhões de euros por fundo, um valor 66.21% inferior ao da média europeia.⁷

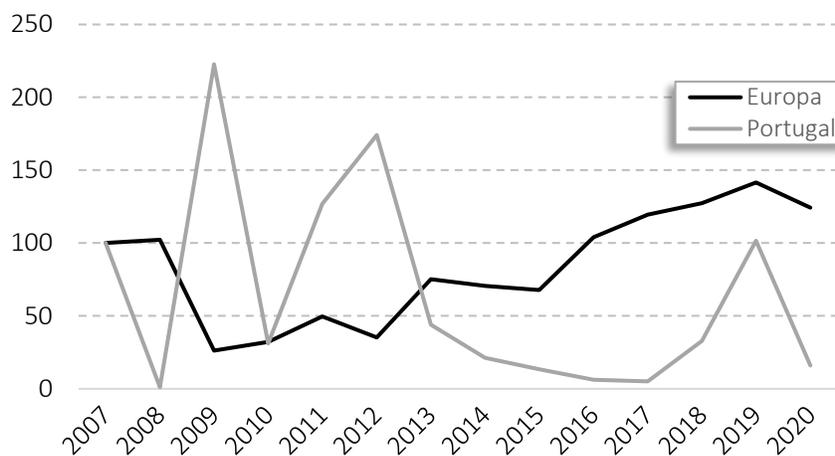
A atividade e a dinâmica do capital de risco tendem a refletir a atividade global da economia. O Gráfico 5 confirma que os fundos angariados pela indústria de capital de risco, de uma forma geral, reagiram negativamente às crises do *subprime* e da dívida soberana, a última das quais com efeitos bastante pronunciados em Portugal. Nota-se, no entanto, que a evolução do capital angariado em Portugal é mais volátil e errática do que o que se observa na Europa em geral, potencialmente devido ao baixo número de fundos em Portugal que reportavam informação à Invest Europe. A OCDE (2020) sublinha mesmo que, face à dinâmica observada na Europa, a angariação recente de fundos em Portugal tem sido lenta, com Portugal a representar nos últimos cinco anos apenas 0.09% dos fundos angariados na Europa, face a quase 3% alcançados em 2012. Admite-se que a criação dos Fundos Revitalizar em 2012, destinados a promover projetos de expansão, inovação e/ou modernização das Pequenas e Médias Empresas, possa ter contribuído para o acréscimo da angariação observada na altura.

Segundo a informação da CMVM, o número de participações e sobretudo de participantes revela uma tendência ascendente ao longo dos últimos 9 anos (Gráfico 6). No mesmo período, observa-se também que o montante total angariado (Gráfico 7) denota igualmente uma evolução crescente, embora relativamente volátil e não tão pronunciada quanto a do número de participantes. Consequentemente, o valor médio investido por participante tem vindo a ser nos últimos anos muito inferior ao registado

⁷ Relativamente à angariação por SCR em Portugal, os resultados do inquérito às SCR sugerem um valor superior: 99.5 milhões de euros. Este valor continua, ainda assim, a ser bastante inferior ao da média europeia.

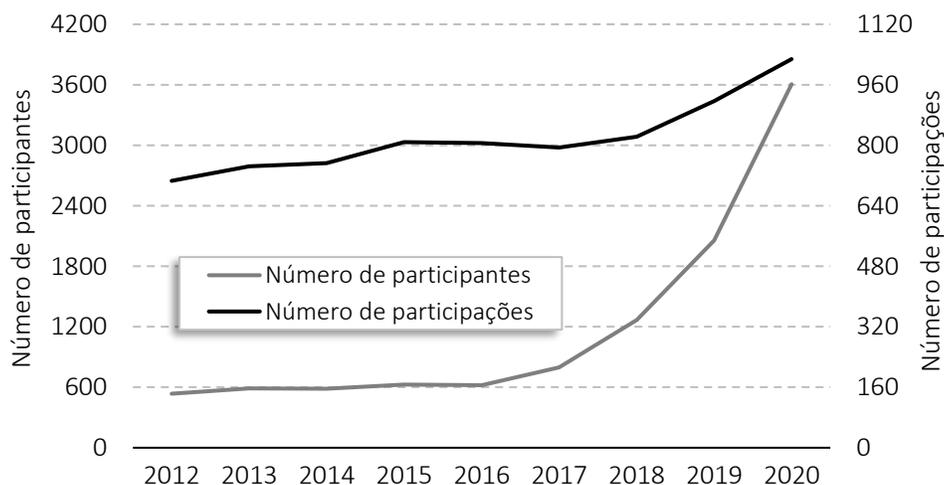
perto do início da década (1.4 milhões em 2020 versus 6.69 milhões em 2012), com a redução a refletir em grande medida o efeito do programa Golden Visa (investimento mínimo de 350,000€ para aquisição de unidades de participação em fundos de investimento ou fundos de capitais de risco).

Gráfico 5 – Índice de montantes angariados (2007 = 100)



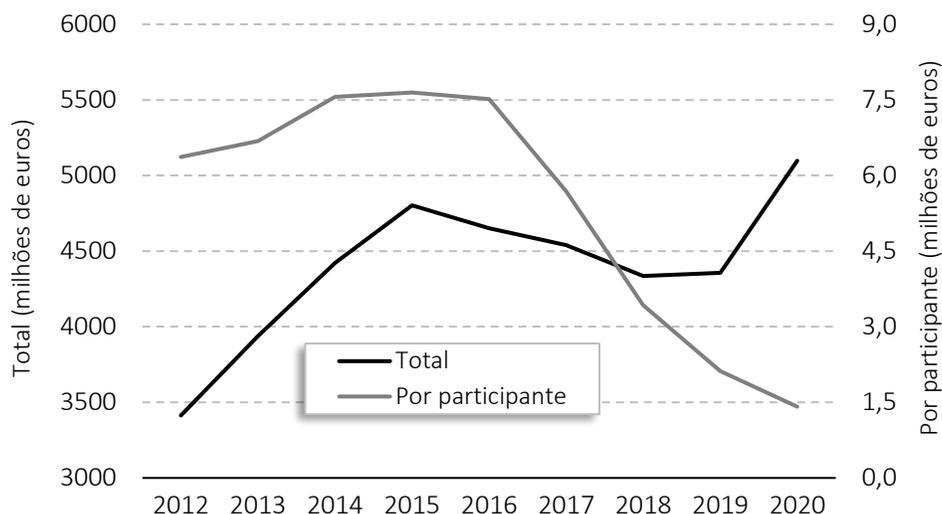
Fonte: Invest Europe

Gráfico 6 – Número de participantes e participações do capital de risco em Portugal



Fonte: CMVM

Gráfico 7 – Valor angariado (capital realizado) pelo capital de risco



Fonte: CMVM

Relativamente à distribuição dos novos fundos angariados por zona geográfica (Quadro 3), verifica-se que a Europa obtém a maioria dos fundos dentro da própria Europa (50.46%), sendo de origem doméstica 55.41% do valor angariado dentro desta zona (ou seja, 28% do total angariado). Em contrapartida, em Portugal, a grande maioria dos fundos angariados são de origem doméstica (62.16% do total) e apenas 0.3% são angariados fora da Europa. Segundo a CMVM (2019), em 2019 havia 2,033 participantes nos FCR, a maioria dos quais residentes em Portugal (77%).

Quadro 3 – Distribuição das angariações por zona geográfica (2007 a 2020)

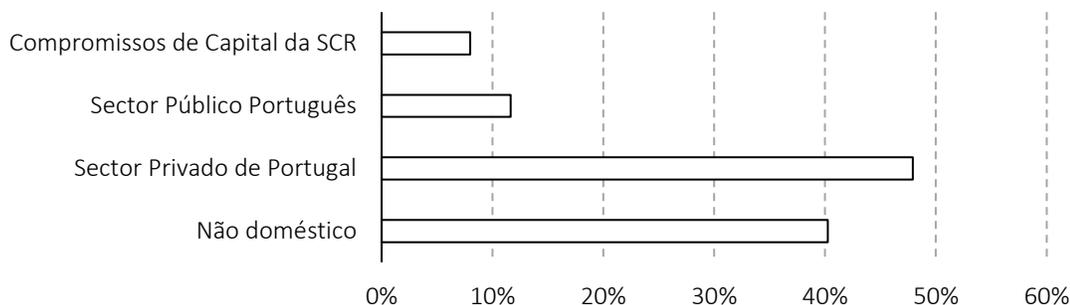
Origem dos novos fundos	Peso na Europa	Peso em Portugal
Dentro da Europa:	50.46%	74.96%
<i>Doméstico</i>	55.41%	82.92%
<i>Não doméstico</i>	44.59%	17.08%
Fora da Europa	33.92%	0.30%
Não classificados	15.62%	24.74%

Fonte: Invest Europe

A informação sobre as angariações foi complementada com a informação obtida nas respostas ao inquérito enviado às SCR, cujos resultados são resumidos no Gráfico 8. Para um total de 1.19 mil milhões de euros levantado por 12 SCR junto de investidores, verifica-se que a maioria do investimento provém

do sector privado. Por seu turno, a angariação de origem não doméstica é referida como a segunda fonte de investimento, com uma representatividade muito acima da divulgada pela Invest Europe, mas ainda assim inferior ao peso na Europa. O sector público português e os compromissos de capital das próprias SCR surgem com pesos bastante inferiores nos fundos angariados pelas SCR em Portugal.

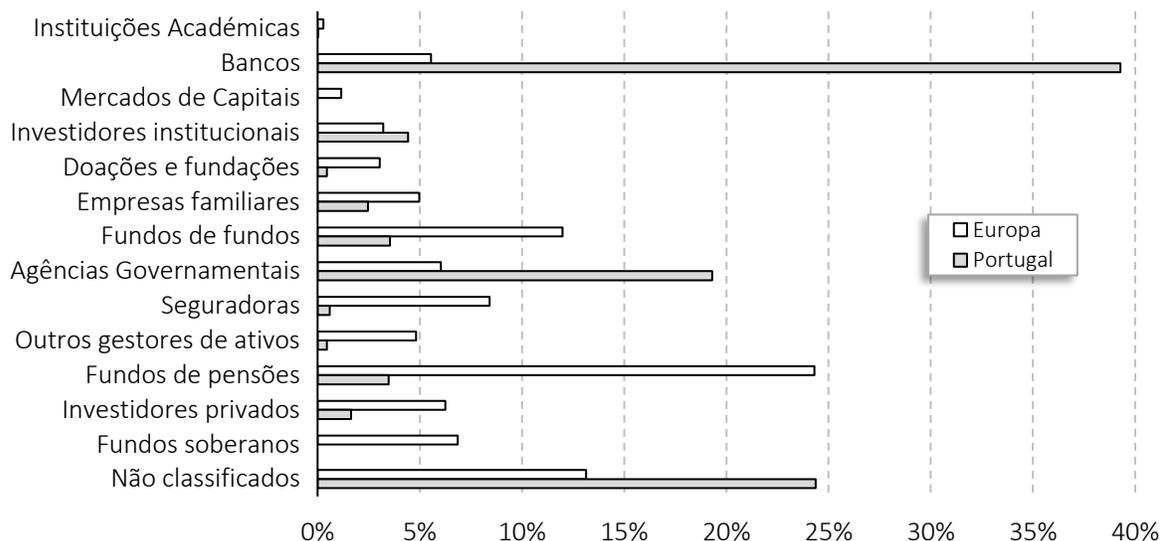
Gráfico 8 – Origem do capital angariado em Portugal



Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI

Quanto aos diferentes tipos de investidores, observa-se uma grande discrepância entre a distribuição europeia e a que existe em Portugal (Gráfico 9a). Na Europa, excluindo os investimentos provenientes de fontes não classificadas, as principais fontes de investimento residem nos fundos de pensões, representando 24.31% do investimento realizado entre 2007 e 2020, nos fundos de fundos, com 11.98%, e nas seguradoras, com 8.41%. Em Portugal, grande parte do investimento registado no período foi proveniente de bancos (39.28%) e de agências governamentais (19.30%), aspeto este sublinhado pela OCDE (2020). Em contrapartida, apenas 0.59% do valor angariado em Portugal é proveniente de seguradoras, adicionalmente não existindo qualquer investimento angariado através do mercado de capitais. Vemos ainda uma grande disparidade na soma das três maiores fontes de investimento, que na Europa representa 49.42% enquanto em Portugal totaliza 82.96%, o que implica uma menor dispersão nas fontes de investimento em Portugal face ao que existe na Europa.

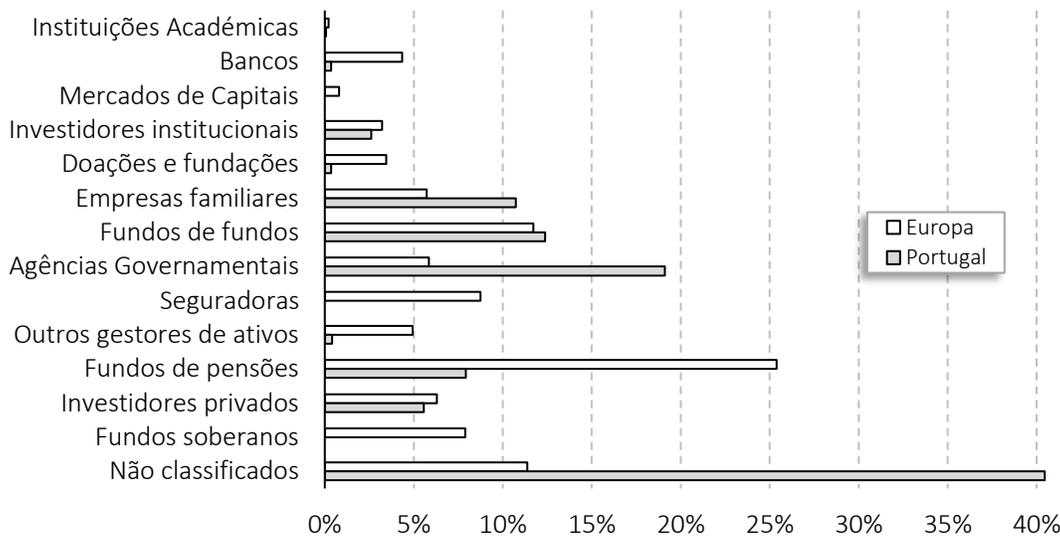
Gráfico 9a – Distribuição das angariações por tipo de investidor (2007 a 2020)



Fonte: Invest Europe

Focando a análise num período mais recente (Gráfico 9b), confirma-se que o peso das angariações de bancos em Portugal cai significativamente, eventualmente devido a um menor peso dos fundos de reestruturação utilizados para retirar ativos imobiliários dos ativos dos bancos, mas continua a registar-se uma clara sub-representação dos fundos de pensões e das seguradoras face à Europa.

Gráfico 9b – Distribuição das angariações por tipo de investidor (2017 a 2020)



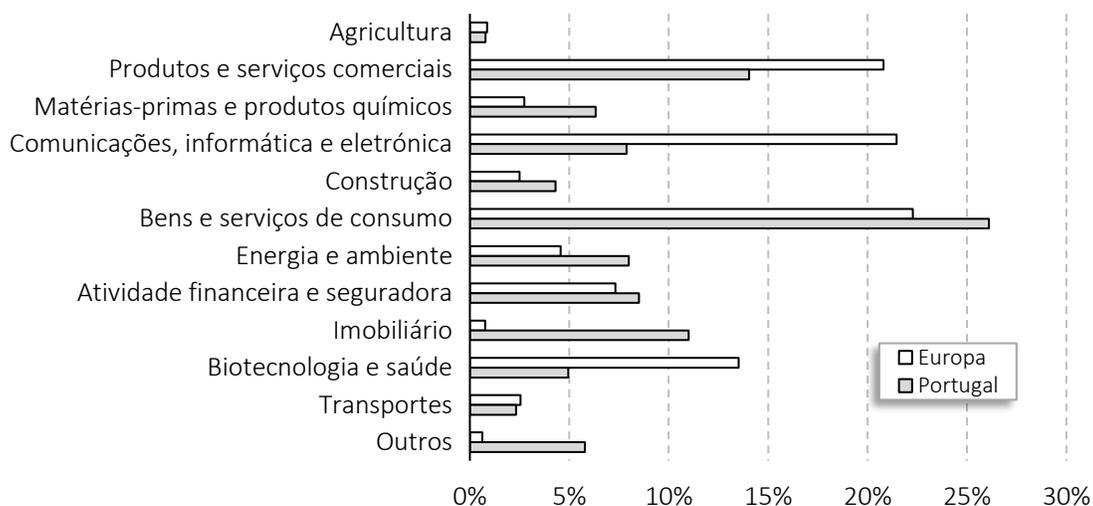
Fonte: Invest Europe

3.2 Investimento

De acordo com os dados da Invest Europe, o montante incremental dos investimentos realizados entre 2007 e 2020 pelos FCR na Europa foi de 866.5 mil milhões de euros, com parte deste investimento a ser direcionado para 23,978 empresas que representavam novas participações. Correspondentemente, em Portugal existiu nesse período um montante incremental de investimentos no valor de 3.3 mil milhões de euros, parte do qual aplicado em 425 novas participações.

Verifica-se que os fundos direcionam grande parte do investimento para os sectores de Produtos e Serviços Comerciais e Bens e Serviços de Consumo (Gráfico 10) que, em conjunto, representam mais de 40% do investimento total, tanto na Europa como em Portugal. As diferenças mais expressivas entre as duas zonas geográficas são que, na Europa, uma parte significativa do investimento (21.5%) é alocado aos sectores de Comunicações, Informática e Eletrónica, ao passo que em Portugal se investe mais no sector do Imobiliário (11%). Uma das explicações para a elevada representatividade dos investimentos neste sector em Portugal reside no peso dos fundos de reestruturação que absorveram ativos imobiliários dos bancos (e outros) usados como colaterais de créditos hipotecários que se tornaram incobráveis. Note-se, no entanto, que, na Europa, o imobiliário atrai apenas 0.8% de todo o investimento de capital de risco.

Gráfico 10 – Distribuição dos investimentos por sector (2007 a 2020)



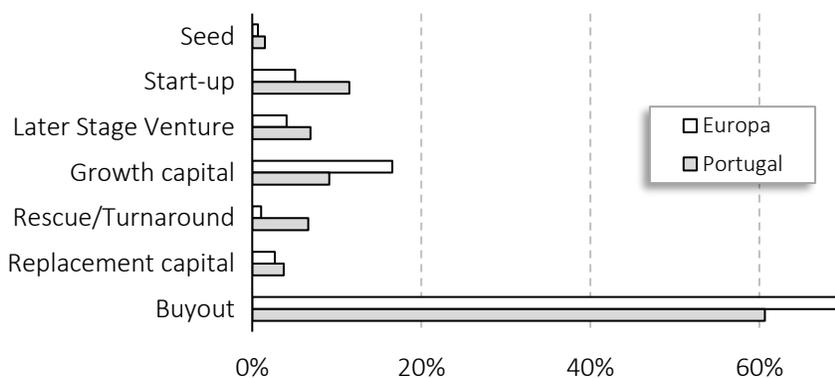
Fonte: Invest Europe

Nos últimos anos do período em análise, verifica-se em Portugal um peso crescente dos investimentos direcionados para os sectores Comunicações, Informática e Eletrónica, bem como para o da Biotecnologia e Saúde, mas ainda assim, face à Europa, continua a haver menor peso nos investimentos para estes sectores. Em contrapartida, mantém-se em termos comparativos um excesso do peso do investimento no Imobiliário.

Em termos da natureza do investimento realizado (Gráfico 11), verifica-se em Portugal um foco nas fases iniciais do ciclo de vida das empresas (*venture capital*, subdividido em *seed capital*, *start-up* e *later stage venture*) significativamente superior ao registado na Europa. Em contrapartida, observa-se o oposto relativamente ao capital de desenvolvimento (*Growth capital*), que na Europa é bastante mais expressivo do que em Portugal. Em ambas as zonas geográficas, Portugal e Europa, a maior parte do investimento é direcionado para suportar aquisições de outras empresas (*Buyout*), em linha com as tendências internacionais reportadas por Nepelski *et al.* (2016).

De acordo com a informação da CMVM (2019), uma parte significativa (65%) do montante sob gestão na indústria de capital de risco em Portugal correspondia ao investimento em participações sociais (ações e quotas das participadas) e em outros investimentos (inclui prestações acessórias, suprimentos e empréstimos). A distribuição deste investimento, com a indicação de ser maioritariamente destinado a empresas residentes e para apoiar a reorientação da estratégia, expansão e aquisição do capital da empresa pela respetiva gestão, é também confirmada pela CMVM.

Gráfico 11 – Distribuição do investimento por tipo/fase (2007 a 2020)

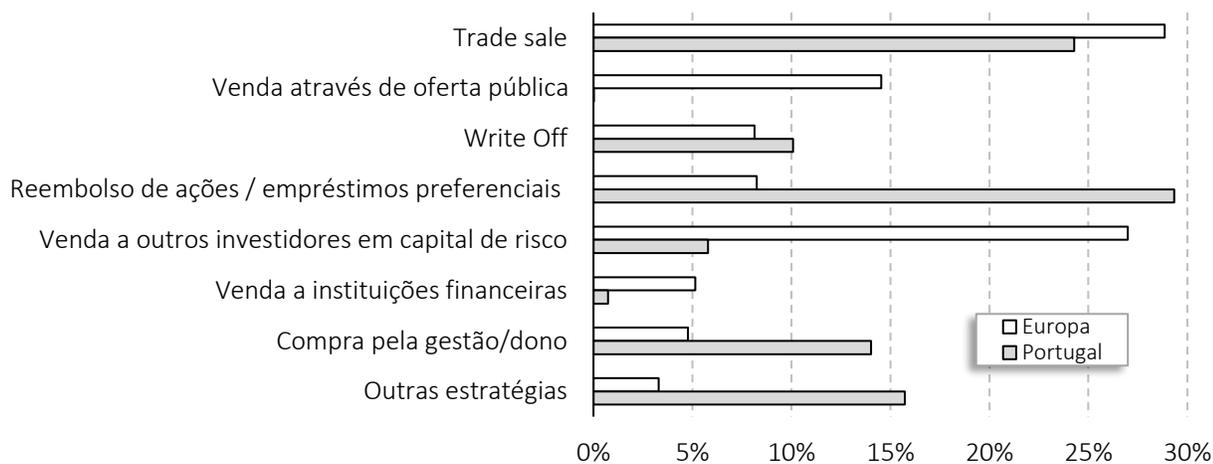


Fonte: Invest Europe

3.3 Desinvestimento

Entre 2007 e 2020, o total de alienações de investimentos pelos fundos de capital de risco na Europa foi de 467.4 mil milhões de euros, realizados em 50,289 empresas, enquanto em Portugal, no mesmo período, as alienações ascenderam a 1.9 mil milhões de euros correspondentes a 739 empresas. Tanto na Europa como em Portugal, entre as estratégias de saída mais relevantes encontra-se a venda comercial a compradores estratégicos para o negócio existente (*trade sale*) (Gráfico 12). O desinvestimento através do reembolso de ações e empréstimos é, no entanto, a principal via utilizada em Portugal, muito acima do observado na Europa. Em contraste, a venda a outros investidores de capital de risco tem na Europa muito mais peso do que em Portugal. Verifica-se ainda que, na Europa, o desinvestimento feito através de ofertas públicas de venda é muito relevante (14.54%), ao passo que em Portugal essa estratégia de saída é de apenas 0.01% do total.

Gráfico 12 – Distribuição das alienações (2007 a 2020)



Fonte: Invest Europe

Segundo a CMVM (2019), 72.1% do investimento com as participações em capital social foi detido por mais de 4 anos. Por seu turno, 33.9% do desinvestimento realizado em 2019, fundamentalmente através da venda a terceiros, gerou mais valias face ao valor em carteira, mas 6.3% do desinvestimento correspondeu a *write-off* da participação.

4. Recomendações para o desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal

O grau de desenvolvimento da indústria do capital de risco pode ser classificado segundo os níveis de angariação de fundos, de investimento, de desinvestimento e das rendibilidades alcançadas. Apesar de a informação disponível sobre o último critério a nível global não ser suficiente para fundamentar sólidas conclusões, a análise realizada na terceira secção deste documento permite dizer que, relativamente aos restantes critérios, o capital de risco em Portugal revela estar longe da fase de maturidade de outros países. Parece existir, por isso, amplo espaço de evolução comparativamente à situação observada no resto da Europa. Esta secção discute potenciais vias para estimular o crescimento desta indústria em Portugal.

4.1 Angariação de capital junto de investidores

Na generalidade dos países, os bancos, fundos de pensões, investidores privados, companhias de seguros, Estado e organismos públicos representam os principais investidores no capital de risco. Nesta matéria, a OCDE (2020) lembra que os fundos de pensões e as companhias de seguros são uma potencial e relevante fonte de recursos financeiros, em linha com a constatação de Jeng e Wells (2000) de que o nível de investimento dos fundos de pensões em capital de risco é determinante para a evolução desta indústria.

Devido ao reduzido peso (face ao resto da Europa) dos fundos de pensões e das companhias de seguros no financiamento do capital de risco em Portugal, a OCDE (2020) inclui nas suas recomendações para a evolução desta indústria em Portugal a reavaliação pelo Governo dos regimes de investimento e de requisitos de capital, de forma a estimular o seu investimento neste mercado. Face à disparidade relativamente à situação na Europa, é também recomendável incentivar uma maior dispersão nas fontes de investimento em Portugal. Por exemplo, de acordo com a OCDE, alguns países introduziram regimes de incentivos fiscais aos pequenos investidores que os estimulam a investirem em capital de risco. Relativamente aos programas de financiamento europeus destinados a Portugal, nomeadamente o Plano de Recuperação e Resiliência, é aconselhável que os mesmos contenham os ingredientes necessários ao estímulo da capitalização da indústria de capital de risco em Portugal. De uma forma

geral, a utilização destes estímulos assume uma particular relevância à luz dos efeitos favoráveis nas participadas em termos do volume de negócios, rendibilidade, desalavancagem, criação de emprego e, conseqüentemente, para o estímulo do crescimento económico que o capital de risco parece gerar em Portugal.

Quanto à origem geográfica das angariações, o facto de o capital de risco em Portugal atrair uma proporção de fundos do exterior (da Europa e de fora da Europa) inferior ao que a Europa como um todo regista é um aspeto que merece ser igualmente salientado (aliás, como a própria OCDE o faz). Para aproximar Portugal da média europeia importa, por isso, melhorar a atratividade dos investimentos em capital de risco junto dos investidores não domésticos. Nalguns casos, as limitações que, devido à sua reduzida dimensão à escala global, as sociedades de capital de risco em Portugal enfrentam para darem visibilidade internacional aos seus investimentos pode ser colmatada através do recurso a uma solução de consórcio, ou sindicância do investimento, analisada adiante.

4.2 Investimento

A OCDE (2020) indica que, apesar de a economia portuguesa corresponder a 1.2% do PIB da União Europeia, o investimento realizado pela indústria de capital de risco em Portugal nos últimos cinco anos foi de apenas 0.5% dos valores registados na Europa. A Agência Nacional de Inovação (2021) salienta também a aproximação dos níveis de investimento em capital de risco da média europeia como um dos desafios para esta década. Por conseguinte, existe em Portugal uma grande margem de expansão relativamente aos investimentos da indústria de capital de risco. Alguns dos principais aspetos relacionados com estes investimentos são discutidos a seguir.

Rendibilidade do investimento

Por ser um investimento com ganhos expetáveis materializados apenas ao fim de alguns anos, o capital de risco é caracterizado por uma reduzida liquidez, contrariamente ao que se verifica na generalidade dos títulos transacionados em mercados de ações. Por esse motivo, as sociedades de capital de risco são compelidas a encontrar oportunidades de investimento que proporcionem aos seus investidores um prémio de risco superior ao que encontrariam nos mercados de ações. Existe assim um prémio mínimo

de liquidez que deverá corresponder à rendibilidade adicional que os investidores em capital de risco esperam obter, comparativamente ao que obteriam caso investissem no mercado de ações.

É por isso esperado que a rendibilidade do capital de risco exceda a do mercado de ações, havendo estudos que revelam que o prémio mínimo de liquidez desejado pelos investidores em capital de risco é próximo de 3% (Harris *et al.*, 2016; Hooke e Yook, 2016; Jegadeesh *et al.*, 2015; Phalippou, 2014; Robinson e Sensoy, 2016). As evidências empíricas internacionais (e.g., Acharya *et al.*, 2013; Barger *et al.*, 2008; Guo *et al.*, 2011) são consistentes com a capacidade de o capital de risco conseguir identificar oportunidades de negócio subvalorizadas. Existem também indícios de que os desempenhos inferiores residem em fundos de menor dimensão geridos por capitalistas de risco menos experientes (Gottschalg *et al.*, 2004; Kaplan e Schoar, 2005).

A não obtenção de uma rendibilidade superior à dos mercados de ações pode implicar mesmo uma forte limitação à angariação de fundos junto dos investidores em capital de risco. A seleção eficiente e o acompanhamento dos investimentos na indústria do capital de risco são, por isso, críticos para maximizar as rendibilidades obtidas ajustadas ao risco.

Seleção dos investimentos

Em prol da sua evolução futura e para garantir rendibilidades sustentáveis, a indústria de capital de risco deve promover os ajustamentos internos necessários a uma alocação correta de investimentos e à identificação dos *timings* oportunos de entrada (Klonowski, 2018).⁸ As adaptações adicionais devem incidir na atração de recursos humanos de qualidade e experiência prática de negócios, no aperfeiçoamento do processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco e na realização de uma *due diligence* mais completa.

A respeito da tomada de decisão dos capitalistas de risco, existe alguma evidência sobre um eventual excesso de confiança na seleção de investimentos (Klonowski, 2018; Zacharakis e Shepherd, 2001). Esta é uma característica dos capitalistas de risco, que os leva a acreditarem firmemente se uma empresa

⁸ Por exemplo, algumas evidências (ver Klonowski, 2018) sugerem que o investimento e as angariações de recursos a meio de um ciclo económico positivo, quando o crescimento económico está em declínio, são mais favoráveis do que no seu início.

representa ou não um bom investimento. Tal excesso de confiança pode levar a que, no processo de decisão, não esteja considerada toda a informação relevante, e consequentemente aumentar-se o risco de serem tomadas decisões erradas. Por estimular a partilha de opinião entre capitalistas de risco sobre as oportunidades de investimento - e assim potenciar o rigor e a imparcialidade na seleção de investimentos -, a syndicação de investimentos limita os riscos de seleção adversa associados a investimentos em maus negócios (Birkshaw e Hill, 2003; Gompers e Lerner, 2001).

Para alcançar ganhos superiores ajustados ao risco, importa, por isso, garantir que na seleção de investimentos pelo capital de risco são equacionados todos os potenciais cenários futuros e variantes associadas ao investimento. Na perspetiva da combinação ótima do binómio risco-rendibilidade, é fundamental diversificar a carteira de investimentos, para evitar incorrer num excessivo risco específico associado a uma elevada concentração dos investimentos, não só em termos das empresas em carteira, mas também a nível sectorial e até quanto às fases/tipos de investimento selecionados.

Nessa medida, é aconselhável evitar a “mentalidade de rebanho” (*herd mentality*) associada às decisões de escolha de investimento pelas sociedades de capital de risco, com as atenções concentradas muitas vezes num grupo limitado de empresas e sectores. A este propósito, salienta-se no caso de Portugal a observação da OCDE (2020) de os investimentos realizados pelo capital de risco estarem focados na recuperação de empresas que se encontram em dificuldades, em contraste com a menor incidência no desenvolvimento de novas indústrias emergentes e na expansão da capacidade produtiva. Em termos do acesso a fundos públicos em Portugal investidos em programas de capital de risco, cuja obtenção pode condicionar a natureza dos investimentos aos quais são destinados, é recomendável por isso que as respetivas condições sejam desenhadas para estimular o investimento em capital de desenvolvimento e em sectores de ponta (e.g., Comunicações, informática e eletrónica; Biotecnologia e saúde) bem como a diversificação de investimentos por empresas e sectores.

Mecanismos de controlo

É expetável que o capital de risco remunere o investimento maioritariamente através das mais valias obtidas com o aumento de valor da empresa participada, ao invés de permitir alcançar ganhos de forma regular, como por exemplo os que são gerados por juros, dividendos, entre outros similares. Esta forma

de remuneração e o respetivo risco requerem um acompanhamento atento da gestão realizada pelas empresas participadas, em particular na componente financeira. Tal requisito é relevante sobretudo face à assimetria de informação existente entre o capitalista de risco e as empresas nas quais investe, muitas vezes materializada em problemas de agência nos contratos entre ambos. O próprio sucesso do capital de risco depende positivamente do envolvimento ativo dos gestores de capital de risco nas práticas e estratégias de negócios das empresas nas quais investem (Strömberg, 2009).

Para mitigar a potencial assimetria de informação, é aconselhável uma investigação profunda à empresa participada, antes e depois da entrada no respetivo capital (Gompers e Lerner, 2001), a par da adoção de outros mecanismos de controlo. Existe evidência empírica de que as sociedades de capital de risco na Europa se focam mais na fase da negociação e menos na de monitorização ativa, o que reduz a sua capacidade em selecionar projetos e acrescentar valor a empresas inovadoras (Hege *et al.*, 2003). Um dos mecanismos de monitorização ativa mais populares consiste em fazer as entradas de capital nas participadas em várias etapas ao longo do tempo (via *milestone financing* ou via *round financing*), em alternativa a um desembolso único. Estas entradas faseadas de capital ao longo do tempo podem representar a solução mais eficaz que o capitalista de risco pode usar, por manter o promotor mais comprometido e assim permitir limitar as perdas associadas a más decisões (Gompers e Lerner, 2001). Quando o investimento não é realizado numa única tranche de desembolso, importa, no entanto, desmistificar a ideia junto dos empresários das empresas participadas de que o capital de risco garante o aumento rápido dos capitais permanentes.

Como medidas adicionais de controlo, os capitalistas de risco podem integrar os conselhos de administração das participadas, adotar esquemas de compensação dos executivos baseadas no desempenho, ou fazer a sindicância do investimento com outras empresas de capital de risco. De uma forma geral, a evidência demonstra que, comparativamente a outras empresas, as participadas por capital de risco revelam práticas de governação mais robustas, tendem a recrutar gestão profissional, substituir gestores com baixo desempenho, e a recorrer a formas de compensação dos gestores baseadas no desempenho de longo prazo (Strömberg, 2009).

Sindicação

Muitas vezes, em alternativa a investirem individualmente, os capitalistas de risco tendem a fazê-lo em consórcio com outros capitalistas de risco, recorrendo à syndicação do investimento (Hochberg *et al.*, 2007). Pesem embora eventuais questões que a concorrência entre os capitalistas de risco possa suscitar relativamente a esta opção, o facto é que à syndicação dos investimentos são apontadas várias vantagens, uma das quais consiste na promoção da partilha de informação e recursos entre os capitalistas de risco. A syndicação dos investimentos no capital de risco é por isso apontada como estratégia eficaz para reduzir os problemas de assimetria de informação enfrentados pelas sociedades de capital de risco (Engel, 2004). Outra vantagem da syndicação reside no aumento da probabilidade de angariar fundos de investidores em capital de risco, bem como no alargamento da rede de contactos de cada capitalista de risco, incluindo prestigiados bancos de investimento (Harrison e Mason, 2019). Do ponto de vista das sociedades de capital de risco incumbentes, a syndicação e a rede de contactos profissionais a ela associada criam inclusivamente uma barreira à entrada de novos capitalistas de risco.

Os capitalistas de risco com melhores redes de contactos na altura da angariação de capital junto de investidores conseguem obter desinvestimentos significativamente mais bem-sucedidos nos dez anos seguintes (Hochberg *et al.*, 2007). A evidência empírica demonstra também que as rendibilidades obtidas pelo capital de risco persistem fortemente em fundos levantados através de consórcios de capitalistas de risco (Kaplan e Schoar, 2005). A explicar as rendibilidades mais elevadas na syndicação de investimentos deverá estar o potencial de investir em mais projetos e diversificar significativamente o risco específico, bem como a redução do problema de seleção adversa permitida pela partilha de informação entre capitalistas de risco (Birkshaw e Hill, 2003; Gompers e Lerner, 2001).

Face ao problema de escala da maioria das SCR em Portugal, a syndicação dos investimentos nesta indústria parece ser assim uma via que justifica ser explorada, dados os benefícios esperados em termos da maior visibilidade internacional e consequente estímulo à angariação de fundos do exterior, redução da assimetria de informação e diversificação do risco.

4.3 Desinvestimento

A forma de remuneração do capital de risco, por estar concentrada na esperada obtenção de mais valias com o desinvestimento na empresa participada, leva a que a existência de opções de desinvestimento seja crítica para o sucesso do investimento. Com efeito, a existência de alienações bem-sucedidas é fundamental para garantir aos investidores rendibilidades atrativas e assim facilitar o levantamento de capital adicional (Nahata, 2004). De uma forma geral, o modo preferencial de alienação pelo capital de risco reside na venda da empresa no mercado a investidores (*trade sale*), ou da sua colocação em bolsa através de *Initial Public Offering* (IPO) (Klonowski, 2018), solução que permite obter maiores níveis de liquidez e de rendibilidade face às alternativas.⁹ Segundo dados da Invest Europe (2020), mais de 30% do desinvestimento na Europa ocorre por estas vias.¹⁰ A existência de um mercado de capitais ativo é considerada importante para a obtenção de uma forte indústria de capital de risco, devido ao potencial de saída que oferece (Gilson e Black, 1999). Face à reduzida dimensão do mercado de capitais português, o desinvestimento através de *trade sale* ganha relevância. Aliás, a análise das tendências observadas a nível global nos últimos vinte anos revela um peso crescente de operações de fusões e de *trade sale*, em contrapartida da perda de importância a nível global do desinvestimento via IPO (Harrison e Mason, 2019).

Ainda assim, pelo facto de os IPOs continuarem a proporcionar uma das principais vias de desinvestimento, a OCDE (2020) refere que a reduzida escala de fusões e aquisições e de atividades do mercado primário de participações públicas condiciona as alternativas de alienação do capital de risco em Portugal. Esta organização recomenda, por isso, o desenvolvimento de esforços de reforma no funcionamento global dos mercados de capitais que considerem “o potencial impacto no desenvolvimento dos mercados privados” e “os intervenientes no mercado privado de capitais” (OCDE, 2020: 19).

⁹ Nikoskelainen e Wright (2007) confirmam que a colocação em bolsa é, de longe, a alienação mais rentável, seguida do *trade sale*.

¹⁰ Note-se que o desinvestimento pode igualmente materializar-se em soluções indesejáveis (e.g., liquidação ou insolvência da empresa), que de acordo com a Invest Europe (2020) representam cerca de 15% na Europa.

4.4 Novos *players* e soluções de financiamento

Em relação às perspetivas de evolução futura da indústria de capital de risco e das potenciais fontes de financiamento do empreendedorismo a nível global, é relevante chamar a atenção para a emergência de novos *players* e soluções no mercado (Harrison e Mason, 2019). Em primeiro lugar, existe uma tendência crescente de disponibilidade de fundos do sector público em coinvestimento com os investidores privados, com o objetivo de estimular o crescimento económico assente em projetos inovadores e facilitar a diversificação de riscos nos investimentos. Esta solução evidencia a relevância do apoio do Estado nesta matéria.

Em segundo lugar, os recursos angariados através da internet (*crowdfunding*) têm vindo progressivamente a ganhar relevo entre as estratégias de financiamento das empresas. Pesem embora as diferenças substanciais face às soluções de financiamento apresentadas pelo capital de risco, o *crowdfunding* e a expansão que tem revelado não devem ser ignorados, sob pena de poderem constituir uma ameaça à evolução da indústria.

Por último, salienta-se o financiamento de empresas assente em criptomoedas, nomeadamente através de *Initial Coin Offering*. Embora ainda num estado inicial e a funcionar no espaço de transação das criptomoedas, algumas *start-ups* têm vindo progressivamente a utilizar esta solução face aos reduzidos custos de financiamento e por dispensar o recurso a intermediários. Por esse motivo, a sua existência não deve ser menosprezada.

Face às perspetivas futuras sobre novos *players* e soluções de financiamento do empreendedorismo a nível global, é importante que tanto os capitalistas de risco como o Estado encontrem as formas adequadas para se adaptarem e beneficiarem das novas circunstâncias de mercado e promover o crescimento sustentável da indústria de capital de risco. Neste campo, o estabelecimento de parcerias entre capitalistas de risco e novos *players* de mercado é uma das possibilidades em aberto.

AGRADECIMENTOS: Os autores agradecem o apoio de Rafael Lima no tratamento e organização da informação e a clarificação da CMVM sobre detalhes dos dados por si divulgados.

BIBLIOGRAFIA

- Acharya, V., Gottschalg, O., Hahn, M. e Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *The Review of Financial Studies*, 26(2): 368-402.
- Agência Nacional de Inovação (2021). Relatório Nacional de Inovação.
- Alemanly, L. (2006). Venture capital in Spain: Evolution, characterisation and economic impact analysis. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 6(4/5): 412-428.
- Amess, K. e Wright, M. (2007). The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK. *International Journal of the Economics of Business*, 14(2): 179-195.
- Bargeron, L., Schlingemann, F., Stulz, R. e Zutter, C. (2008). Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? *Journal of Financial Economics*, 89(3): 375-390.
- Belden, S., Keeley, R. e Knapp, R. (2001). Can venture capital-backed IPOs compete with seasoned public companies? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(4): 327-336.
- Bergström, C., Grubb, M. e Jonsson, S. (2007). The operating impact of buyouts in Sweden: A study of value creation. *Journal of Private Equity*, 11(1): 22-39.
- Bernstein, S., Lerner, J., Sorensen, M. e Strömberg, P. (2016). Private equity and industry performance. *Management Science*, 63(4): 1198-1213.
- Birkshaw, J. e Hill, S. (2003). *Corporate venturing performance: an investigation into the applicability of venture capital models*. Working Paper, London Business School.
- Boucly, Q., Sraer, D. e Thesmar, D. (2011). Growth LBOs. *Journal of Financial Economics*, 102(2): 432-453.
- CMVM (2010). Relatório anual da atividade de capital de risco. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.
- CMVM (2019). Relatório sobre a atividade de capital de risco - 2019. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.
- Cochrane, J. (2001). *The risk and return of venture capital*. Working Paper 8066, National Bureau of Economic Research.
- Cumming, D., Siegel, D. e Wright, M. (2007). Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 13(4): 439-60.
- Davila, A., Foster, G. e Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6): 689-708.
- Davis, S., Haltiwanger, J., Jarmin, R., Lerner, J. e Miranda, J. (2011). *Private equity and employment*. Working Paper 17399, National Bureau of Economic Research.
- Engel, D. (2004). The performance of venture backed firms: the effect of venture capital company characteristics. *Industry and Innovation*, 11(3): 249-63.
- Engel, D. e Keilbach, M. (2007). Firm-level implications of early stage venture capital investment – An empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, 14: 150-167.

- Gilson, R. e Black, B. (1999). Does venture capital require an active stock market? *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(1): 36–48.
- Gompers, P. e Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2): 145-168.
- Gottschalg, O., Phalippou, L. e Zollo, Z. (2004). *Performance of private equity funds: another puzzle?* Working Paper, INSEAD, France.
- Guo, S., Hotchkiss, E. e Song, W. (2011). Do buyouts (still) create value? *Journal of Finance*, 66(2): 479-517.
- Harris, R, Siegel, D. e Wright, M. (2005). Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom. *The Review of Economics and Statistics*, 87(1): 148–53.
- Harris, R., Jenkinson, T. e Kaplan, S. (2016). How do private equity investments perform compared to public equity? *Journal of Investment Management*, 14: 14–37.
- Harrison, R. e Mason, C. (2019). Venture Capital 20 years on: reflections on the evolution of a field. *Venture Capital*, 21(1): 1-34.
- Hege, U., Palomino, F. e Schwiendbacher, A. (2003). *Determinants of venture capital performance: Europe and the United States*. Working Paper, RICALFE-European Commission DG Research.
- Hochberg, Y., Ljungqvist, A. e Lu, Y. (2007). Who you know matters: venture capital networks and investment performance. *Journal of Finance*, 62(1): 251-301.
- Hooke, J. e Yook, K. (2016). The relative performances of large buyout fund groups. *Journal of Private Equity*, 20: 25–34.
- Invest Europe (2020). Investing in Europe: Private Equity Activity 2020. Brussels, Invest Europe
- Jegadeesh, N., Kraussl, R. e Pollet, J. (2015). Risk and expected returns of private equity investments: Evidence based on market prices. *Review of Financial Studies*, 28: 3269–3302.
- Jeng, L. e Wells, P. (2000). The determinants of venture capital funding: evidence across countries. *Journal of Corporate Finance*, 6: 241–89.
- Kaplan, S. (1989). The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, 24(2): 217–54.
- Kaplan, S. e Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *Journal of Finance*, 60(4): 1791–1823.
- Kaplan, S. e Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 121–146.
- Klonowski, D. (2018). *The Venture Capital Deformation: Value Destruction throughout the Investment Process*. Palgrave Macmillan.
- Kortum, S. e Lerner, J. (2001). Does venture capital spur innovation? in G. D. Libecap (Ed.). *Entrepreneurial inputs and outcomes: New studies of entrepreneurship in the United States (Advances*

- in the Study of Entrepreneurship, Innovation and Economic Growth*, Vol. 13), Emerald Group Publishing Limited, Bingley, pp. 1-44.
- Mason, C. e Harrison, R. (2002). The geography of venture capital investments in the UK. *Transactions of the Institute of British Geographers*, 27(4): 427-451.
- Moro-Visconti, R. (2021). *Startup Valuation: From Strategic Business Planning to Digital Networking*. Palgrave Macmillan.
- Nahata, R. (2004). *The determinants of venture capital exits: an empirical analysis of VC backed portfolio companies*. Working Paper, Vanderbilt University.
- Nepelski, D., Piroli, G. e De Prato, G. (2016). European Start-up Hotspots: An Analysis based on VC-backed Companies. Joint Research Centre, JRC Scientific and Policy Reports EUR 28021. European Commission.
- Nikoskelainen, E. e Wright, M. (2007). The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance*, 13(4): 511-537.
- OCDE (2020). OECD Capital Market Review of Portugal 2020: Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth. *OECD Capital Market Series*.
- Phalippou, L. (2014). Performance of buyout funds revisited? *Review of Finance*, 18: 189–218.
- Popov, A. e Roosenboom, P. (2009). *On the real effects of private equity investment: Evidence from new business creation*. Working Paper Series Nr. 1078, European Central Bank.
- Powell, W., Koput, K., Bowie, J. e Smith-Doerr, L. (2002). The spatial clustering of science and capital: accounting for biotech firm-venture capital relationships. *Regional Studies*, 36(3): 291-305.
- Robinson, D. e Sensoy, B. (2016). Cyclicity, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity. *Journal of Financial Economics*, 122: 521–543.
- Romain, A. e van Pottelsberghe, B. (2004). The Economic Impact of Venture Capital. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Studies of the Economic Research Centre, 18.
- Strömberg, P. (2009). *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings*. Swedish House of Finance.
- Wright, M., Gilligan, J. e Amess, K. (2009). The economic impact of private equity: what we know and what we would like to know. *Venture Capital*, 11(1): 1-21.
- Zacharakis, A. e Shepherd, D. (2001). The nature of information and overconfidence on venture capitalists decision making. *Journal of Business Venturing*, 16: 311–32.



iscte – Executive Education

Iscte – Instituto Universitário de Lisboa • Av. Forças Armadas, 1649-026 Lisboa • ☎ +351 217 903 000 • ✉ geral@iscte-iul.pt

