

Instituto Universitário de Lisboa



*Evolução da Indústria de Capital de
Risco em Portugal*

Vera Lúcia Geraldés Alexandre

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

Orientador:

Prof. Doutor Pedro Manuel Leite Inácio, Professor Auxiliar Convidado, ISCTE Instituto
Universitário de Lisboa, Departamento de Finanças

Setembro de 2009

Resumo

O financiamento por via do capital de risco baseia-se na aplicação de fundos para aquisição de partes do capital social de PME's, tipicamente de base tecnológica, com elevado potencial de crescimento, como alternativa a outras fontes de financiamento, e tem como objectivo apoiar e promover o investimento e a inovação tecnológica da empresa, através da constituição de uma estrutura financeira sólida, viabilizando a sua valorização e tendo como resultado a rentabilização e consequente realização de elevados retornos a longo prazo, para a Sociedade de Capital de Risco, pela venda das suas participações sociais.

Do ponto de vista tradicional podemos verificar que o processo de selecção é elaborado e decidido de acordo com a viabilidade do plano de negócios, sendo melhor considerados os planos de negócios mais atractivos.

Os "Business Angels" ou investidores informais preenchem uma lacuna existente no mercado, que resulta das jovens empresas, ou os projectos de novas empresas, sentirem muitas vezes dificuldade em obter capital junto da banca por serem vistas como empresas de risco.

A definição de empreendedorismo foi sempre problemática, sendo este termo usado por diferentes investigadores para significar coisas diferentes. O que é o empreendedorismo? Deve ser incluído apenas a criação de novas empresas ou também a criação de novas actividades no seio de empresas existentes? Estas são algumas questões que serão alvo de análise.

Constitui então, objectivo deste trabalho trazer alguns contributos teóricos para a caracterização da indústria do capital de risco, bem como analisar a sua evolução desde o seu surgimento.

Palavras-chave: Capital de Risco, Empreendedorismo, Business Angels, Plano de negócios

JEL Classification System: G24, G38, M13

Abstract

The financing for road of the venture capital bases on the application of bottoms for acquisition of parts of the social capital of PME s, typically of technological base, with high growth potential, as alternative to other financing sources, and he/she has as objetivo to support and to promote the investment and the technological innovation of the company, through the constitution of a solid financial structure, making possible his/her valorization and tends as result the rentabilização and consequent accomplishment high long term returns, for the Society of Venture capital, for the sale of their social participations. Of the traditional point of view we can verify that the selecção process is elaborated and resolved in agreement with the viability of the plan of businesses, being better considered the plans of businesses more atractivos. Business Angels or informal investors fill out an existent gap in the market, that results of the youths companies, or the projectos of new companies, they feel a lot of times difficulty in obtaining capital near the newsstand for they be seen as risk companies. The empreendedorismo definition was always problem, being this term used by different investigators to mean different things. What is the empreendedorismo? Should it just be included the creation of new companies or also the creation of new actividades in the breast of existent companies? These are some subjects that will be white of analysis. It is then objective of this study bring some theoretical contributions to characterize the industry of venture capital, and to examine its evolution since its inception.

Key Words: Venture Capital, Entrepreneurship, Business Angels, Business Plan

JEL Classification System: G24, G38, M13

Agradecimentos

Os meus agradecimentos a todos aqueles que permitiram a conclusão desta tese.

A ti Nuno, meu marido, que sempre me apoias-te em todas as minhas decisões,
obrigado por todo apoio ao longo destes anos.

Aos meus pais, que me proporcionaram a possibilidade de conseguir ir mais além,
obrigado por todo o apoio.

Ao meu irmão, pelo apoio que sempre me deste.

E a ti Avó, que sempre me deste força para continuar, bem hajás.

Agradeço também ao Dr. João Pereira da INOVCAPITAL, por ter sido o primeiro a
aceitar a minha entrevista.

Agradeço ao Eng.º Miguel Barbosa, pela possibilidade que me deu para o entrevistar,
AICEP.

Agradeço ao meu Orientador, Pedro Manuel Leite Inácio, obrigado.

Aos meus colegas do Mestrado em Finanças, que sempre me apoiaram.

Índice

1. Introdução	7
2. O Capital de Risco	12
2.1 Fases de Investimento	14
2.2 O Capital de Risco em Portugal	18
2.3 Regime Fiscal em Portugal	18
3. Critérios Essenciais para a Definição do Potencial do Projecto	19
4. A Avaliação de uma Pequena ou Média Empresa	25
4.1 Previsão dos Fluxos de Tesouraria Futuros	26
4.2 Determinação da Taxa de Actualização	30
4.3 Capital Alheio	30
4.4 Capital Próprio	31
5. Estudos de Caso	33
6. Evolução da Indústria de Capital de Risco	37
6.1 Período de 1998 a 2003	37
6.2 Período de 2004	48
6.3 Período de 2005	54
6.4 Período de 2006	62
6.5 Período de 2007	69
6.6 Período de 2008	75
7. Business Angels	81
8. Medidas Necessárias para a Dinamização do Venture Capital Português	85
9. Empreendedorismo	86
9.1 Empreendedorismo em Portugal	88
10. Conclusão	97
11. Bibliografia	99
11.1. Contribuições para o Trabalho Colectivo	99
11.2. Periódicos	101
11.3. Teses	111
11.4. Sites Consultados	112
11.5. Relatórios Consultados	112

1. Introdução

A escassez no acesso ao financiamento ainda constitui um impedimento significativo para o surgimento, a sobrevivência e o crescimento de pequenas e médias empresas (PMEs), sobretudo para as inovadoras. A globalização e a mudança para uma economia baseada no conhecimento têm revelado com maior dimensão a necessidade vital de se instituir soluções inovadoras para o financiamento às PME's.

Num mundo em que há muito trabalho e cada vez menos empregos, a Economia está cada vez mais dependente das Pequenas e Médias Empresas, nomeadamente da sua capacidade de criação de emprego e da sua grande flexibilidade como instrumentos para pôr em prática a capacidade empreendedora e inovadora. Tal facto é patente:

- no desenvolvimento, por parte dos Governos, de instrumentos de política económica vocacionados para a criação e o apoio ao desenvolvimento destas estruturas empresariais;
- no papel determinante que as Pequenas e Médias Empresas desempenharam, quer nos Estados Unidos, quer numa Europa de Leste em recuperação e em transição para um novo sistema de organização da economia, no período posterior à queda do Muro de Berlim;
- no êxito de algumas destas empresas na área da informática, das telecomunicações e de outras "tecnologias de ponta" - Microsoft, Amazon, Yahoo, entre outras, são histórias de sucesso que, de uma forma quase imediata, assaltam a nossa memória recente.

Com a importância acrescida destas organizações na Economia, são também maiores as necessidades de avaliar estas empresas, em face das numerosas compras e vendas de partes (ou da totalidade) do respectivo capital.

Numa economia global, em que é patente a importância das Pequenas e Médias Empresas, uma Teoria Financeira desenvolvida com base nas Grandes Empresas, cotadas em Bolsa de Valores, não é suficiente. É necessária uma subdisciplina que tenha em conta que as Pequenas e Médias Empresas constituem uma realidade diversa, seja pelas suas características internas

(costumam ser aplicações não diversificadas dos recursos do proprietário, é frequente a sobreposição entre a propriedade e a gestão; há mútuas influências entre a esfera individual e a esfera empresarial; prosseguem múltiplos objectivos, não forçosamente coincidentes com a "tradicional" maximização do lucro ou do valor; existem limitações, em quantidade e qualidade, do capital humano, ao nível da estrutura de gestão), seja por factores decorrentes da interacção com o meio envolvente, no âmbito dos quais, merecem destaque os custos de transacção, os impostos e, principalmente, a assimetria de informação entre a empresa e qualquer entidade externa, que vem agravar alguns problemas e custos de agência.

Estas diferenças conduzem à adopção de políticas financeiras distintas das Grandes Empresas, ao nível do investimento, da estrutura de capitais (atribuindo-se particular relevância à escassez de capital e às respectivas causas, ora residentes na oferta, ora residentes na procura), da política de dividendos, da gestão do fundo de maneio e da gestão do risco. Paralelamente, desenvolve-se a necessidade de reequacionar os métodos de avaliação ou de análise financeira, em face de Pequenas e Médias Empresas.

O capital de risco surgiu nos EUA no final da II Guerra Mundial, em meados dos anos 50, com a criação da American Research & Development Corporation.

Constitui então, objectivo deste trabalho a análise da evolução da industria de capital de risco em Portugal.

As definições que a literatura publicada nos disponibiliza falam-nos de investidores especializados em financiar e assistir empreendedores com as suas start-ups (Bygrave & Timmons 1992, Birmingham, Busenitz e Arthurs, 2002) ou de investidores em capitais próprios, portanto, a longo prazo (Boocock e Woods, 1997), onde a principal recompensa para o investidor é o ganho de capital, em vez do juro ou do dividendo (Lorenz, 1989, Wright e Robbie, 1997, Boocock e Woods, 1997, Parker e Parker, 1998).

Gompers e Lerner (1998) frisam o facto de muitas das jovens empresas requererem muito capital para serem criadas. Fica assim explicada a necessidade de existirem investidores de longo prazo como o capital de risco. Esta situação de dificuldade de acesso às instituições financeiras ou aos mercados de capitais é salientada também por outros autores como razão para os empreendedores recorrerem ao capital de risco (Sapienza 1992).

Vários autores chamam também a atenção para o facto de, para além do capital, as Sociedades de capitais de risco fornecerem às participadas acesso a uma série de apoios ao seu arranque e

ao seu funcionamento, nomeadamente consultores, banca de investimento, advogados e envolvimento na gestão da participada (Timmons e Bygrave, 1986, Rosenstein et al, 1993, Gompers e Lerner, 1998). Salientam ainda que o mercado valoriza positivamente esse contributo, como se demonstra pelo desempenho superior das participadas após a entrada em bolsa (Brophy, 1988, Gompers e Lerner, 1998).

No entanto, o nível de envolvimento das Sociedades de capitais de risco na gestão das participadas varia de mercado para mercado e é maior no Reino Unido e nos Estados Unidos do que em França e na Holanda (Sapienza, Amason e Manigart, 1994). Também no mesmo mercado existem empresas de capital de risco com uma abordagem mais activa na gestão das participadas, ou hands-on, enquanto outras são mais passivas, ou hands-off (APCRI, 2005).

Esta ideia do capital de risco contribuir com mais do que dinheiro é reforçada pelo conceito de que as empresas de capital de risco funcionam como brokers de capital social, não no sentido financeiro, mas no sentido dos relacionamentos do empreendedor com a sua rede de conhecimentos. As empresas de capital de risco contribuem assim para aumentar o capital social (não financeiro) do empreendedor, angariando conhecimentos e recursos através de ligações com pessoas e organizações (Aldrich e Martinez, 2001).

Outros estudos demonstram (Timmons e Bygrave, 1986: 67-82 e Lerner, 2002) que o capital de risco desempenha um papel único no desenvolvimento da inovação tecnológica, situação que torna esta indústria particularmente importante para o desenvolvimento da economia. De facto, nas últimas décadas, o sector apoiou muitas empresas tecnológicas, como a Apple, a Cisco, a Intel, a Microsoft, a Netscape ou a Sun e também muitas empresas de serviços, como a Federal Express, a Staples ou a Starbucks (Gompers e Lerner, 1998).

Os investidores de capital de risco são diversos, mas incluem principalmente fundos de pensões, fundações, holdings de bancos, seguradores, indivíduos ricos, bancos de investimento e empresas não financeiras. As formas de saída principais são a venda em bolsa (oferta pública inicial ou do inglês IPO), a venda privada e a recompra pelo empreendedor (Parker e Parker, 1998).

Para melhor compreender o conceito, vale a pena analisar o ciclo do capital de risco, que envolve 4 fases (Sapienza, Amason e Manigart, 1994):

- 1) Recolher capital, através da venda de unidades de participação em fundos
- 2) Localizar e seleccionar oportunidades de investimento

3) Monitorar os riscos do arranque e assistir as empresas participadas

4) Saída

Em média, segundo (Maier e Walker, 1987), apenas dois por cento das oportunidades estudadas chegam a ser financiadas.

Outro contributo importante que a literatura nos oferece para compreender o capital de risco é que ele é caro, o que contraria um pouco a imagem que lhe está associada (Sapienza, Amason e Manigart, 1994). O empreendedor vai prescindir duma parte muito significativa do capital (e dos lucros) da empresa, tornando esta forma de financiamento mais cara que o crédito bancário (Sapienza, Amason e Manigart, 1994, MacMillan et al, 1985). Por isso, as sociedades de capitais de risco têm de oferecer mais do que financiamento. Este custo elevado do financiamento por capital de risco resulta, por sua vez, do elevado risco que as empresas suportam (Shalman, 1990). O investidor tenta gerir este risco controlando as entradas de capital por estágios de desenvolvimento, usando incentivos para recompensar o empreendedor e ainda tomando um papel activo na gestão da empresa.

Há, no entanto, investigadores que argumentam que as capitais de risco não têm acesso a financiar as empresas mais promissoras, devido ao elevado custo que cobram, pelo que acabam por financiar apenas as empresas que não têm alternativa, que não conseguem outro tipo de financiamento (Amit et al, 1990 e Manigart e Hyfte, 1999).

Qual será o impacto real das Sociedades de Capital de Risco na economia? Valerá a pena existir esta indústria? As tentativas de medir este impacto que se podem encontrar na literatura são escassas e podiam ser mais optimistas. Parker e Parker (1998) chamam a atenção para o facto dos Ofertas Públicas de Venda (OPV) representarem os casos de êxito, que são a excepção em termos de número de investimentos. São, no entanto, muito significativos em termos de valor, pois representam, frequentemente, enormes ganhos.

Já Fisher (1988) avalia a contribuição dos fundos de capital de risco públicos, concluindo que a contribuição macro é muito reduzida, sobretudo a contribuição para o emprego (tanto em quantidade como em qualidade).

Manigart e Hyfte (1999) concluíram ser duvidoso que as capitais de risco Belgas acrescentem valor de todo e que as participadas por capital de risco têm uma maior volatilidade nas vendas, nos lucros e nos cash-flows. Estas empresas têm, por conseguinte, mais propensão para se tornarem estrelas, mas as perdas das que correm mal também são maiores.

Dum outro ponto de vista, Zacharakis, Meyer e DeCastro (1999) concluíram que as novas empresas apoiadas por capital de risco registam uma mortalidade inferior às outras, condição que, por si só, pode tornar este apoio um factor importante para o desenvolvimento económico duma sociedade.

Finalmente, Lerner (2002) compara as formas de financiar o investimento em PME's de base tecnológica, nomeadamente, confronta o capital de risco com o investimento público e conclui que, historicamente, apenas 1% dos planos apresentados às capitais de risco acabam por ser financiados. Um em cada seis investimentos de capital de risco foram uma perda completa e 45% foram uma perda parcial ou quando muito chegaram ao break-even. No entanto, acabam por concluir que os resultados são superiores aos apresentados pelo investimento público.

Nos capitulos seguintes serão abordados os seguintes temas:

- 2) Contributos teóricos para a caracterização da indústria de capital de risco, sua designação e características.
- 3) Como definir o potencial de um projecto
- 4) Quais as várias possibilidades para a avaliação de uma PME.
- 5) Apresentação de dois casos – INOVCAPITAL e AICEP
- 6) Análise da evolução da indústria do capital de risco
- 7) Business Angels, qual o seu contributo para o desenvolvimento desta actividade de capital de risco
- 8) Quais as medidas para a dinamização do Venture Capital Português
- 9) Empreendedorismo, qual a sua definição
- 10) Conclusão

2. Capital de Risco

O financiamento por via do capital de risco baseia-se na aplicação de fundos para aquisição de partes do capital social de PME's, tipicamente de base tecnológica, inovadoras e com elevado potencial de crescimento, como alternativa a outras fontes de financiamento, e tem como objectivo apoiar e promover o investimento e a inovação tecnológica da empresa, através da constituição de uma estrutura financeira sólida, viabilizando a sua valorização e tendo como resultado a rentabilização e conseqüente realização de elevados retornos a médio/longo prazo, para a Sociedade de Capital de Risco (SCR), pela venda das suas participações sociais.

O capital de risco é um instrumento financeiro que consiste fundamentalmente, na participação temporária e minoritária, de uma SCR, no capital social de uma empresa.

2.1. Fases de Investimento:

Seed Capital (semente) – Financiamento dirigido a projectos empresariais em fase de projecto e desenvolvimento, antes mesmo da instalação do negócio, envolvendo muitas vezes o apoio a estudos de mercado para determinar a viabilidade de um produto ou serviço, mas também ao desenvolvimento de produto a partir de projectos ou estudos.

Este investimento é o que oferece mais desafios para a indústria do Capital de Risco, partindo muitas vezes de ideias originais que carecem de suporte financeiro e de gestão para singrar, sendo o financiamento que mais estimula a participação do investidor na gestão e organização do projecto empresarial. O boom das indústrias tecnológicas e de informação foi intensamente incentivado pelo Capital de Risco, da mesma forma que, actualmente, a indústria biotecnológica oferece as maiores potencialidades para este tipo de investimento.

Start-up – É um financiamento destinado a apoiar o desenvolvimento dos produtos da empresa e a apoiar os seus esforços iniciais de penetração no mercado. Temos o exemplo do desenvolvimento de produtos e o investimento em marketing que visa dar visibilidade inicial à empresa e ao seu produto. A qualidade de equipa de gestão é um critério de decisão muito importante, visto ser ela quem terá de desenvolver o potencial de crescimento da empresa e é a única garantia que existe para o investidor.

Early Stage – Destina-se a empresas que já tenham completado a fase de desenvolvimento do produto, mas este ainda não foi introduzido no mercado e ainda não atingiu o break-even point (equilíbrio entre proveitos e custos). Esta fase e a anterior podem também ser englobadas numa só.

Second-stage (expansão) – Financiamento destinado ao crescimento de uma empresa já implantada no mercado. Pode destinar-se ao aumento de capacidade produtiva, desenvolvimento de novos produtos, expansão internacional da empresa, ou necessidade de reforço de capitais próprios, etc.

Bridge financing-Capital de Transição – É um financiamento de capital para apoiar empresas que se suponha virem a ser admitidas no mercado de capitais ou se tornem independentes do investidor em capital de risco num período inferior a 6 meses. São aplicados os meios para estruturar o balanço de modo a que a empresa possa ser apresentada ao público o mais atraente possível.

Capital de substituição – Visa a aquisição por parte dos accionistas/sócios actuais de parte ou totalidade do capital dos restantes accionistas/sócios.

Turnaround – Reestruturação de empresas – Financiamento destinado a recuperar empresas em dificuldade; são operações com um perfil de risco Vs retorno pouco atractivo. A entrada da SCR dá-se pela necessidade de capital para financiar alterações de gestão, organização interna e estrutura financeira.

Management – buy-out – Este investimento de risco destina-se a apoiar a aquisição do controlo da empresa pela Administração ou por sócios minoritários. Exemplos destas operações vão da aquisição de subsidiárias de grandes grupos empresariais pelos seus gestores, até à aquisição do controlo de empresas ou grupos familiares, prévios à sua cotação em Mercado de bolsa. Os tipos de MBO's podem variar, podendo surgir na sequência de processos de privatização ou quando existam problemas de sucessão em empresas familiares. Este tipo de operação varia consoante o tamanho da empresa mas os montantes envolvidos

tendem a ser maiores. Resulta do pressuposto que a empresa será gerida com maior eficiência com a nova situação accionista.

Management – Buy-In – Financiamento destinado a permitir a tomada do controlo de uma empresa, (através da aquisição de acções) por parte do conjunto de accionistas da empresa. Pressupõe-se também neste caso de que a gestão e os resultados da empresa podem ser substancialmente melhorados.

2.2. O Capital de Risco em Portugal

No que se refere a Portugal, o capital de risco só surgiu em 1986, com o aparecimento do decreto-lei que veio criar as sociedades de capital de risco.

Numa primeira fase, assistiu-se a um crescimento significativo quer relativamente ao aparecimento de mais sociedades de capital de risco quer ao montante de investimentos realizados.

Este crescimento súbito deveu-se a várias razões, tais como:

1. Aproveitamento dos fundos provenientes da comunidade;
2. Crença de que o capital de risco era uma actividade onde se poderia obter resultados elevados e rápidos;
3. Criação de diversos incentivos fiscais por parte do Estado.

Verificou-se assim, um maior peso no investimento em negócios de expansão, seguido de uma maior aposta na recuperação de empresas.

De seguida entra-se numa segunda fase onde se assistiu a um processo de reordenamento do mercado. Um conjunto de factores, como por exemplo os processos de privatização e concentração no sector financeiro, levou à redução para metade do número de sociedades existentes em actividade. Os investidores começaram a aperceber-se de que com este tipo de investimento só obteriam o retorno do seu capital mais tarde do que pensavam.

Começou a assistir-se a uma viragem no investimento realizado, ou seja, alterou-se o alvo de empresa a investir. Continuou a existir um forte peso no investimento em empresas em fase de recuperação e também no refinanciamento e capital de substituição de empresas, ao

contrário do que acontece com o capital expansão, start-ups, e seed-capital, MBI, Bridge-financing que são investimentos com um peso muito reduzido ou quase nulo.

Actualmente, vive-se uma nova fase de crescimento, visto que existem novos fundos de investimento em capital de risco, e o aparecimento de outro tipo de operadores no mercado. Esse crescimento deve-se também ao facto de o Estado ter encarado o capital de risco como um instrumento de grande interesse para o relançamento e criação de empresas. Contudo, é de frisar que, no mercado português predominam os investimentos de expansão, ao contrário do que acontece no EUA, em que o "American Dream" conduz a que as Sociedades de Capital de Risco privilegiem as start-ups.

O conceito de capital de risco, mesmo assim, já não é tão encarado pelos empresários como o "hospital das empresas" ou mesmo como "subsídio". Para esta evolução muito contribuiu o desenvolvimento da actividade, no sentido do aprofundamento do relacionamento com a estrutura empresarial portuguesa. Pode afirmar-se que o investimento feito pelas sociedades de capital de risco em empresas com as quais foram feitas parcerias de negócio, contribuiu significativamente para o desenvolvimento da nossa economia.

O que se pretende, é que o capital de risco ao vingar consiga recuperar a sua génese, ou seja, investir em empresas viradas para as novas tecnologias. Compete assim, às sociedades de capital de risco a criação do seu espaço próprio de actuação através da promoção da sua missão, das suas vantagens e competências específicas de modo a diferenciar-se dos outros investidores, uma vez, que se sabe que existe mercado para este produto e que se acredita que as mentalidades dos empresários portugueses estão a mudar.

Tanto em Portugal, como em toda a Europa é necessário fazer com que aumente o número e a qualidade das empresas de base tecnológica nos sectores de maior crescimento, como a biotecnologia, as tecnologias de informação, o comércio electrónico, a micromecânica e as tecnologias ambientais e energéticas. Como entraves a todo este desenvolvimento temos as dificuldades existentes no relacionamento entre PME's, a complexidade do enquadramento regulamentador e a falha nos contactos com os meios universitários. É necessário encorajar as universidades e os institutos de investigação a eliminarem as barreiras que entram a comercialização dos resultados das suas investigações, assim como a aproveitarem os

incentivos e benefícios disponibilizados pelos fundos existentes (nomeadamente os fundos de capital de risco, que servem para apoiar estes tipos de investimentos).

Em Portugal, a cultura empresarial tem constituído um obstáculo à expansão desta modalidade de financiamento. Assim, a mentalidade predominante nas PME's privilegia o financiamento através do crédito, em especial nas empresas de cariz familiar onde a partilha de capital é problemática. Por outro lado, a imagem das SCR está associada à participação financeira pura (no sentido, de na realidade, a gestão do risco ser pouco arriscada) não tendo o devido relevo o apoio em termos de competências de gestão. Finalmente, outros argumentos que conduzem os empresários nacionais a desconfiar do Capital de Risco são:

- ◆ Falsos preconceitos sobre o segredo do negócio;
- ◆ Linguagens distintas e portanto dificuldades de comunicação, i.e., por um lado o empreendedor conhecedor do negócio, mas sem reflexões formais e estruturadas, e por outro, as SCR com cultura financeira e análises formais;
- ◆ Receios de elevados custos associados com a estrutura necessária para cumprir com o rigor do sócio "burocrata".

Um financiador "credor" quererá receber os juros e o capital emprestado, pelo que, na maioria das vezes, garante os montantes disponibilizados tendo como contrapartidas garantias pessoais ou da empresa (algumas reais na forma de penhor ou hipoteca). Perante esta situação, as potencialidades da garantia mútua têm vindo a ser enfatizadas à medida que este mecanismo ganha expressão à escala europeia.

No caso português, a garantia às PME é assegurada pelas Sociedades de Garantia Mútua (SGM), maioritariamente privadas, por sua vez contra garantidas (resseguro) por um fundo público até determinada percentagem do risco das suas operações.

Assim, se a empresa não cumprir o serviço da dívida, seja qual for o motivo, estes financiadores tem o risco partilhado com as empresas de garantia de mútuo e poderão ainda recorrer a bens da empresa e, por vezes, devido à responsabilidade solidária, aos bens pessoais de qualquer dos sócios.

Pelo contrário, uma SCR não tem quaisquer garantias, i.e., poderá partilhar o risco ou assumi-lo à semelhança dos restantes sócios. A sua remuneração está dependente do sucesso da empresa participada e está associada, em grande parte, às mais valias a realizar no momento da saída. Esta pode assumir diferentes formatos:

Recompra da participação pelos promotores (mais usual);

- ◆ Venda a outros investidores
- ◆ Venda no mercado bolsista se a empresa vier a ser cotada (pouco frequente)

Com a ligação a uma SCR o empreendedor vê salvaguardada a sua independência, pode equilibrar a relação entre capitais próprios e alheios, beneficia dos contactos da SCR e ganha credibilidade e força negocial junto das instituições financeiras e outras entidades.

Havendo convergência entre instituições europeias e nacionais sobre a importância do capital de risco (entendido como private equity e não só venture capital), importa relembrar os seus benefícios económicos e sociais:

Emprego: 90% das empresas recipientes de capital de risco aumentaram o número de colaboradores. A grande maioria das empresas tinha menos de 50 empregados quando o investimento foi feito e, em média, o número de novos colaboradores foi de 46, ou seja uma duplicação; (www.centralbusiness.pt)

Viabilidade: 72% das empresas em fase seed e start-up afirmou que sem capital de risco não teria existido. 95% do total (incluindo as empresas em fase de expansão) disseram que o investimento foi crucial para a sua existência, viabilidade e sucesso; (www.centralbusiness.pt)

Crescimento: a maioria das empresas utiliza o investimento para financiar as despesas de I&D, marketing e formação, o que por seu turno leva a maior competitividade;

Parceria activa: o contributo do capital de risco não é só financeiro. O envolvimento dos parceiros é tido como útil em termos de aconselhamento estratégico e de gestão, bem como em termos de credibilidade e de oportunidades de networking.

Apesar de se tratar duma forma de financiamento crucial, o capital de risco em Portugal encontra-se ainda a um dos mais baixos níveis europeus, a um terço dos níveis médios da UE: 0,09% do PIB comparado com 0,29% na média da UE.

(www.centralbusiness.pt).

2.3. Regime Fiscal em Portugal

Para efeitos de determinação do lucro tributável e para evitar a dupla tributação de rendimentos, serão deduzidos ao lucro tributável das Sociedades de Capital de Risco os lucros distribuídos por sociedades com sede ou direcção efectiva em Portugal ou noutro Estado-

membro da União Europeia, desde que sujeitas a IRC (ou um imposto semelhante), e não isentas.

No entanto, esta dedução apenas será concedida se a entidade beneficiária detiver directamente uma participação no capital da sociedade que distribui os lucros não inferior a 10% ou com um valor de aquisição não inferior a € 20.000.000,00 e esta tiver permanecido na sua titularidade durante o ano anterior à data da colocação à disposição dos lucros ou, seja detida há menos tempo, desde que a participação seja mantida durante o tempo necessário para completar aquele período.

Face ao regime geral do IRC, o regime especial das Sociedades de Capital de Risco apresenta duas particularidades.

A primeira particularidade do regime fiscal encontra-se na tributação das mais valias. O Estatuto dos Benefícios Fiscais determina que as mais-valias da transmissão onerosa de partes de capital, quando detidas por período igual ou superior a 12 meses, não concorrem para a formação do lucro tributável. Como contrapartida, nem as menos-valias ou os encargos financeiros decorrentes da aquisição podem ser deduzidos.

Salienta-se para as três situações em que o período mínimo de detenção passa a ser de 3 anos:

- 1- Quando as participações tenham sido adquiridas a entidades com as quais existam relações especiais.

Para este efeito, considera-se que existem relações especiais entre duas entidades quando uma delas tem poder de exercer, directa ou indirectamente, uma influência significativa nas decisões de gestão da outra.

Presume-se que esse poder surge quando existe um contrato de subordinação, de grupo paritário ou outro de efeito equivalente, entre empresas que se encontrem em relação de domínio, ou entidades entre as quais se verifica uma situação de dependência (comercial, financeira, profissional ou jurídica).

- 2- Quando as partes de capital tenham sido adquiridas a entidades com domicílio, sede ou direcção efectiva em território sujeito a um regime fiscal mais favorável, constante de lista aprovada pelo Ministro das Finanças, e regularmente actualizada. O mesmo

sucedem quando as participações são detidas em entidades portuguesas sujeitas a um regime especial de tributação.

- 3- Quando a Sociedade de Capital de Risco tenha resultado da transformação de sociedade à qual não fosse aplicável este regime de tributação, é igualmente aplicável um período mínimo de detenção de 3 anos, que se contará desde a data de transformação da sociedade em causa.

A segunda especialidade do regime fiscal das Sociedades de Capital de Risco reside na possibilidade de dedução à colecta, e até à sua concorrência, de uma importância correspondente ao limite da soma das colectas de IRC dos cinco exercícios anteriores àquele a que respeita o benefício.

Este benefício só será concedido se esse montante for aplicado em exercícios posteriores, na realização de investimentos em sociedades com potencial de crescimento e valorização.

Esta dedução é feita na liquidação de IRC respeitante ao exercício em que foram realizados os investimentos ou, quando o não possa ser integralmente, na liquidação dos cinco exercícios seguintes.

3. Critérios Essenciais para a Definição do Potencial do Projecto

Neste ponto pode-se analisar os critérios de uma perspectiva tradicional ou de uma perspectiva mais actualizada e moderna, seguida pelos capitalistas de risco europeus. De qualquer forma, é sempre necessário proceder a uma selecção rígida, devido ao risco elevado existente nos projectos a este nível, pois em investimentos de capital de risco não existem as garantias reais clássicas de financiamento.

Do ponto de vista tradicional podemos verificar que o processo de selecção é elaborado e decidido de acordo com a viabilidade do projecto, sendo melhor considerados os projectos mais atractivos, com um rendimento esperado mais elevado e uma maior expectativa de sucesso.

Nesta abordagem podemos então definir 4 factores críticos de avaliação de um projecto:

1) Gestão

A importância deste critério está muito relacionada com o estágio de desenvolvimento em que uma empresa se situa; relativamente, por exemplo ao capital semente, este será o critério que dará mais informação ao investidor.

A qualidade da gestão define o profissionalismo das pessoas que integram a empresa, analisado logo à partida através do plano de negócios. É muito importante o desempenho dos empreendedores. É necessário que eles mostrem ao investidor que acreditam no negócio, que se sentem motivados, dedicados e com energia para enfrentar tudo o que daí possa advir.

Os gestores da empresa devem ser profissionais com experiência, com sucesso demonstrado em experiências anteriores e com capacidade e coragem para atingir os objectivos estabelecidos. As pessoas envolvidas são analisadas pelos investidores desde a sua vida profissional até mesmo à vida pessoal (se for caso disso). São analisados os seus sucessos e insucessos, e até as mudanças que voluntária ou involuntariamente possam ter acontecido ao longo das suas vidas.

2) Produto/tecnologia

O capitalista de risco tem de conhecer ao pormenor o produto e toda a sua tecnologia envolvida. Para tal tem de proceder a uma análise de:

Enquadramento legal

Custos inerentes à produção

Proveitos inerentes à produção

Ciclo de vida do produto

3) Mercado

Para este tipo de investimento também é necessário fazer uma análise exaustiva ao mercado onde a empresa vai actuar. Para isso, podemos utilizar a teoria das cinco forças competitivas de Michael Porter (1980):

1. Entrada de novos concorrentes
2. Ameaça de substitutos
3. Poder de negociação dos clientes
4. Poder de negociação dos fornecedores
5. Análise dos concorrentes

Esta análise permite determinar a habilidade das empresas no mercado, de modo a que se obtenham taxas de rendibilidade sobre o investimento superiores ao custo de capital.

4) Análise financeira e avaliação da empresa

A análise financeira e a avaliação da empresa fazem parte do processo de selecção de qualquer participação. Como já foi dito anteriormente, o grau de risco em projectos deste tipo é muito superior ao do financiamento tradicional. A avaliação de uma empresa é normalmente feita através de simulações de cenários possíveis de acontecer. É necessário para isso, considerar aspectos muito importantes para o desenvolvimento da actividade, tais como o capital necessário para continuar ao ritmo previsto, o volume e o momento de realização dos ganhos e as probabilidades de perda. A avaliação da empresa não é uma tarefa fácil, visto ter de se basear em expectativas futuras de dividendos e mais valias, decorrente de cash flows futuros.

Analisando os métodos utilizados em Portugal pelas Sociedades de Capital de Risco, 75% utilizam a TIR para analisar uma empresa financeiramente e não é dado tanto relevo ao período de recuperação do investimento, sendo esta uma informação complementar à TIR e ao VAL. Pode-se ainda referir que 62,5% das sociedades utiliza simulações, que são o resultado da utilização sucessiva de análises de sensibilidade. (APCRI)

Considerando uma visão mais actual e enquadrada nos nossos dias, surgem novas opiniões. Podemos realçar que se valoriza o valor de mercado da empresa em detrimento do valor contabilístico tradicional. O valor de uma empresa passa pelas pessoas que a integram, pela posição que detêm no mercado em que actua, relativamente aos seus clientes e fornecedores, esse valor advém de negócios anteriores, influência das valorizações bolsistas e principalmente na importância e credibilidade do seu negócio (pois, com a velocidade com que as empresas se movem, os negócios de "moda" hoje estarão ultrapassados amanhã...).

Outro dos factores que se deve dar importância e relevo é a qualidade da equipa de gestão, que deve conter elementos com experiência, com notoriedade e que sejam capazes de atingir objectivos definidos e de controlar todas as operações inerentes ao negócio.

Aspectos fundamentais para aumentar essa valorização:

1. "Muscular" a equipa
2. Complementando a equipa inicial
3. Constituindo um conselho de administração
4. Inserindo no capital inicial o investimento e experiência de um "*Business Angel*"
5. Limitar o montante de capitais ao que é necessário para a passagem à fase seguinte

Ter um plano de negócios que cativa o interesse do investidor, pois é através dele que os capitalistas de risco decidem sobre o valor e rentabilidade do negócio, ou seja o plano de negócios reflecte o valor e credibilidade do negócio.

Um plano de negócios, de forma a ser bem sucedido deve basear-se na "Lei dos Quatro M's" (www.gesbanha.pt):

Magic

Um plano de negócios tem de fazer sonhar o capitalista de risco e tranquilizá-lo relativamente ao projecto apresentado. Tem de o convencer que a sua oportunidade de investimento baseia-se numa verdadeira solução a um problema existente.

Management

Tem de mostrar que a equipa de gestão acredita e está "apaixonada" e preparada para levar em frente um grande projecto. Têm de ser pessoas responsáveis, com capacidade para resolverem os problemas que possam aparecer e mais do que tudo têm de ter um espírito empreendedor.

Market

O plano de negócios tem de demonstrar que existe um mercado alvo apropriado (com grande capacidade para a entrada de novas empresas ou em fase de crescimento) e que existe um plano sólido para conquistar e manter uma quota de mercado significativa.

Money

É relativamente ao dinheiro que se toma a decisão final sobre o investimento. E assim, o plano de negócios tem de convencer o capitalista de que o projecto será um bom investimento

e que a estratégia financeira adoptada se baseia em suposições sólidas e comprovadas e que principalmente, o Return On Investment será significativo.

Um plano de negócios deve, fundamentalmente fazer sonhar, contendo uma bela história de "como ganhar dinheiro", uma excelente ideia, gestores, tecnologia, mercado, sucesso...; deve animar e tranquilizar o capitalista de risco. Na verdade não existem planos tipo mas sim tópicos obrigatórios.

Quanto à moderna avaliação de uma empresa, existem vários métodos, contudo é sempre difícil encontrar um que retrate a realidade. O método a utilizar depende do tipo de empresa e qual o objectivo da própria avaliação.

No caso do capital de risco podemos considerar que a avaliação deve ser diferente consoante o sector de actividade da empresa. Tendo em consideração a génese do capital de risco interessa-nos mais abordar o sector das novas tecnologias. Para uma melhor avaliação deve-se comparar a empresa com outras do mesmo sector que se encontrem cotadas em bolsa (NASDAQ, Neuer Market, Nouveau Marché).

Mas aqui a comparação é feita diferentemente de empresas de outro sector, devendo-se ter em atenção os seguintes critérios:

- 1- Volume de negócios
- 2- First move advantage (vantagem em ser o pioneiro no sector)
- 3- Capacidade de afiliação (criação de uma comunidade)
- 4- Capacidade de estabelecer parcerias estratégicas
- 5- Qualidade da equipa de gestão

Só assim é possível determinar com alguma fiabilidade o valor de uma empresa deste tipo. Sendo a avaliação de uma empresa um tema complexo, o certo é que no contexto do financiamento via capital de risco a avaliação dos capitais próprios assume particular relevância, visto o capitalista de risco ter como contrapartida do seu investimento uma participação no capital da empresa.

É preferível ter um projecto, de média qualidade, com um bom líder e uma boa equipa, do que um excelente projecto com pessoas menos capazes para o implementar. Porque quando se tem

capacidade pode-se fazer de um projecto mediano um grande negócio, e a isso se chama boa capacidade de empreendedorismo. Quanto ao ponto de vista do empreendedor, não deve ser escolhida a melhor valorização dada ao seu projecto, mas deve privilegiar a qualidade do investidor. Deve-se ter em conta também, a experiência do capitalista de risco na área do projecto. O valor acrescentado que os investidores possibilitam à empresa e ao negócio nem sempre é igual, porque € 1.00 investido hoje, não valerá sempre € 1.00.

"Os bons gestores nunca perdem; se a estratégia não resultar – desenvolvem outra; se um concorrente entrar no mercado – altera-se o caminho a seguir, inovando."

Inicialmente, com a perspectiva de elevadas rendibilidades começaram a aparecer sociedades de capital de risco independentes, mas com o decorrer dos anos, essas sociedades acabaram por desaparecer, pois não tiveram capacidade para aguentar tamanhos investimentos ciclo de vida destes investimentos é muito longo, e por isso só começa a apresentar resultados, vários anos após a sua constituição (7 a 12 anos), acumulando até lá eventuais mais valias potenciais, que só se concretizam em casos de sucesso.

Assim, essas sociedades ou desapareceram ou associaram-se a grupos económicos, bancos ou organizações estatais. Todos esses factores implicam uma certa dependência das sociedades de capital de risco em relação às empresas ou grupos que as constituem, ou seja, tornam-se sociedades instrumentais desses grupos, estando bastante dependentes das suas estratégias, que em alguns casos estão centradas para determinados sectores específicos, excluindo assim, as participações noutros sectores de actividade.

Relativamente às sociedades que só dispõem de recursos públicos, também nessas existe um grau de dependência, visto que o Estado tem interesse em que se invistam em sectores que sejam importantes para o desenvolvimento e crescimento da economia do país, e quando se encontra em fase de declínio são recuperáveis. Nestas sociedades os critérios de selecção de um projecto podem ser mais exigentes e burocráticos, não satisfazendo por vezes as necessidades imediatas do empreendedor.

4. A Avaliação de uma Pequena ou Média Empresa

As características específicas de uma Pequena ou Média Empresa têm implicações profundas no seu processo de avaliação. Na realidade, a leitura das Demonstrações Económico-Financeiras, a interpretação de indicadores, e a própria aplicação dos métodos de avaliação

mais comuns são actividades que têm de ser adaptadas a um contexto caracterizado por uma forte interdependência entre a "esfera pessoal" do empresário e a "esfera empresarial" e por uma grande liberdade de "construção" da contabilidade, resultante da informalidade dos relacionamentos e da inexistência de auditores externos.

Em termos gerais, a aferição do valor de uma empresa pode ser efectuada recorrendo a diferentes métodos, uns mais aplicáveis do que outros, em função das circunstâncias. Porém, no contexto específico das Pequenas e Médias Empresas, todos eles deparam com dificuldades, nalguns casos mesmo inultrapassáveis. Assim:

- ◆ O "Método Patrimonial" colide com a eventual inexistência de património concreto, dado que, em muitos casos, é comum a essência deste tipo de organizações assentar em activos intangíveis, como, por exemplo, as características pessoais do proprietário-gestor
- ◆ A "Avaliação Comparativa", com recurso a "múltiplos de mercado" não é possível, seja pelas "características exclusivas" da empresa, seja pelas diferenças induzidas pelo próprio factor dimensão. Sliwoski (1999) sugere a utilização de bases de dados históricos das transacções de empresas efectuadas, aplicando, posteriormente, relações entre as vendas e os preços; todavia, um método deste tipo é demasiado simplista, ao considerar um único factor (v.g., o valor de aquisição), num cenário em que as influências sobre o valor da empresa podem resultar de diversos elementos e ainda ao ignorar todas as futuras alterações nos "multiplifactores", sejam estes quais forem
- ◆ Os métodos de avaliação "mais recentes", tentativas de resposta à cada vez maior importância dos Activos Intangíveis, não dispensam uma "base de informação sólida", que implica o acesso a dados que vão muito além dos geralmente contidos nos Relatórios Financeiros. Casos exemplares desta necessidade são as tentativas de avaliação do "Capital Intelectual" de uma empresa ou o "Balanced Scorecard"
- ◆ Os modelos baseados na actualização dos dividendos futuros (como o Modelo de Gordon), não são aplicáveis às Pequenas e Médias Empresas, organizações que, na generalidade dos casos, não distribuem os resultados, tendo em vista o auto financiamento das suas actividades.

Perante este cenário, a avaliação de uma Pequena ou Média Empresa acaba por ter de basear-se na actualização dos fluxos de tesouraria futuros da empresa. No entanto, a realização desse trabalho implica superar obstáculos, quer na estimativa dos fluxos futuros, quer na forma de cálculo da taxa de desconto. Algumas dessas barreiras resultam do facto de as Demonstrações Financeiras de uma Pequena ou Média Empresa não serem, propriamente, uma "fonte de informação exacta", outras decorrem da dificuldade em encontrar valores de referência que sustentem o processo de avaliação.

4.1. Previsão dos Fluxos de Tesouraria Futuros (Cashflows)

Pensando no "funcionamento interno" das Pequenas e Médias Empresas e recolhendo alguns contributos nos trabalhos de Levin e Travis (1987), Ang (1992), Osteryoung et al. (1997), Neves e Henriques (1999), apresenta-se uma lista de factores indutores de inexactidão nas Demonstrações Económico-Financeiras destas organizações:

- ◆ Os **Activos Fixos** são susceptíveis de estar subvalorizados ou sobrestimados: pode deparar-se com uma Pequena ou Média Empresa "formalmente" proprietária de um conjunto de bens que se destinam ao usufruto pessoal dos proprietários (automóveis, electrodomésticos, para não falar de imóveis), mas também existem situações de utilização gratuita, por parte da Pequena ou Média Empresa, de bens que integram o património pessoal dos seus proprietários (imóveis, objectos de arte, antiguidades). As consequências, nas projecções de fluxos de tesouraria, passam pelo ajuste das amortizações ou pela eventual "criação" de uma renda
- ◆ As **Existências** são um "factor crítico", constituindo, provavelmente, a área mais difícil para o analista, dado o impacte fiscal associado à sua "definição". Intimamente associadas ao Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas, constituem instrumento privilegiado de manipulação do resultado contabilístico e fiscal, em organizações (como a maioria das Pequenas e Médias Empresas) que gozam de larga margem discricionária, na elaboração dos "Relatórios e Contas". É claro que uma contagem física pode minorar ou erradicar o problema, mas tal nem sempre é viável. As alternativas passam, então, por efectuar comparações com médias do sector,

ou pela análise da volatilidade de indicadores como a Margem Bruta ou o Tempo Médio de Existências e pelos consequentes ajustamentos

- ◆ No que respeita às **Disponibilidades** e às **Dívidas de Terceiros**, é necessário ponderar a eventual existência de dívidas incobráveis e de "erros" nas rubricas e Caixa e seus equivalentes (decorrentes de confusões entre as contas da empresa e contas particulares). Nesta área, os problemas materialmente relevantes serão mais fáceis de detectar, medindo a dimensão relativa das classes, face ao Total o Activo
- ◆ Não é de menosprezar a possibilidade de subavaliação de **Passivos** (em termos de valor de mercado), os custos de financiamento podem ser mais baixos, como consequência de relacionamentos privilegiados entre a empresa e a banca, ou da concessão de garantias pessoais. Por conseguinte, deve indagar-se até que ponto estas condições se vão conseguir manter. No âmbito desta análise, deve ainda ser recordado que, num cenário caracterizado por uma certa dificuldade na obtenção de capitais alheios, passivos elevados podem ser, na maioria dos casos, sinónimo de dificuldades financeiras, em vez de manifestações de capacidade de endividamento
- ◆ As contas que traduzem **relações com accionistas** ou pessoas próximas podem estar afectadas por dois tipos de distorções:
 - a consideração de créditos resultantes de "confusões" entre o património pessoal dos proprietários e o património da empresa, que se traduzem no financiamento de actividades pessoais dos seus sócios ou accionistas, tais como: consumos pessoais ou da família, pagamentos de impostos sobre o rendimento individual, compras de participações de outros sócios, entre inúmeras outras possibilidades; em casos deste tipo, é natural que se tratem de créditos "eternos"
 - o registo, nas dívidas a terceiros de "quase-capital"¹, ou seja, dívidas a terceiros (remuneradas ou não) que não passa de entradas de dinheiro dos proprietários que escolhem, de preferência, este "veículo" para "colocar" dinheiro na empresa, movidos:
 - por intuítos de eficiência fiscal¹;

¹ Conceito apresentado no trabalho de Ang (1992)

- por uma maior "reversibilidade" dos montantes investidos, caso sejam "configurados" como Passivos;
- pela ponderação dos elevados custos de transacção associados às emissões de capital social.

Na estimativa de fluxos de tesouraria deve admitir-se a possível de incobabilidade dos créditos, bem como a eventual necessidade de substituir os suprimentos por capital próprio ou capital alheio remunerado;

- ◆ Embora autores como Neves e Henriques (1999) façam referência a problemas decorrentes do incumprimento do "Princípio da Especialização dos Exercícios" (nomeadamente a consideração de custos apenas no momento do seu pagamento), salvo a excepção dos "Impostos Diferidos"², não é de crer que estas imperfeições contabilísticas tenham um efeito significativo nos fluxos de tesouraria futuros (até porque acabam por ser questões menos relevantes, raciocinando "em contínuo" e ignorando a segmentação da actividade económica em exercícios)
- ◆ As Vendas e Prestações de Serviços (sobretudo estas últimas) são susceptíveis de subdimensionamento (por razões de ordem fiscal, ou pelo facto de determinados custos estarem indexados ao volume de negócios), mas também pode ocorrer o seu sobredimensionamento (principalmente em empresas que apresentem "prejuízos fiscais" acumulados, deve ser admitida a possibilidade de existência de facturação excessiva)
- ◆ Os Custos com o Pessoal constituem outra área sensível, também nesta classe de custos, surgem valores superiores ou inferiores à realidade; incluir-se-ão, no primeiro caso, os presumíveis pagamentos de "salários" a pessoas que, de facto, não trabalham na empresa (filhos, empregados particulares) ou o pagamento de compensações

² Os "impostos diferidos" podem resultar do aproveitamento de benefícios fiscais que levam ao adiamento do pagamento de imposto (veja-se o reinvestimento das mais-valias geradas na venda de bens do activo immobilizado corpóreo, que permite diferir o pagamento do imposto respectivo por um período de cinco anos). Em sentido inverso, pode citar-se o caso de um activo por imposto diferido, correspondente a prejuízos fiscais susceptíveis de dedução em lucros de períodos futuros.

excessivas, considerando a quantidade ou a qualidade do trabalho prestado; englobar-se-ão, no segundo caso, a possibilidade de o proprietário e, eventualmente, as pessoas da família estarem a trabalhar na empresa por salários inferiores ao seu "valor de mercado" (caso típico das Pequenas e Médias Empresas cujo objectivo principal é a sobrevivência), bem como as situações em que o poder de liderança, o carisma do empresário e mesmo a "cultura da empresa" (factores que sofrerão alterações, em caso de mudança da propriedade) conduzem à prática de "trabalho extraordinário", não remunerado; para projectar fluxos de tesouraria, há que proceder a correcções desta rubrica, aproximando-a dos "valores de mercado" e, só depois, estimar o seu crescimento

- ◆ Os Fornecimentos e Serviços Externos também devem ser objecto de correcção, tentando separar, na medida do possível, "custos empresariais" de "custos pessoais". São comuns "confusões" em rubricas de conservação e reparação, despesas de representação, deslocações e estadas, combustíveis, água, luz, telecomunicações, entre outras. Convém que o analista dê particular atenção às contas que se desviam das normas (média do sector, percentagem das vendas).

Efectuados estes ajustamentos, é necessário ainda:

- ◆ Prever taxas de crescimento das vendas (tarefa mais difícil) e dos custos
- ◆ Proceder ao orçamento do investimento de substituição, tendo em conta o grau de desgaste do equipamento actual e, sobretudo, quantificar o efeito dos Activos Intangíveis (Ang, 1992) no futuro desempenho da empresa, como se sabe, este tipo de activos pode constituir o bem mais valioso de uma Pequena ou Média Empresa, levando a que o seu valor de mercado radique nas características e experiências pessoais do proprietário, na organização criada, no valor humano dos colaboradores, na reputação, nos relacionamentos pessoais, em casos deste tipo, pode concluir-se, pura e simplesmente, que a empresa nada vale longe da "mão" dos seus actuais proprietários.

4.2. Determinação da Taxa de Actualização

Uma vez feito o cômputo dos Fluxos Gerados de Tesouraria, de acordo com os preceitos supra mencionados, deve ser calculada uma taxa de actualização que resulta de uma média ponderada, em função da estrutura de capitais, do custo do Capital Alheio e do custo do Capital Próprio.

Osteryoung et al. (1997), bem como Heaton (1998), detêm-se na análise dos ajustamentos a realizar na determinação do custo do capital alheio e do custo do capital próprio, no contexto de Pequenas e Médias Empresas.

4.3. Capital Alheio

Ao contrário do que acontece quando se pretende avaliar uma Grande Empresa, a "taxa de juro de mercado" não é um bom indicador do custo do capital alheio. Na verdade, uma Pequena ou Média Empresa não consegue obter fundos no mercado de capitais e, muitas vezes, nem sequer tem acesso a financiamento intermediado. A hipótese de "olhar para o lado" e utilizar o custo de capital de uma empresa semelhante como estimativa também não é aconselhável, pois estar-se-ia a ignorar todos os condicionalismos específicos subjacentes ao financiamento.

Em função do exposto, para calcular a taxa de retorno exigida pelos capitais alheios, o ideal é partir do custo histórico efectivo do financiamento anterior obtido pela empresa em análise, comparando-o com a taxa de mercado contemporânea, para empréstimos com a mesma duração. Desta forma, por diferença, será determinado o prémio pago pela empresa, como "compensação" pela iliquidez (no sentido de "não negociabilidade", em mercado secundário) da dívida e pelo seu risco.

Será que este prémio é uma variável independente? A empresa não terá à sua disposição formas de o reduzir?

No que respeita à iliquidez, as medidas no sentido de dinamizar um mercado secundário são caras e de retorno incerto, já no capítulo do risco, em muitos casos, é possível tomar medidas de gestão que diminuam a variabilidade dos fluxos de tesouraria e, conseqüentemente o risco. São muitas as empresas com uma política de seguros deficiente

(não cobertura de determinados riscos, insuficiência dos capitais seguros) e serão ainda mais as que não recorrem a produtos financeiros derivados, deixando os seus níveis de retorno flutuar ao sabor das tendências dos mercados cambiais ou dos mercados das matérias-primas que consomem. A implantação de políticas eficientes e activas nesta área terá certamente efeitos visíveis na redução do risco e, conseqüentemente, no custo do capital alheio. Existem estudos realizados tendo por base Grandes Empresas (Mayers e Smith, 1982) que concluem que estas, ao possuírem uma política activa de seguros, conseguem uma redução no preço exigido pelos detentores de capital alheio.

Para concluir e visto que o período de análise de um processo de avaliação é longo, refira-se que, na hipótese do tipo de financiamentos utilizado pela empresa ser fundamentalmente de curto prazo (como é "tradicional" nas Pequenas e Médias Empresas), deve ser introduzida uma outra correcção, equivalente ao diferencial, no mercado, entre taxas de curto prazo e de longo prazo (de fácil identificação, numa "Yield Curve").

Em resumo, a partir do custo histórico do capital alheio e da previsível evolução das taxas de juro de mercado, efectuam-se os ajustamentos correspondentes a diferentes "maturidades", calculando, desta forma, a taxa de retorno exigida para os capitais alheios.

4.4. Capital Próprio

A forma mais comum de determinação do custo dos capitais próprios é através do CAPM, que se assume, em Finanças Empresariais, como o meio mais importante de aptar a relação entre retorno e risco e de aplicar à avaliação de um activo. Neste modelo:

$$\text{Taxa de Retorno Exigida} = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

R_f – Taxa de Retorno de um Investimento sem Risco

R_m – Taxa de Retorno de Mercado

β - Medida de risco sistemático que incorpora a volatilidade do investimento e a correlação entre a evolução do investimento e a evolução do mercado

O CAPM tem como um dos seus pressupostos a possibilidade de diversificação, por parte dos investidores. Acontece que uma Pequena ou Média Empresa constitui, normalmente, uma aplicação não diversificada, que vem comprometer a aplicabilidade do modelo.

Para contornar este problema, McMahon e Stanger (1995) defendem, com algum entusiasmo, o Modelo de Avaliação dos Activos Financeiros Generalizado (MAAF). Em síntese, pode mencionar-se que este modelo "segmenta" o mercado, não considerando uma "carteira global" e respectivo retorno, mas sim uma "carteira enviesada", em função da ausência de diversificação, por parte do investidor e o retorno desse segmento (sector de actividade). Assim, estaria encontrada a solução para o requente problema da concentração do capital financeiro e humano do proprietário de uma Pequena ou Média Empresa "num único cesto". A questão que se coloca é a de saber se é possível encontrar esta medida de retorno do "tal segmento" de investimento. Em que dados se devem basear esses cálculos:

- ◆ Valores "homónimos" de empresas cotadas? Vos (a) (1992 a) recomenda, de forma convicta, a não adaptação de informação proveniente de Pequenas e Médias Empresas cotadas a empresas não cotadas.
- ◆ Elementos contabilísticos da empresa e do sector? Vos (a) (1992 a) também tentou calcular um β contabilístico³, mas a verdade é que não teve grande sucesso⁴.

Não parece ser possível efectuar este cálculo com base, exclusivamente, em elementos objectivos. Por um lado, o conceito de risco nas Pequenas e Médias Empresas é diferente, incluindo diversos factores de natureza não sistemática (a própria dimensão da organização, a importância e a mais forte dependência em relação ao proprietário-gestor e ao "Capital Humano", a "focalização" num segmento de actividade mais específico, a base de clientes mais reduzida, a concorrência, a tecnologia, entre muitos outros). Pelo outro lado, há o problema da falta de liquidez dos títulos representativos do capital de uma Pequena ou Média Empresa.

Perante este cenário, a alternativa passa pelo recurso a alguma "sensibilidade e bom senso" e adicionar à taxa obtida, a partir do MAAF, prémios que compensem o efeito dos factores referidos.

³ Ou seja, uma medida de volatilidade que não tem por base a variação do valor das cotações, no mercado, mas antes a variação do retorno dos capitais próprios (Resultado Líquido dividido pelo Total do Capital Próprio) entre dois períodos contabilísticos sucessivos.

⁴ Recorde-se a "fragilidade" da informação contabilística que já foi objecto de referência.

A “sensibilidade” e o “bom senso” referidos terão que ser profundamente influenciados por uma correcta aferição da exposição da empresa a diferentes riscos. Mais uma vez, limitar a variabilidade dos retornos, utilizando seguros e produtos financeiros derivados, é uma actividade com consequências extremamente positivas ao nível da “margem” a adicionar à taxa de retorno obtida para os capitais próprios.

5. Estudos de Caso

Foram realizadas duas reuniões com duas SCR, INOVCAPITAL e AICEP, retirara-se algumas ideias chave:

Experiência da INOVCAPITAL (Dr. João Pereira):

A história da Inovcapital, fez 20 anos em 2009, e é detida maioritariamente pelo estado, e o restante pelos quatro Banco Privados em Portugal.

Nasceu muito ligado à política pública, de fomento do empreendedorismo, de investimento em novos instrumentos de financiamento, de mostrar que é possível fazer de outra maneira, é possível abrir outras alternativas nas situações limite. Por exemplo: Quer constituir uma empresa e quer crescer rápido, e tem que dividir o risco com uma outra entidade.

Nasceu no porto, e uma irmã gémea em Lisboa. Inicialmente estava ligada às primeiras intervenções de dinheiro comunitário, no âmbito dos programas PMES. Daqui surgiu a alteração do nome da empresa para PME Capital, PME Investimento.

Em 2008, quando se mudou o nome, e por vicissitudes diversas, era suposto que a PME Capital, prosseguiu-se com a actividade de capital de risco, reservado para refinar o sistema, o que mais tarde por razões diversas, acabou por não acontecer.

Ou seja a PME Investimentos continuou a fazer capital de risco no Retalho, e a gerir também um fundo de sindicância de capital de risco.

A PME Investimentos reservou-se apenas para refinar o sistema, sendo um dos principais fornecedores de Capital.

A INOVACAPITAL, financia-se através de programas comunitários, fundos do Banco Europeu de Investimento, não se tendo ainda chegado á fase de se financiar através de particulares.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Apenas 27,5% dos fundos são neste momento da sociedade – INOVCAPITAL, o remanescente é de terceiros:

- ◆ Dinheiro público
- ◆ Bancos
- ◆ Outras instituições

A forma como esse capital pode ser ou não aplicado, depende muito, por exemplo:

- ◆ Este fundo só pode ser investido em empresas PMES, logo só pode abranger esta franja
- ◆ Ou este fundo só pode ser investido em empresas portuguesas que actuem na Galiza.

Os Investidores definem onde o fundo pode ser aplicado, exemplo:

- ◆ Este fundo só pode ser aplicado em empresas de tecnologias de informação.

Quando transformaram a INOVCAPITAL, houve indicação clara dos accionistas de que o mercado hoje é diferente daquele que existia a 10 anos.

Desde 1987 que existem empresas de capital de risco, a 1º chamava-se SPR, estava ligada a uma instituição bancária, mas além desta nasceram muitas outras.

Estas outras empresas que surgiram no mercado na altura desconheciam muito esta actividade de capital de risco.

Quando surgiu o capital de risco, era muito difícil de trabalhar, pois não se tinha grande conhecimento da actividade.

A actividade de capital de risco foi criada com fortes incentivos fiscais, no entanto quem se aproveitou destes incentivos, foram as empresas que não fizeram capital de risco.

Os grandes grupos económicos, tinham todo o interesse em chamarem-se SCR, devido aos fortes benefícios fiscais.

Hoje um dos anacronismos existentes na legislação, obriga as SCR a saírem das empresas ao fim de dois anos. Esta situação só aconteceu para evitar que grupos económicos se constituíssem com o nome de sociedades de capital de risco.

Ou seja, com a obrigatoriedade de sair ao fim de dois anos, isto levou a que houvessem prejuízos enormes, uma vez, que na altura em que as empresas começam a trazer o retorno do investimento é quando nós temos que sair delas.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

A maturidade deste investimento atinge-se ao fim de 8-9 anos, ou seja, o benefício fiscal de dois anos, não servia as empresas de capital de risco, mas sim, outras que beneficiavam com esta legislação.

Muitos dos investimentos feitos na altura eram formente apoiados pelo accionista maioritário. Isto condicionou a percepção do mercado do que era o SCR, passou a ideia de que era o hospital das empresas em apuros.

Empresas em risco de falência contactavam as SCR, para se “salvarem”.

Existem segmentos de mercado em que compram empresas pequenas, juntam tudo e vendem, sendo altamente remunerado.

As SCR devem apoiar lacunas de mercado, Start ups, crescimento, desenvolvimento.

Nós estamos na criação de empresas Star UP's, expansão e internacionalização.

A parte de gestão também é apoiada para poder dar o salto, temos de ter inteligência para poder ajustar.

Nos últimos anos este conceito voltou a aquecer, tendo surgido vários operadores no mercado, sendo que 30 não fazem o que a INOCAPITAL faz.

A maior parte delas compra e vende empresas, compra várias pequenas e vende uma grande, esta actividade é altamente rentável.

A INOCAPITAL esta num segmento diferente, start ups e investimento (expansão e internacionalização).

A INOCAPITAL não é intrentiva na gestão da empresa, pode no entanto indicar alguém para determinado cargo, não intervêm na gestão.

Basicamente fazem gestão de contactos, ajudam ou encaminham o promotor do negócio.

Combinam-se metas e objectivos para serem libertas verbas para o negócio.

Acompanham o negócio.

Assim como a Inovcapital, encontram-se meia dúzia de empresas em Portugal, sendo também que é uma actividade de maior risco.

Experiência da AICEP (Eng^o Miguel Barbosa):

A AICEP, surgiu em 1992, inicialmente apareceu ligada ao grupo IPE, surge da junção entre a API e ICEP.

Neste momento existem cerca de 30 empresas participadas, num total de € 120 milhões.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Desde sempre que a AICEP, dispõem de mais fundos disponíveis, do que projectos para apoiar. As SCR fazem a separação do seu negócio por montante, normalmente não vão abaixo de € 500.000 de investimento por projecto.

Apoiam essencialmente projectos relacionados, com inovação e tecnologias, ou ainda projectos de internacionalização.

A AICEP tem como política, abranger desde as Star up's até á internacionalização.

São muito conservadores, no que concerne ás análises dos projectos.

Para a AICEP é importante:

- 1- Promotores e sua honestidade
- 2- Se o investimento é de curto ou médio/longo prazo
- 3- Empresas que não registem problemas, ou incidentes, sejam eles quais forem
- 4- Análise do mercado
- 5- Análise e recolha de informação sobre o promotor
- 6- Bom senso

Financiam os projectos através de fundos próprios, geridos na AICEP, fundos constituídos por entidades públicas, privadas e banca.

Temos fundos criados para empresas de tecnologia, e outros que são criados para grandes projectos de investimento, podem no entanto surgir outro tipo de fundos.

Não intervêm na gestão da empresa, fornecem contactos de pessoas especializados nas diversas áreas. Não passa de uma grande rede de contactos.

Ainda não existem muitas empresas portuguesas a serem apoiadas pelo SCR, existe ainda muita falta de informação. Quando mais publicidade de fizer mais projectos aparecem.

6. Evolução da Indústria de Capital de Risco

6.1. Período de 1998 a 2003

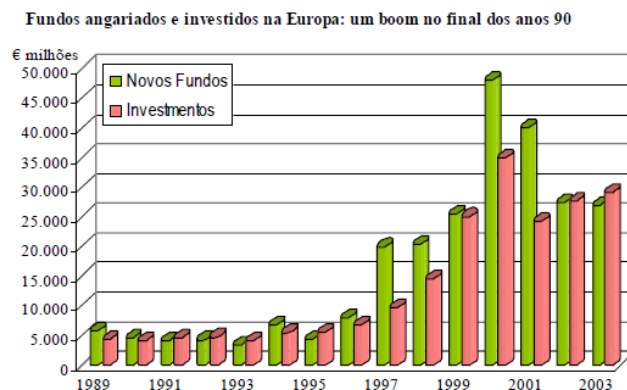
Foi na segunda metade da década de oitenta, mais concretamente em 1986, que foi legislada a possibilidade de se criarem empresas de capital de risco, mas durante os primeiros anos apenas surgiram iniciativas neste campo provenientes do sector público da economia portuguesa, quer através de bancos (ainda) públicos, quer através do IAPMEI, que utilizou fundos comunitários do PEDIP. A primeira capital de risco privada viria a ser criada apenas em 1988. Com estes dois impulsos (público e privado) a indústria passou por um período de crescimento nos anos seguintes, tanto em termos de número de empresas em actividade como de fundos investidos.

No entanto, esse quadro veio a alterar-se significativamente, com uma redução até aos dias de hoje do número de empresas em actividade devido, por um lado, aos processos de privatização e concentração no sector bancário e, por outro lado, a alguma insatisfação com os resultados obtidos, que levou à saída de alguns operadores. Contudo, os fundos disponíveis continuaram a crescer por dois motivos, isto é, em primeiro lugar devido à alteração na legislação que veio permitir a criação de diversos tipos de fundos de investimento e, em segundo lugar, à entrada de novos tipos de operadores no mercado (APCRI e Ernst & Young, 2003).

Esta evolução não é muito distinta do que aconteceu na Europa, onde foi no final da década de noventa e no início deste milénio que os fundos sob gestão na indústria do capital de risco se expandiram fortemente, como se pode ver no Gráfico 1.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

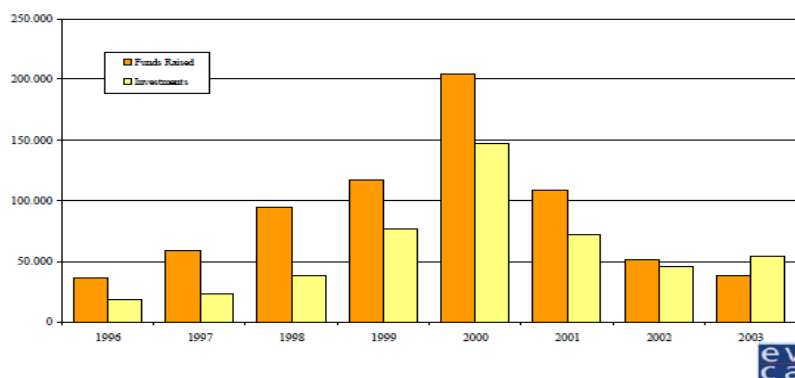
Gráfico 1 – Fundos de Capital de Risco Angariados e Investidos na Europa



Fonte: EVCA (2003)

Esta evolução regista uma grande semelhança com o sucedido nos E.U.A. (Gráfico 2). Existiu, no entanto, uma grande diferença, dado que a seguir ao ano recorde de 2000 os valores nos E.U.A. baixaram para os níveis dos anos noventa, enquanto na Europa a redução, apesar de significativa, fez-se para níveis muito mais elevados do que os registados nos anos noventa.

Gráfico 2 – Fundos de Capital de Risco Angariados e Investidos nos USA

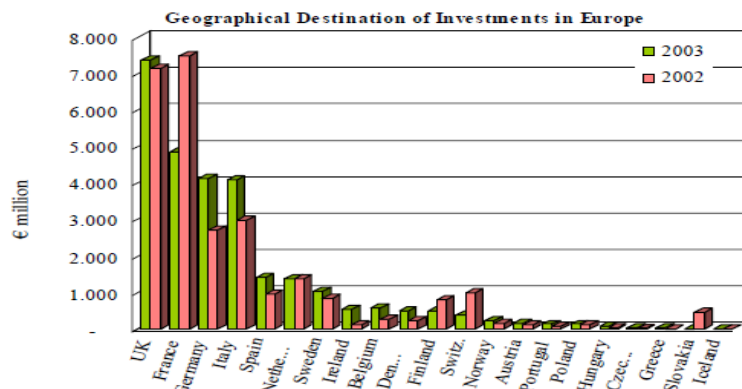


Fonte: EVCA (2003)

A indústria parece ter atingido, em Portugal, uma certa maturidade, apesar dos montantes sob gestão serem ainda relativamente pouco significativos. O Gráfico 3 mostra como, em 2002, este foi um dos países europeus onde o capital de risco investiu menos.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

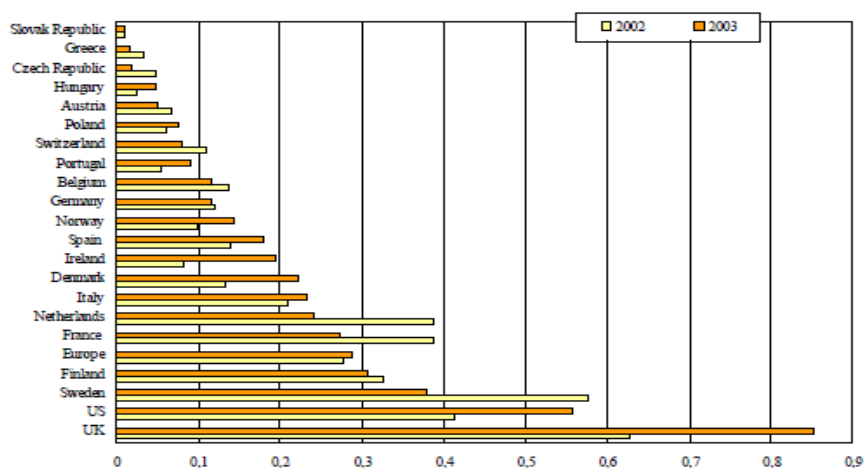
Gráfico 3 – Investimentos em Capital de Risco por País



Fonte: EVCA (2003)

De facto, comparando os investimentos em percentagem do PIB com outros países da União Europeia, os 0,8% registados em Portugal em 2003 são baixos, apenas superando 7 países europeus, como se pode verificar no Gráfico 4. Apesar de tudo, foi melhor que em 2002, quando os 0,053% apurados no nosso país apenas ficaram acima do registado na Grécia, Hungria e Eslováquia.

Gráfico 4 – Investimentos em capital de risco em % PIB na Europa

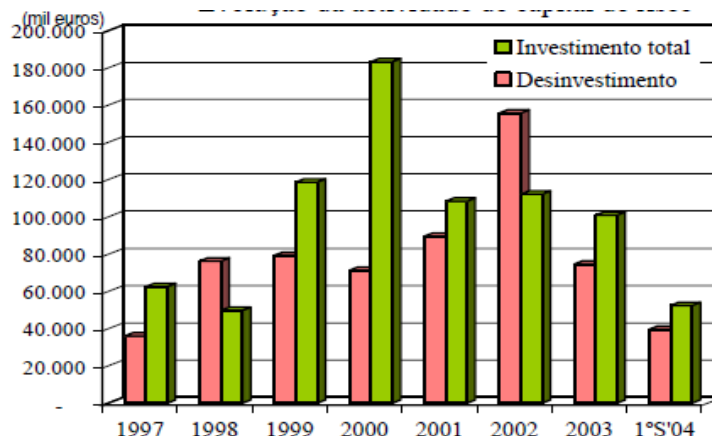


Fonte: EVCA 2003

É de realçar que o investimento bruto em capital de risco em Portugal, foi sempre superior ao desinvestimento (Gráfico 5), desde 1997, com a excepção dos anos 1998 e 2002.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

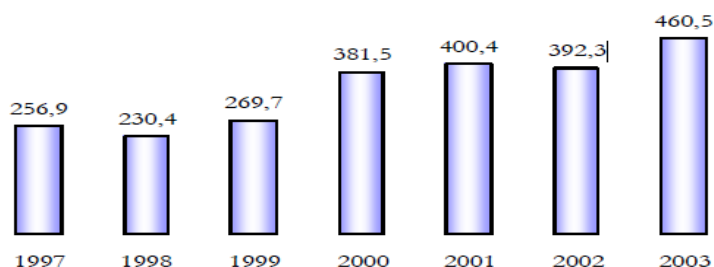
Gráfico 5 – Investimentos e Desinvestimentos de Capital de Risco em Portugal



Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2004

Como resultado desta evolução dos investimentos e desinvestimentos, os activos sob gestão em Portugal foram crescendo (80%) desde 1997 até 2003 (Gráfico 6), atingindo os 460 milhões de euros. De facto, neste período a tendência foi sempre crescente, com excepção dos anos 1998 e 2002, quando o valor dos activos sob gestão baixou ligeiramente.

Gráfico 6 – Fundos de Capital de Risco sob Gestão em Portugal

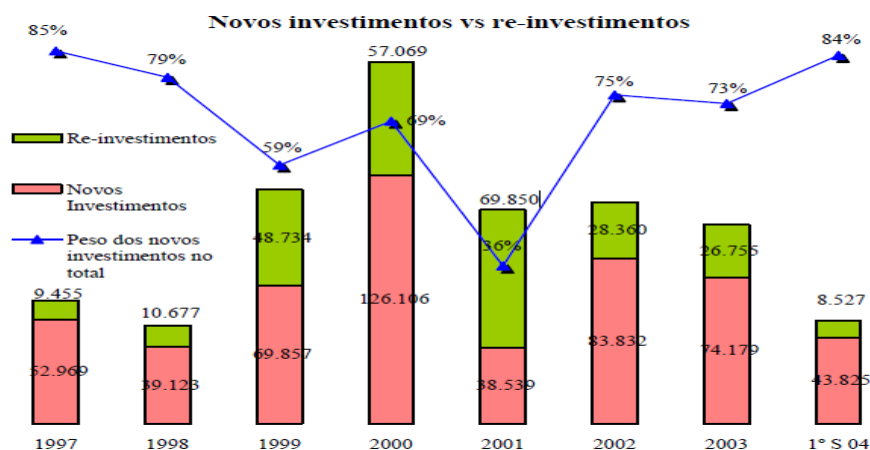


Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2004

Ainda em relação aos investimentos em capital de risco, interessa analisar a relação entre novos investimentos e reinvestimentos em empresas já anteriormente apoiadas por capital de risco (Gráfico 7). Verifica-se que os novos investimentos representam sistematicamente mais de metade do investimento, à excepção de 2001, quase sempre com valores superiores a 75%.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

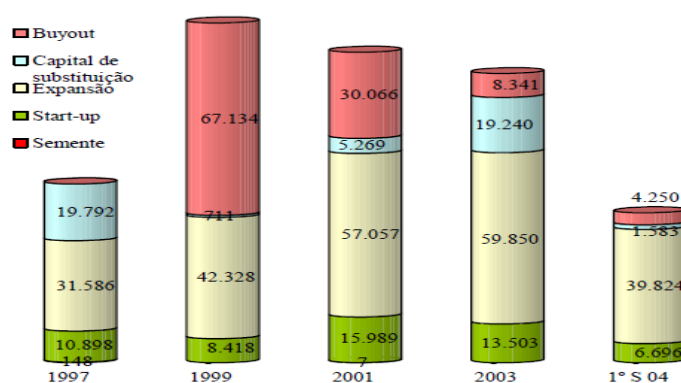
Gráfico 7 – Investimentos em Capital de Risco em Portugal



Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2004

Relativamente aos investimentos realizados em Portugal (Gráfico 8), note-se como sobressaem os investimentos em expansão da actividade das empresas, enquanto as startups representam sempre uma percentagem bem menor do investimento, nunca passando dos 15 milhões de euros por ano. Já os investimentos em seed capital são geralmente inexistentes, registando pequenos valores em 1997 e 2001. Também os investimentos em fusões e aquisições são baixos em todos os anos, excepto em 1999 e 2000, quando registaram valores muito elevados.

Gráfico 8 – Investimentos de Capital de Risco por Estádio de Desenvolvimento em Portugal 2003



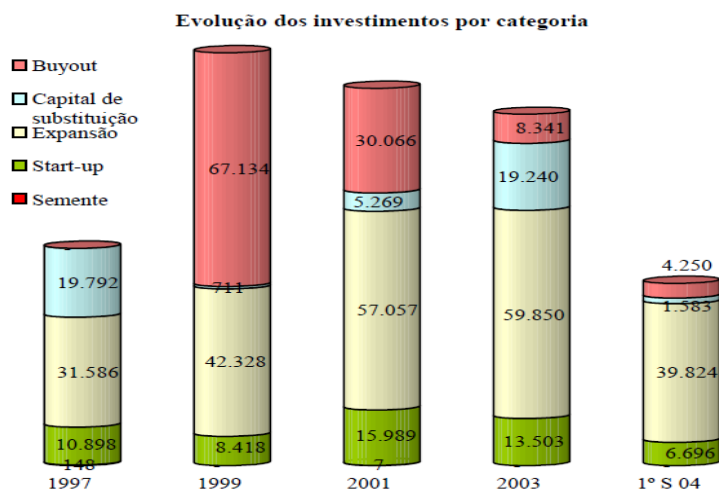
Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2004

Enquanto isto, na Europa (Gráfico 9, Gráfico 10 e Gráfico 11) a maioria do capital investido foi aplicado em fusões e aquisições e a maioria dos negócios realizados foram-no em

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

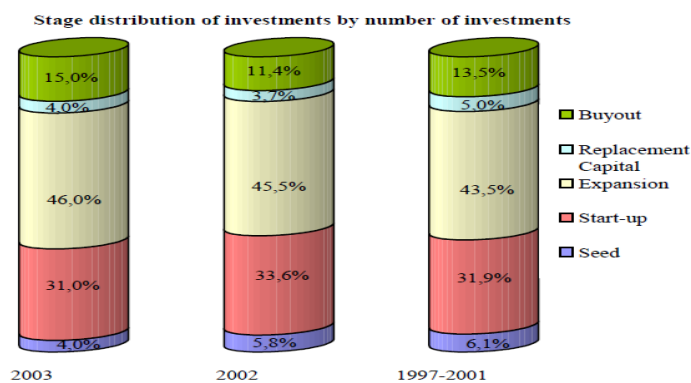
investimentos de expansão, assumindo os start-ups valor reduzido, à imagem do verificado em Portugal, apesar de o número de negócios nesta área significar sempre perto dum terço do total.

Gráfico 9 – Investimentos de Capital de Risco por Estádio de Desenvolvimento em Portugal



Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2003

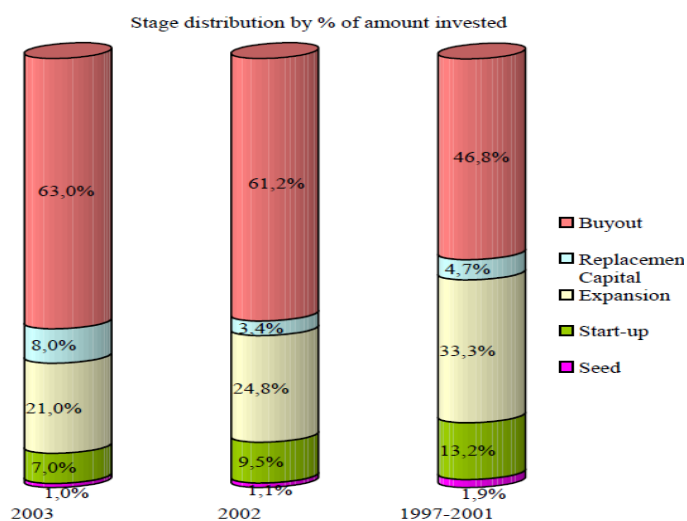
Gráfico 10 – Distribuição do Investimento em Capital de Risco por n.º de Investimentos por Estádio na Europa



Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2003

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

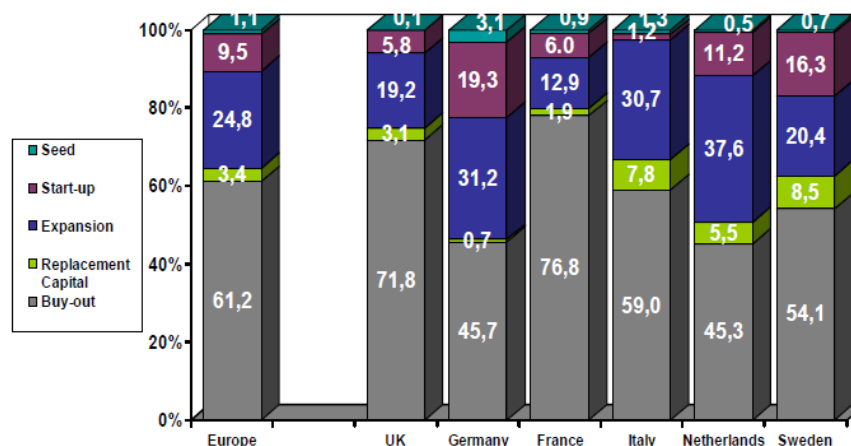
Gráfico 11 – Distribuição do Investimento em Capital de Risco por % Montante Investido por Estágio na Europa



Fonte: Penion-Bernard, 2004

Note-se ainda como os start-ups assumem valores superiores à média nalguns países (Gráfico 12), como a Alemanha (19,3%) ou a Suécia (16,3%) apesar de, em geral, os buy-out constituírem a grande ênfase do capital de risco, atingindo valores muito elevados em países como a França (76,8%) ou o Reino Unido (71,8%).

Gráfico 12 – Distribuição do Investimento em Capital de Risco em % do Montante Investido em 2002, por Estágio na Europa



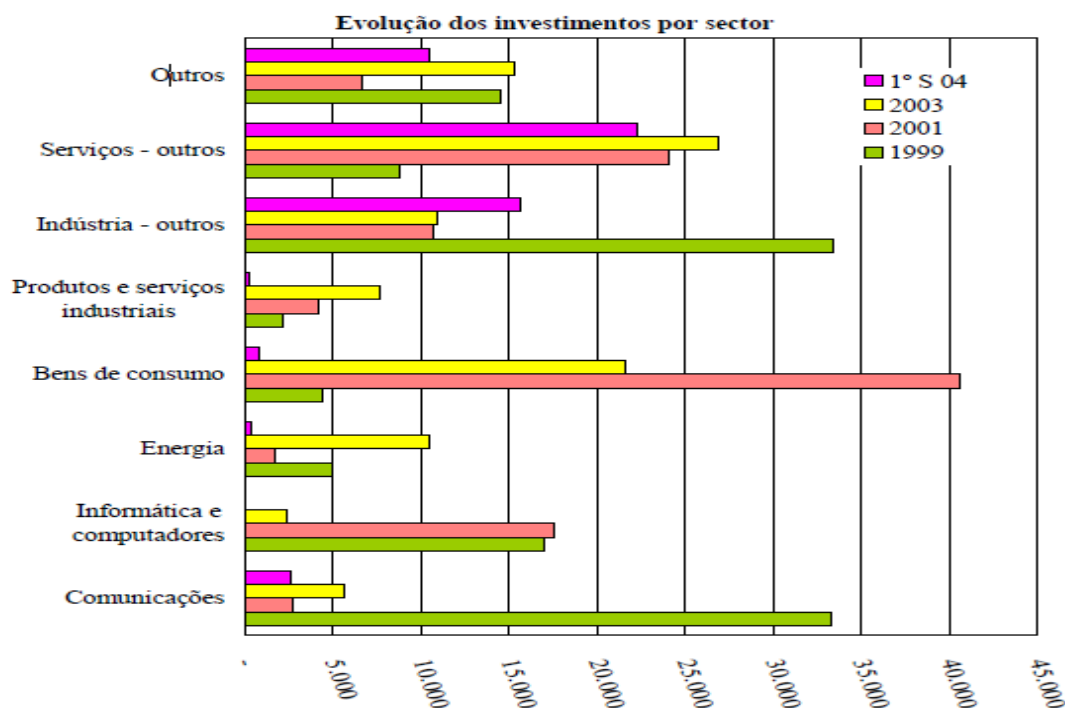
Fonte: Penion-Bernard, 2002

Quanto à distribuição sectorial dos investimentos em capital de risco (Gráfico 13), verificou-se que os sectores “comunicações”, “indústria – outros” e “informática e computadores”

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

dominaram a aplicação de fundos em 1999. Já em 2001, foram os “bens de consumo”, os “serviços – outros” e a “informática e computadores” que dominaram as aplicações das capitais de risco, enquanto em 2003, foram os “serviços – outros” e os “bens de consumo” a registar os maiores valores de investimento. Não se pode, portanto, falar duma preferência muito marcada do capital de risco pelo investimento nuns sectores em detrimento dos outros.

Gráfico 13 – Distribuição Sectorial do Investimento em Capital de Risco em Portugal

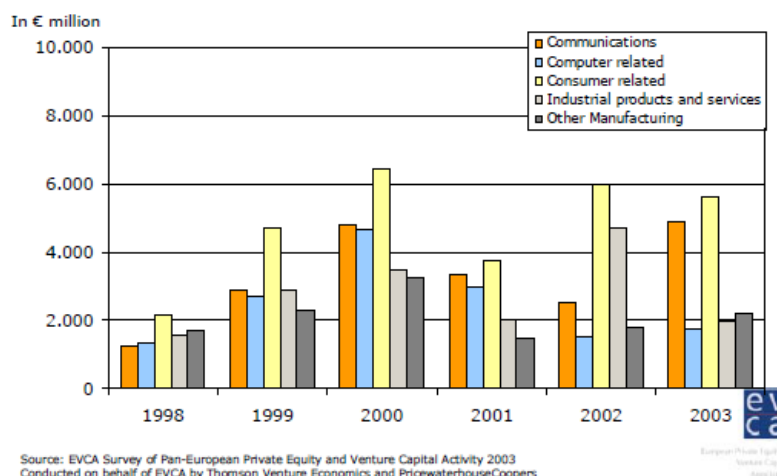


Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2003

Por outro lado, na Europa, as empresas de capital de risco, durante os anos de 1998 a 2003, investiram sempre mais (Gráfico 14) nos “bens de consumo” e nas “comunicações”.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

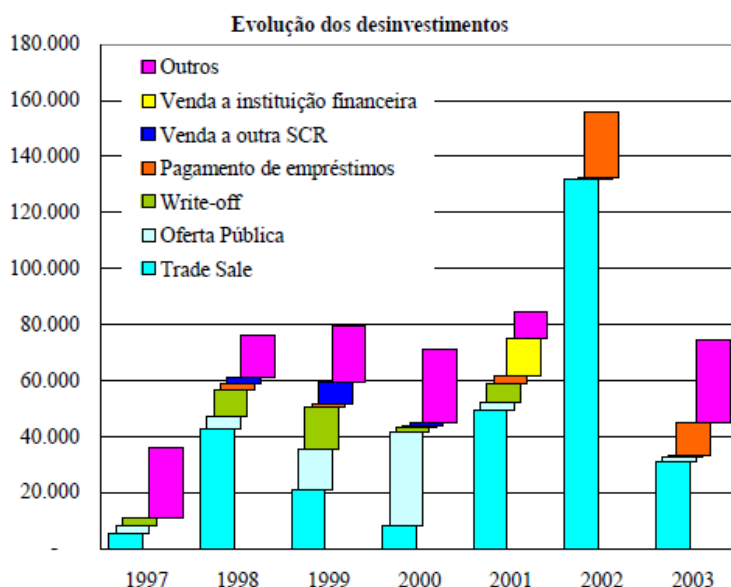
Gráfico 14 – Distribuição do Investimento em Capital de Risco por Sector na Europa, 1998-2003



Fonte: EVCA, 2003

Analisando agora os desinvestimentos realizados em Portugal no período 1997-2003 (Gráfico 15), verifica-se que estes foram realizados preferencialmente através de trade sale e (em 2000) de Oferta Pública de Venda. Os desinvestimentos por write off, isto é, as perdas totais, são mais significativas em 1998, 1999 e 2000. Note-se que o desinvestimento por OPV (Oferta Pública de Venda) é considerado preferível, tanto para maximizar o encaixe da capital de risco, como para a própria empresa (Amorim, 2004), mas acaba por não ser a alternativa mais utilizada.

Gráfico 15 – Desinvestimento de Capital de Risco por Tipo em Portugal

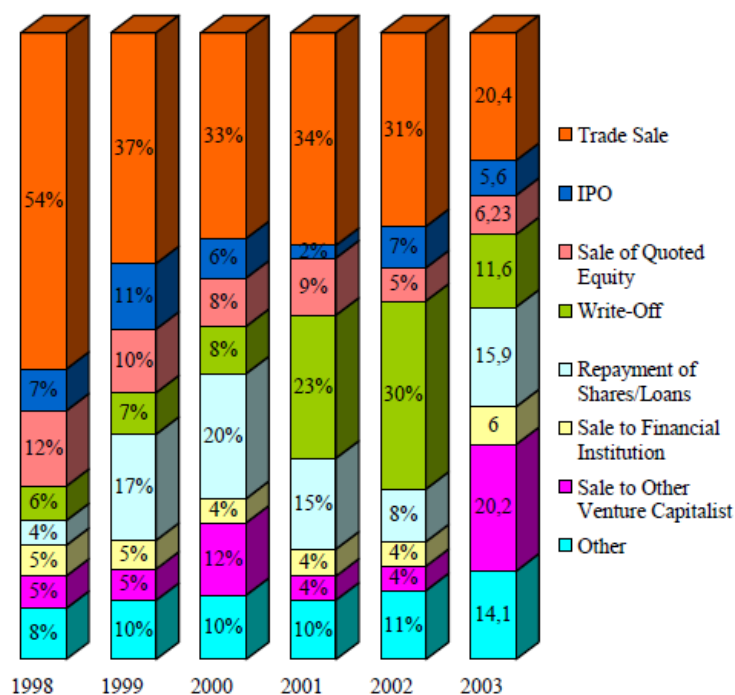


Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2003

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Enquanto isso, na Europa registou-se, no período 1998-2002 (Gráfico 16), uma tendência para a redução do peso dos desinvestimentos através de trade sale (que é também a principal forma de saída dos negócios) ao mesmo tempo que aumenta o peso da rubrica write-off, ou seja, dos investimentos que são abatidos ao balanço como perdas totais.

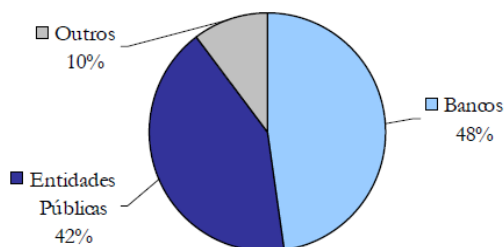
Gráfico 16 – Desinvestimentos de capital de risco na Europa



Fonte: Penion-Bernard, 2003

Analisando agora a origem dos fundos investidos em Portugal, em 2003 (Gráfico 17), nota-se a predominância dos bancos, que representaram 48% do total, e das entidades públicas (42%).

Gráfico 17 – Fundos Levantados por tipo de Investidor



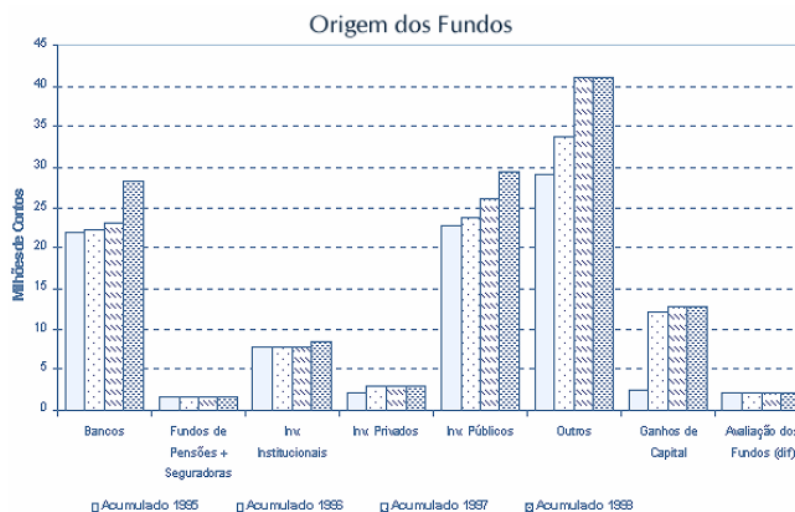
Fonte: Ernest & Young, 2003

Em termos acumulados, os dados referentes ao período 1995-1998, em Portugal (Gráfico 18), mostram que este foi um período de grande crescimento destas duas origens. Mostram

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

também que a rubrica “outros” era, na segunda metade da década de noventa, dominante. Note-se ainda o baixo significado que assumem os fundos de pensões no financiamento da indústria de capital de risco, ao contrário do que sucede nos E.U.A.

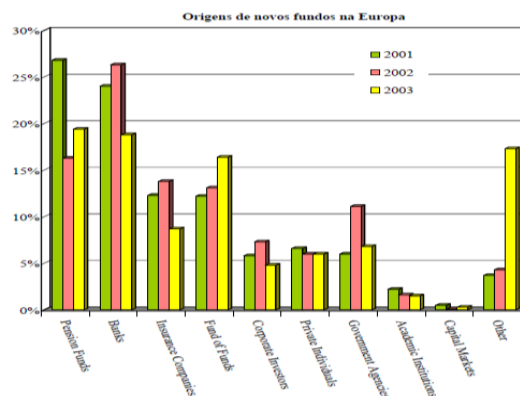
Gráfico 18 – Tipos de Investidores de Capital de Risco em Portugal



Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2003

Já no resto da Europa (Gráfico 19) a situação é diferente, ocupando os fundos de pensões um dos lugares cimeiros (16,3%) entre as origens de fundos de capital de risco, juntamente com a banca (26,3%) e as seguradoras (13,8%).

Gráfico 19 – Tipos de Investidores em Capital de Risco na Europa



Fonte: APCRI e Ernest & Young, 2003

As comparações acima apresentadas confirmam o trabalho empírico de comparação entre os 15 países que então compunham a União Europeia, realizado por Leleux e Surlemont (2003) e que concluíram existir uma correlação entre a participação de capitais públicos na indústria de

capital de risco e a dimensão desta. Quanto maior a participação do estado, menor a dimensão da indústria.

6.2. Período de 2004

Constatou-se que o investimento europeu em “private equity” aumentou 5% em 2004.

O investimento total em “venture capital” e “private equity” na Europa em 2004 ascendeu a €306 mil milhões, correspondendo a um aumento de 5% relativamente a 2003. A repartição do investimento em termos de “venture capital” e “buyouts”, foi respectivamente de 29,3% e 68,1%. O investimento em “venture capital” regrediu em termos relativos, de 56,1% em 2000 para 28,8% em 2003. O ano de 2004 interrompeu esta tendência. Apesar do aumento dos investimentos, o volume de fundos captados diminuiu 8,6% em 2004, passando de €27bn em 2003 para €24,7bn em 2004.

A modalidade de saída via IPO está entre as soluções de desinvestimento menos utilizadas. Os “write-off” apresentaram um dos valores relativos mais reduzidos os últimos anos, 10,2% do desinvestimento total em 2004 contra 11,6% em 2003 e 20% em 2002.

Melhorias de desempenho a curto-prazo, evidenciam recuperação dos níveis de rentabilidade da indústria.

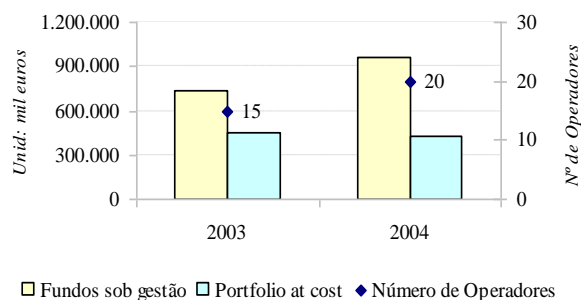
Em termos de análise de desempenho, a IRR anualizada (“private equity” e “venture capital”) desde o início dos investimentos até 2004, cobrindo os últimos dez anos, é de 9,1%, dos quais, 6% para “venture capital” e 11,4% para “buyouts”. O primeiro quartil destes dados, evidencia uma IRR anualizada de 23,1% para “private equity” em sentido lato, dos quais 18,5% para “venture capital” e 23,1% para “buyouts”.

As IRR de curto-prazo não considerando todos os investimentos dos fundos desde a sua constituição, apresentam valores mais favoráveis. A IRR global em 2004, considerando apenas o resultado da actividade de um ano, ascendeu a 12,3%, querendo isto significar que se abstrairmos os efeitos negativos da “bolha especulativa” de 2000/2001, a indústria evidencia taxas mais favoráveis.

Em Portugal, o valor dos fundos sob gestão em 2004 superou os € 960 milhões, o que representa um crescimento de 30% relativamente ao ano anterior (Gráfico 20 e 21). A acompanhar o crescimento deste indicador encontra-se o número de operadores registados na APCRI, que aumentou de 15 em 2003 para 20 em 2004.

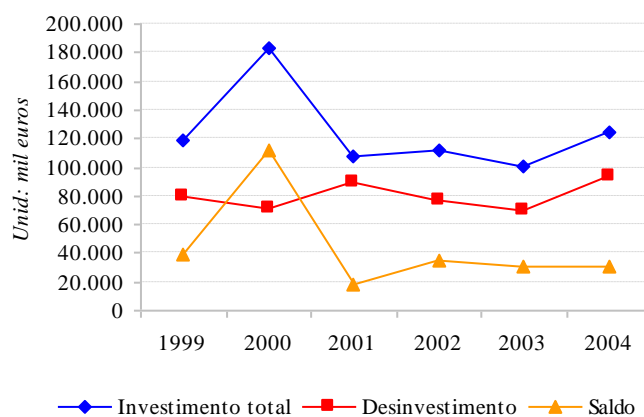
Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Gráfico 20 – Fundos sob Gestão vs Operadores Registrados na APCRI.



Fonte: APCRI 2004

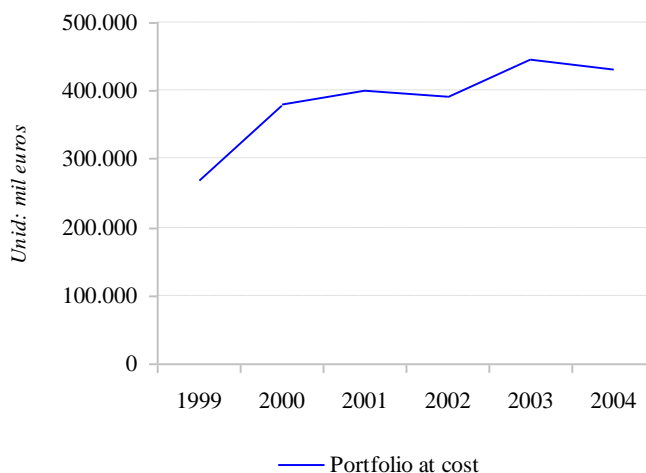
Gráfico 21 – Evolução da Actividade de Capital de Risco em Portugal



Fonte: APCRI 2004

O valor do “Portfolio at Cost” tem vindo a aumentar nos últimos anos, sendo que de 1999 (€270 milhões) para 2004 (€432 milhões) cresceu 60% (Gráfico 22).

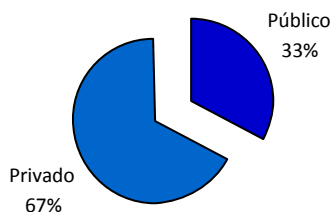
Gráfico 22 – Portfólio at cost



Fonte: APCRI 2004

Uma grande parte dos fundos captados em 2004 é originária de entidades independentes das empresas de capital de risco (€152 milhões) (Gráfico 23). Os restantes derivam de instituições do mesmo grupo (€55 milhões) ou de ganhos de capital (€13 milhões). A origem dos fundos captados é, na sua maioria o sector privado (€148 milhões).

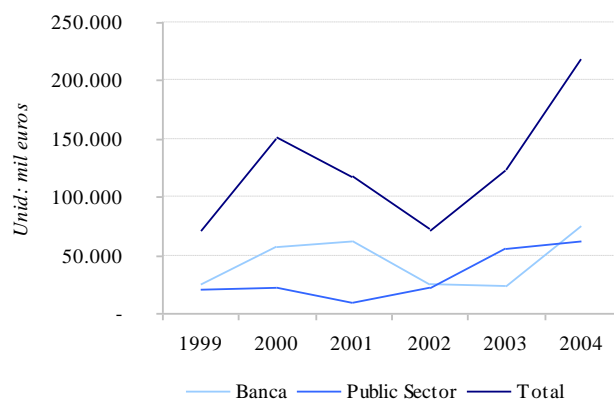
Gráfico 23 – Origem dos fundos



Fonte: APCRI 2004

O levantamento de fundos é feito principalmente junto da banca (35%) e do sector público (29%). Outros investidores com algum relevo são os fundos de pensões (7%), "corporate investors" (7%) e "private individuals" (4%) (Gráfico 24).

Gráfico 24 – Levantamento de Fundos



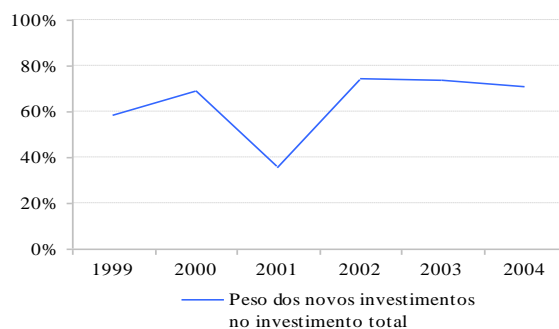
Fonte: APCRI 2004

De 2001 a 2003, a evolução dos dois principais investidores seguiu sentidos inversos. Quando existiu um menor investimento do sector público existiu um aumento do investimento da banca e vice-versa.

O investimento total realizado pelas sociedades de capital de risco associadas da APCRI, excluindo transacções transfronteiriças, ascendeu a €124 milhões em 2004, beneficiando cerca de 116 empresas. Comparativamente ao ano anterior, o investimento teve um aumento de 23%, atingindo um dos valores mais elevados dos últimos anos, apenas ultrapassado no ano 2000, quando o valor se situou em €183 milhões.

No ano de 2004 os novos investimentos cresceram 18%, atingindo €88 milhões, o que representa o valor mais elevado desde o ano de 2000. O peso relativo dos novos investimentos corresponde a 71% do investimento total (Gráfico 25 e 26).

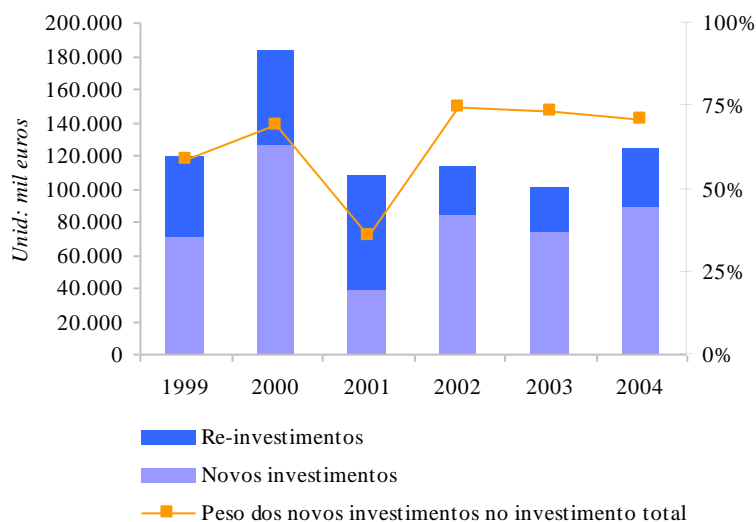
Gráfico 25 – Peso dos Novos Investimentos no Investimento Total



Fonte: APCRI 2004

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Gráfico 26 – Novos Investimentos VS Reinvestimentos

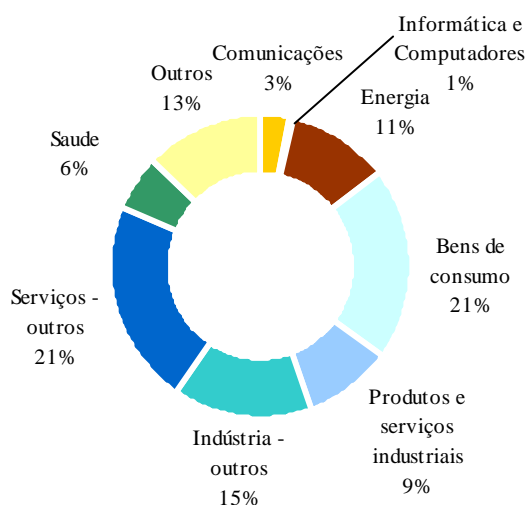


Fonte: ACPR 2004

A tendência do valor médio do investimento por empresa até 2004 tinha sido de queda. Durante o ano de 2004 este indicador teve um crescimento de 20% relativamente a 2003, passando de € 0,9 milhões para os €1,1 milhões.

Analisando o investimento por sectores de actividade, os mais beneficiados foram os serviços e os bens de consumo, ambos com 21% (Gráfico 27 e 28). A novidade é o sector da Saúde onde o investimento era praticamente nulo e em 2004 representou 6% do total.

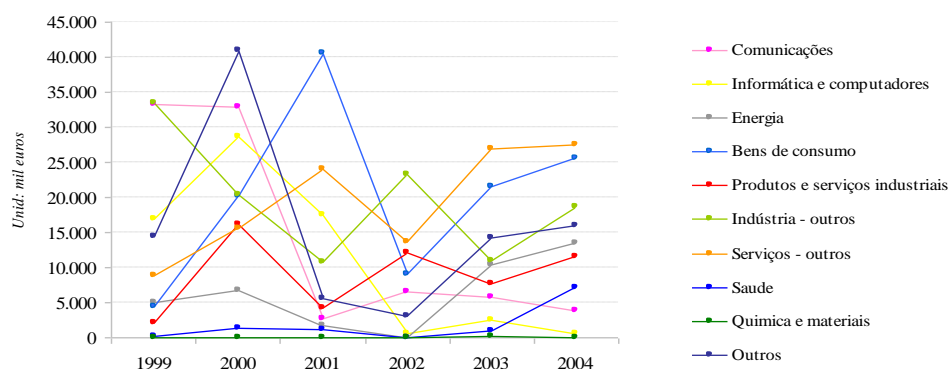
Gráfico 27 – Investimento por Sectores



Fonte: APCRI 2004

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Gráfico 28 – Evolução dos Investimentos por Sector

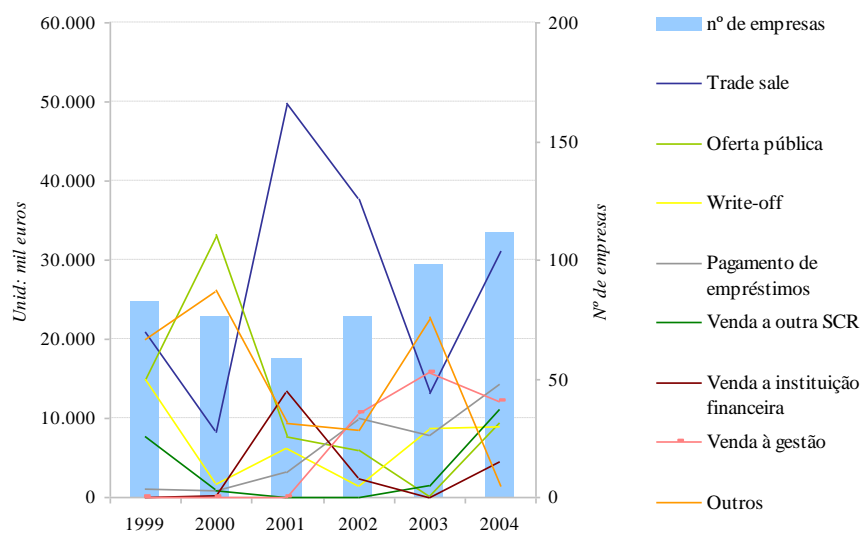


Fonte: APCRI 2004

Em contrapartida, o sector da informática e computadores foi bastante penalizado em 2004, sofrendo um decréscimo de 73%, tornando-se num sector sem representatividade no valor global dos investimentos.

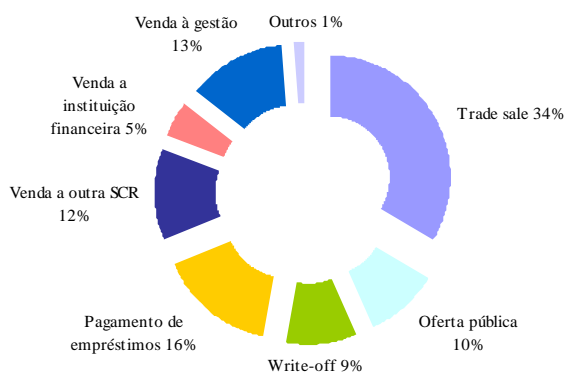
O valor total dos desinvestimentos cresceu 34%. A modalidade de saída mais utilizada continua a ser a venda a investidores pertencentes à mesma indústria ("trade sale"), apesar de se ter verificado uma diversificação das modalidades de saída (Gráfico 29 e 30). Depois de um ano com um montante reduzido, as ofertas públicas de aquisição voltaram a ter relevo na distribuição dos desinvestimentos (10%). Os "write-offs" (€8,8m) mantiveram um valor próximo de 2003. As transacções entre sociedades de capital de risco representam 12% dos desinvestimentos, depois de quatro anos sem valores significativos (2000 a 2003). As vendas à gestão têm um peso de 13% na totalidade dos desinvestimentos.

Gráfico 29 – Evolução dos Desinvestimentos



Fonte: APCRI 2004

Gráfico 30 – Tipos de Desinvestimentos



Fonte: APCRI 2004

6.3. Período de 2005

O ano de 2005 foi um ano de recordes.

A angariação de fundos por parte das empresas de capital de risco na Europa, apresentou um crescimento significativo, tendo o valor de 2005 duplicado em relação a 2004.

Dos € 60 mil milhões recolhidos, a maioria foi alocada em Buyouts.

Os fundos tiveram como origem principal, os bancos e os fundos de pensões, sendo esta uma situação que se tem mantido, estes conjuntamente aumentaram o seu peso em quase 58%.

No sector empresarial, verificou-se que o valor dos fundos captados foi o triplo face ao ano de 2004.

O valor de investimento em 2005, 43 mil milhões, representou um crescimento de 16,5%, face ao ano de 2004. Tendo este sido até esta data o ano em que se registou o maior valor anual.

Neste valor de investimento, continua-se a destacar a modalidade de buyouts, que apresentou um decréscimo relativo para os 66%, enquanto que os investimentos em fases iniciais representaram 26,5%.

Em termos de número de operações, a fase inicial representou 73% do total das operações, situação oposta à verificada no valor dos investimentos.

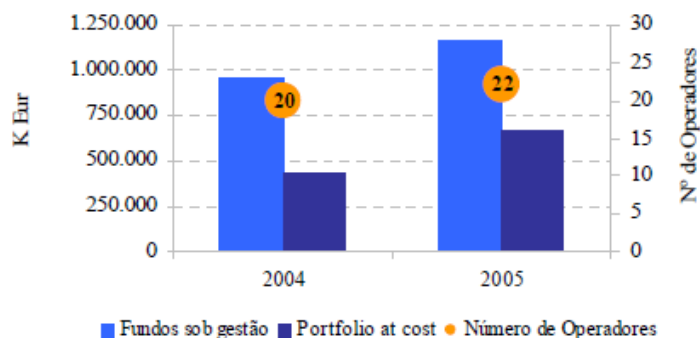
O valor do desinvestimento a preço de custo, representou também por si um novo recorde durante o ano de 2005. O valor de € 24 mil milhões deve-se em 25% à modalidade de trade sale e em 18% à venda a outras sociedades de capital de risco, notando-se um significativo decréscimo nos writte-offs e um número modesto de ofertas públicas.

Verificou-se também uma nova aposta, o investimento em mercados emergentes, China, Índia e Europa de Leste, e também em sectores como as energias alternativas, biotecnologia e tecnologia de informação.

Em Portugal, os indicadores mostraram uma evolução favorável desta actividade, assumindo cada vez mais um papel evidente na economia nacional.

Os fundos sob gestão cresceram 20% e superaram a barreira dos mil milhões de euros (1.158 M) e o “portfolio at cost” cresceu 55% relativamente ao ano de 2004 (Gráfico 31).

Gráfico 31 – Portfolio at cost



Fonte: APCRI 2005

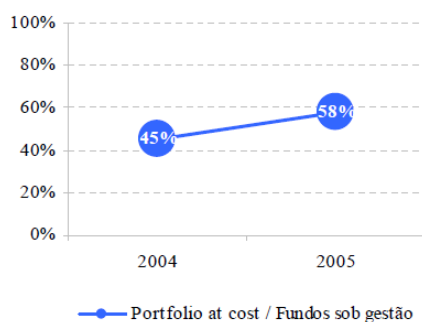
A existência de um crescimento superior do valor do portfolio at cost, relativamente aos fundos sob gestão, revela em 2005 uma redução dos fundos não aplicados.

Saliente também que durante o ano de 2005, ocorreu uma operação de buyout de € 100 milhões, que envolveu valores muito acima do mercado nacional e que influenciou positivamente estes indicadores, bem como o valor de investimento registado.

Durante o decorrer de 2005, foram criadas duas novas sociedades de capital de risco, passando então para 22 o número de sociedades existentes.

O valor médio dos fundos sob gestão foi de € 53 milhões, enquanto o valor médio do “portfolio at cost” foi de € 30 milhões (Gráfico 32).

Gráfico 32 – Portfolio at cost



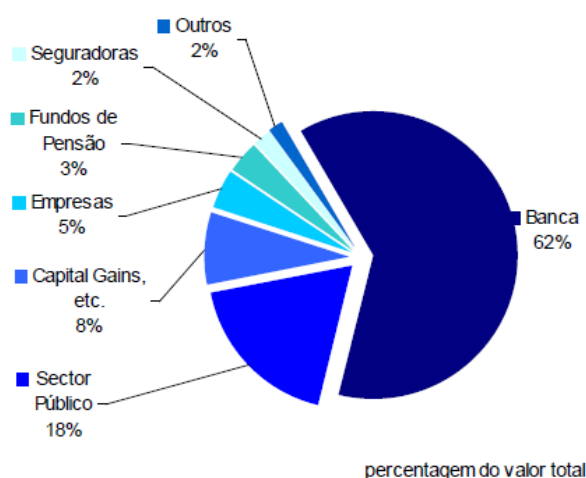
Fonte: APCRI 2005

A captação de fundos aumentou 35,4% em 2005, em comparação com 2004 e atingiu os € 298 milhões. O crescimento para mais do triplo do valor dos fundos angariados junto de

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

instituições do mesmo grupo, a par da queda em 47% dos fundos captados junto de entidades independentes, fez das contribuições dos grupos a principal origem dos fundos levantados. Os ganhos de capital passaram dos € 13 milhões em 2004 para € 24 milhões em 2005, fruto do elevado montante de vendas de participações, o desinvestimento cresceu cerca de 88%. A análise da origem dos fundos por tipo de instituição, revela que a banca e o sector público são, respectivamente, as que mais contribuíram para o total do levantamento de fundos (Gráfico 33).

Gráfico 33 – Origem dos fundos por tipo de instituição



Fonte. APCRI 2005

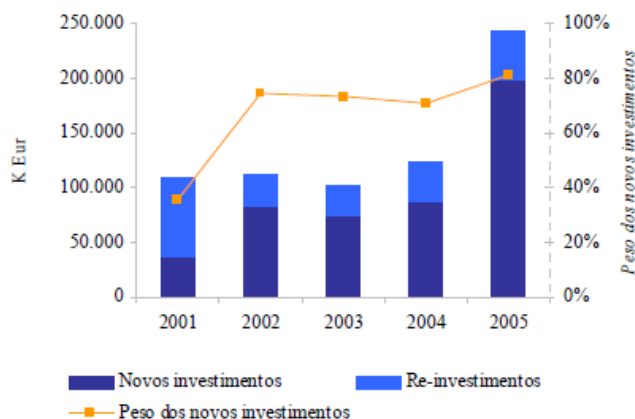
O valor do investimento alcançou os € 245 milhões e abrangeu 135 empresas, enquanto o desinvestimento em 90 participações financeiras atingiu os € 176 milhões.

Estes valores são os mais elevados desde 1989, resultando num saldo positivo do investimento face ao desinvestimento de € 69 milhões.

O peso dos novos investimentos no investimento total foi de 81%, um valor nunca antes alcançado (Gráfico 34).

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Gráfico 34 – Peso dos novos / Reinvestimentos

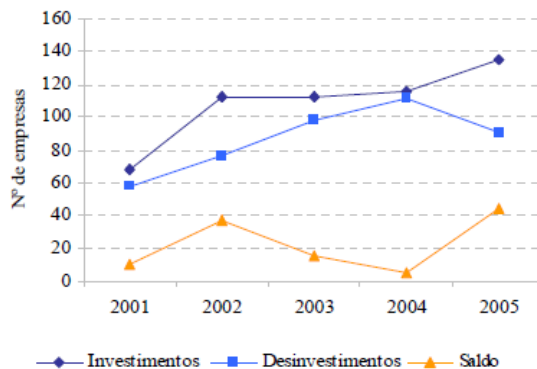


Fonte: APCRI 2005

Uma operação de buyout de dimensão elevada ocorrida em 2005 terá influenciado de modo significativo os valores relativos ao investimento.

Porém a evolução do número de empresas que beneficiaram de investimentos foi igualmente positiva (Gráfico 35).

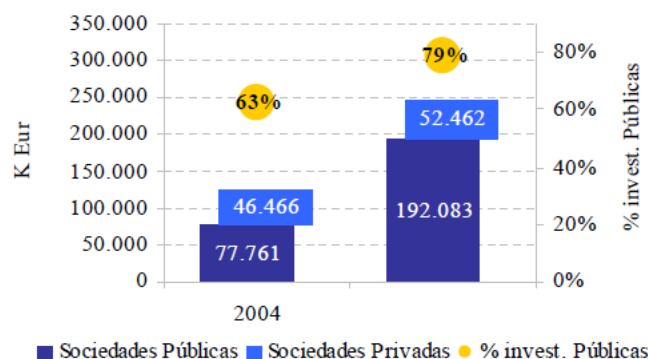
Gráfico 35 – Investimentos/Desinvestimentos



Fonte: APCRI 2005

A maioria dos investimentos continuou a ser efectuados por sociedades de capital público, 79%. O investimento por estas efectuadas cresceu 147%, contra apenas 13% das sociedades de capitais privados (Gráfico 36).

Gráfico 36 – Tipos de Investimento

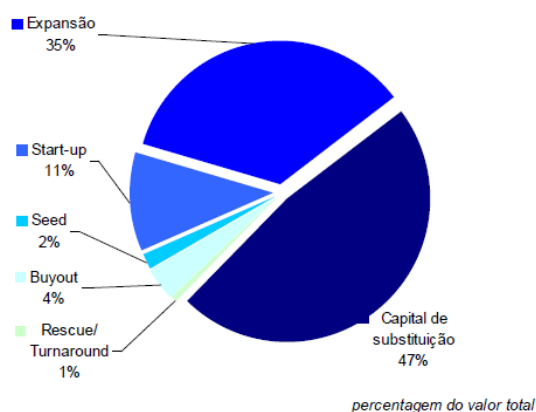


Fonte: APCRI 2005

Contrariando a tendência desde 2001, a fase de expansão não foi a que se registou maior investimento. Os investimentos de expansão diminuíram cerca de 4% relativamente ao máximo atingido em 2004.

A substituição de capital foi o contexto em que se realizou mais investimentos. Os € 116 milhões alcançados deveram-se essencialmente a uma grande aquisição. Em número de empresas visadas a fase de expansão perdeu também a sua predominância, neste caso para a fase de Start Up. Deve-se no entanto salientar o significativo aumento dos investimentos em projectos seed: 13 investimentos num valor global de cerca de € 4,3 milhões (Gráfico 37). Estes investimentos passaram de praticamente 0% para 2% do valor total dos investimentos.

Gráfico 37 – Fases de Investimento



Fonte: APCRI 2005

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

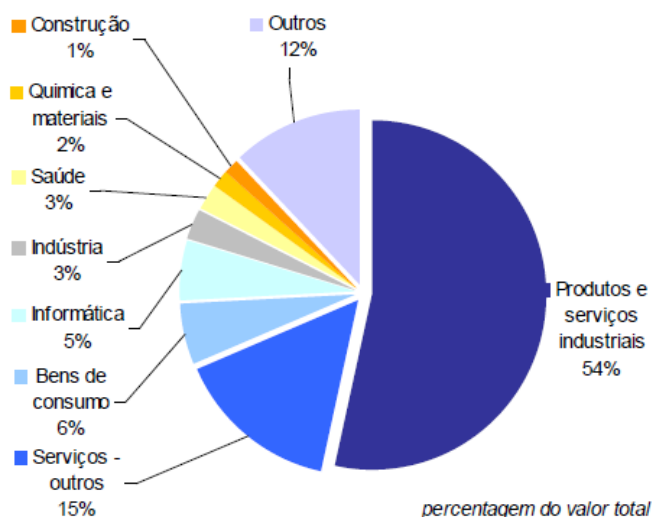
O sector de produtos e serviços industriais liderou o investimento sectorial com quase €131 milhões, representando mais de metade do investimento total.

Também aqui o maior negócio isolado nacional de capital de risco teve grande influência.

É importante também referir que mesmo excluído este referido negócio de € 100 milhões, este sector apresentaria um crescimento para quase o triplo em valor de mais 75% em número de empresas investidas.

Relativamente ao sector de outros serviços houve também um aumento de cerca de 35% em volume de negócio, continuando este a representar uma das maiores fatias do total. Importante também notar é o desempenho do sector de informática, que inclui alguns negócios de internet, e que viu o valor dos investimentos aumentar a sua quota de 1% para 5% do total das transacções (Gráfico 38).

Gráfico 38 – Distribuição do Investimento por Sector



Fonte: APCRI 2005

Os desinvestimentos em Portugal, seguindo a tendência europeia, também evidenciaram um recorde absoluto de volume de capital liberto, a preço de custo. A indústria nacional de capital de risco desinvestiu em 90 empresas no valor de € 176 milhões.

A modalidade de desinvestimento mais utilizada foi o reembolso de empréstimos ou de acções preferenciais em 40 empresas com o valor total de quase € 98 milhões contra os € 15 milhões em 2004 (Gráfico 39 e Gráfico 40).

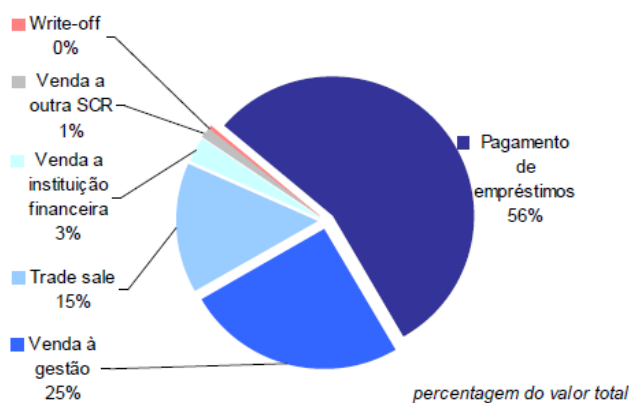
Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

A segunda modalidade mais utilizada foi a venda à gestão, por um valor de € 44 milhões, mais € 32 milhões que no ano anterior.

A venda a empresas do mesmo sector, trade sale, diminuiu em número de operações, - 46% e em valor -16%, tendo sido esta modalidade a terceira mais utilizada durante o ano de 2005.

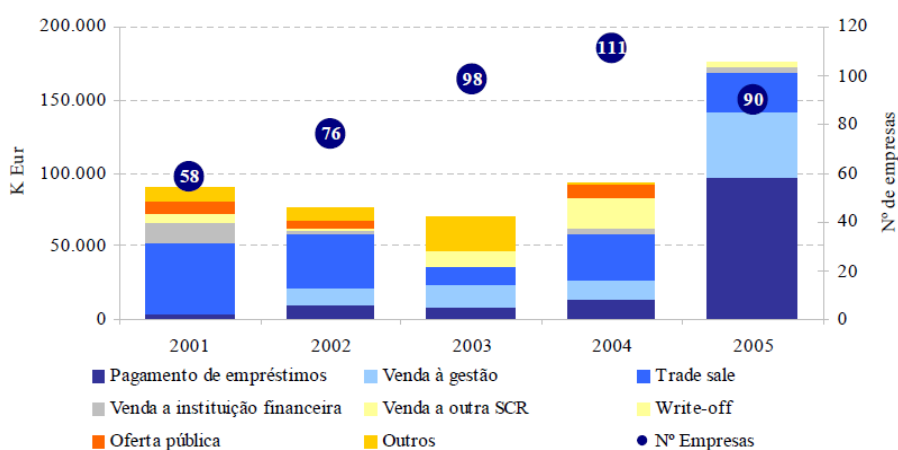
Relativamente ao ano anterior existiu também uma queda substancial dos write-offs e das transferências entre sociedades de capital de risco e não existiram quaisquer ofertas públicas.

Gráfico 39 – Desinvestimento por Modalidade



Fonte: APCRI 2005

Gráfico 40 – Desinvestimento por Modalidade



Fonte: APCRI 2005

6.4. Período de 2006

O ano de 2006 foi também, um ano de crescimento no sector.

Mantendo a tendência de 2005, este foi um ano onde as sociedades de capital de risco europeias estabeleceram um máximo para o montante de fundos angariados.

Apresentou um crescimento na ordem dos 25% face a 2005, em valor representa cerca de € 96 mil milhões.

Relativamente à origem dos fundos, é importante realçar que os fundos de pensão continuam a ser os maiores investidores (26% do total), enquanto os fundos de fundos aumentaram a sua contribuição para o dobro, face a 2005, representando agora 21% do total.

Cerca de € 71 mil milhões dos fundos foram recolhidos por fundos de byout enquanto os restantes, destinados a venture capital, representaram o maior valor levantado para estes fundos desde o máximo histórico do ano 2000.

O valor de investimento realizado, em 2006, por sociedades de capital de risco europeias ascendeu a € 50 mil milhões, dos quais 78% corresponderam a buyouts.

Em termos de número de operações, o investimento em venture capital, representou cerca de 73% do total de cerca de 8.500 operações de investimento.

O valor médio por investimento em buyouts foi em 2006, de € 17 milhões, o que demonstra a especial apetência das sociedades de investimento em PME's.

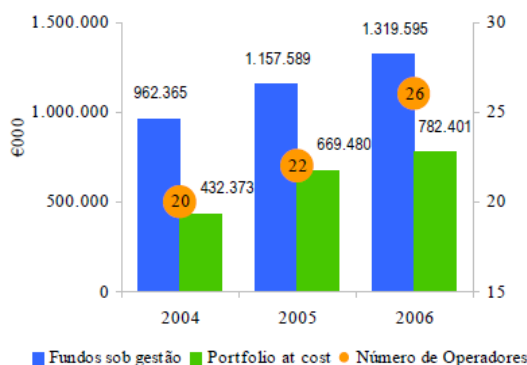
O montante, a preço de custo, dos desinvestimentos de private equity na Europa decresceu para € 22 mil milhões, uma quebra de 27%.

Após o ano de 2005 em que o capital de risco nacional atingiu os níveis máximos, a tendência em 2006 manteve-se positiva.

Foi o caso do volume de fundos sob gestão e do valor de custo dos portfolios das sociedades nacionais, que continuaram a crescer e voltaram a registar máximos históricos. As sociedades mantinham a gestão de cerca de € 1.3 mil milhões, com um total de € 782 milhões aplicados em investimentos (Gráfico 41).

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Gráfico 41 – Fundos sob gestão/Portfolio at Cost



Fonte: APCRI 2006

Em termos de fundos sob gestão, houve um crescimento de 14% face ao ano anterior, enquanto que em portfolio at cost, o aumento foi de 17%.

Apesar da percentagem de fundos aplicados (portfolio at cost/fundos sob gestão) ter crescido para 59%.

Constatou-se um aumento dos fundos sob gestão não aplicados, o que significa mais fundos disponíveis para investimento futuro.

Os fundos médios por sociedade foram cerca de €51 milhões, e o portfolio médio de mais de € 30 milhões.

A captação de fundos anual sofreu uma acentuada quebra, para o valor mais baixo desde 2004. Após dois anos de valores máximos neste indicador, o montante de fundos angariados sofreu uma queda de mais de 72% para cerca de € 81 milhões, face aos € 298 milhões de 2005.

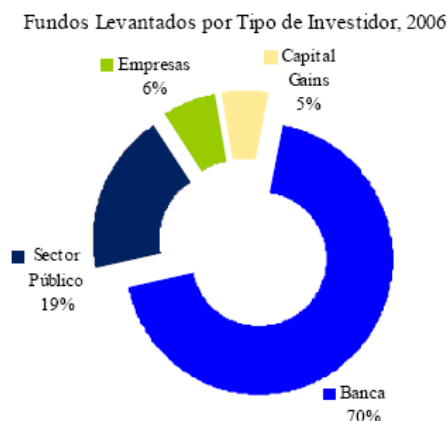
À imagem do que sucedeu no ano anterior, a maioria dos fundos foram levantados junto de instituições do mesmo grupo, representando esta parcela cerca de 81% do montante total.

Os ganhos de capital decresceram de € 24 milhões em 2005 para apenas € 4 milhões em 2006. Da mesma forma, os fundos levantados junto de outras instituições também sofreram uma quebra superior a 80% (Gráfico 42).

Em termos de investidores em fundos de capital de risco, o grupo que mais investiu foi a banca, 70%, seguido do sector público, 19%.

O decréscimo nestes valores foi geral a todos os tipos de investimento.

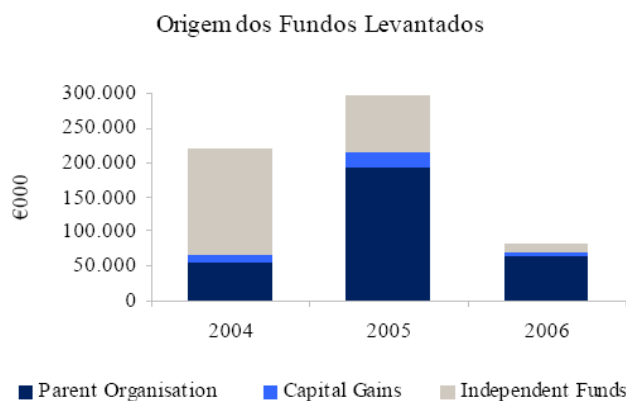
Gráfico 42 – Fundos levantados por tipo de investidor



Fonte: APCRI 2006

Considerando o levantamento de fundos pelo tipo de sociedade (Gráfico 43), verificou-se, ao contrário do que se tinha registado no passado, que as sociedades públicas foram responsáveis por apenas 25% dos fundos levantados, quando em 2004 haviam levantado 61% do total. Em termos geográficos, apenas 6% dos fundos angariados vieram de fora de Portugal.

Gráfico 43 – Origem dos fundos captados



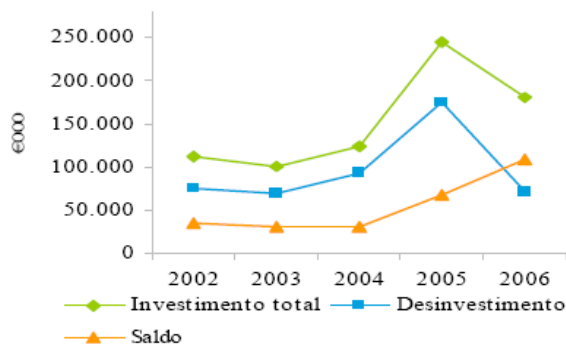
Fonte: APCRI 2006

Após um 2005 extraordinário, em termos de investimento e desinvestimento, o ano de 2006 registou um volume destas operações foi menor. O total dos montantes de investimento, por sociedades nacionais de capital de risco, manteve-se acima dos valores registados em 2005 (Gráfico 44). O montante total de € 180 M, em 2006, foi superior em 45% ao verificado em 2004.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Já tendência contrária registou-se no número de empresas alvo de investimento. Em 2006 este número aumentou para 143, mais 8 do que o registado no ano anterior.

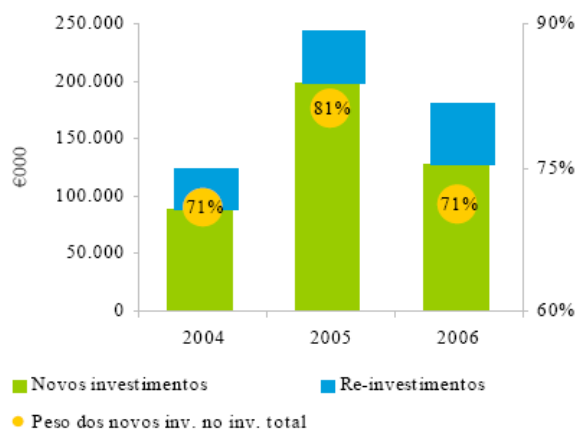
Gráfico 44 – Investimento Total



Fonte: APCRI 2006

Em 2005, verificou-se uma tendência das sociedades de capital de risco, em saírem dos seus investimento, com cerca de € 176M, em desinvestimentos a preço de custos, em 2006, este indicador esteve próximo do mínimo dos últimos anos com cerca de € 71M. Ainda relativamente aos investimentos (Gráfico 45), verificou-se que o peso dos novos investimentos, 71%, se manteve em níveis de 2004 apesar de decrescer relativamente a 2005.

Gráfico 45 – Novos Investimentos

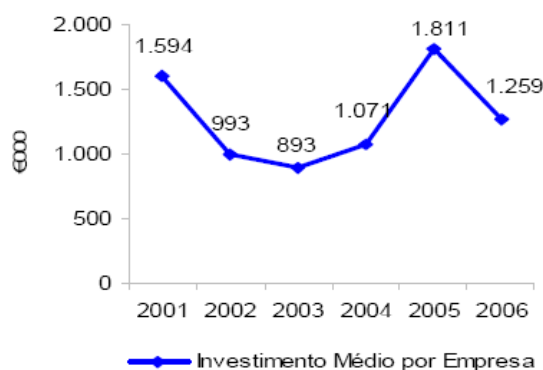


Fonte: APCRI 2006

O mesmo aconteceu com o valor médio de investimento por empresa – alvo, que se situou nos € 1.259K (Gráfico 46).

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

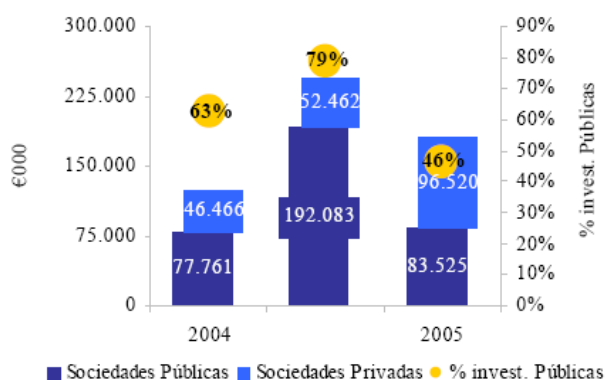
Gráfico 46 – Investimento Médio por Empresas



Fonte: APCRI 2006

Salienta-se que durante o ano de 2005, existiu um investimento de cerca de € 100M, influenciando todos os indicadores, dificultando assim a comparação com 2006. Do total do investimento realizado em 2006, pode-se referir que pelo menos 16% do total do investimento que foi realizado foi fora de Portugal. Verificou-se também que os fundos levantados, também em investimento as sociedades privadas ultrapassaram as públicas. As sociedade públicas foram responsáveis por apenas 46% do investimento, contrariando a tendência de maioria que se vinha verificando (Gráfico 47).

Gráfico 47 – Tipo de Investimento



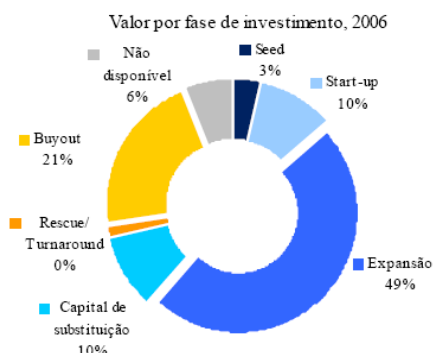
Fonte: APCRI 2006

As empresas em fase de expansão foram as que mais capital amealhara. Correspondendo a 49% dos € 180M de investimento, seguindo-se a modalidade de buyout. Esta última foi das

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

poucas modalidades de investimento em que o volume de capitais aplicados aumentou relativamente a 2005. Também a fase de seed, que viu o montante de investimento aumentar (Gráfico 48).

Gráfico 48 – Valor por Fase de Investimento



Fonte: APCRI 2006

Importa analisar também o número de empresas visadas. A maioria das empresas em que se investiu, 40%, fora empresas em fase start up, sendo que o capital investido nestas corresponde apenas a 10% do volume de investimento.

Deve-se ao facto de as sociedades investirem em média menos em cada empresa start up, sendo que os valores médios mais elevados correspondem em 1º lugar a buyouts em 2º lugar a empresas de expansão.

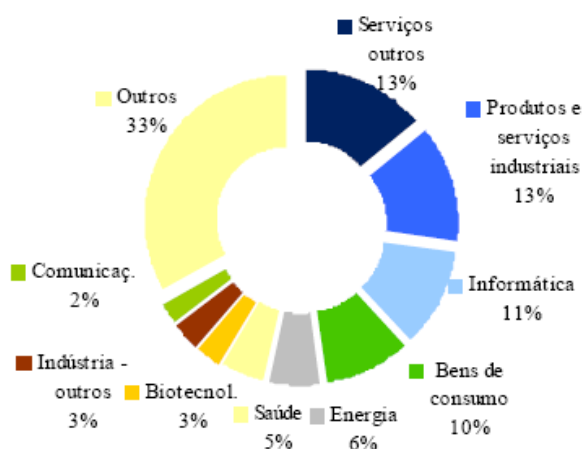
Os sectores de actividade que experimentaram, maiores entradas de capital de risco foram (Gráfico 49 e Gráfico 50):

- Serviços gerais
- Produtos e serviços industriais
- Informática e computadores
- Bens de consumo e energia

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Gráfico 49 – Investimento por Sector

Investimento (em valor) por sector, 2006

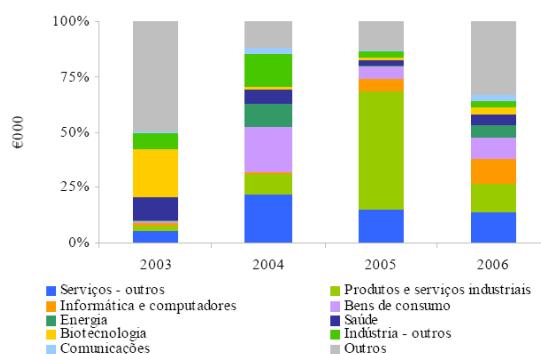


Fonte: APCRI 2006

É de salientar o aumento em empresas no sector da informática e computadores, este ultrapassou o valor que havia sido investido em 2001, neste mesmo sector.

Ainda assim, é importante realçar que o sector da energia registou entradas 6 vezes superior ao investimento do ano anterior. O sector das comunicações voltou a crescer, depois da queda ocorrida em 2005.

Gráfico 50 – Investimento por Sector



Fonte: APCRI 2006

A queda do montante de desinvestimentos a preço de custo para € 71m, menos 60% face ao ano anterior, deveu-se ao facto de as operações nas 84 empresas, terem apresentado valores médios mais reduzidos. Esta tendência de quebra foi partilhada, com o resto da Europa, onde o desinvestimento também decresceu.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Apesar de terem sido 28 as empresas que pagaram empréstimos a sociedades de capital de risco, o montante a custo, de € 12M envolvido nestas operações ficou ainda longe dos € 29M, relativo a 25 empresas compradas pela gestão buyback e dos € 24M desinvestidos em 19 empresas através de trade sale.

Manteve-se a tendência do ano anterior, ou seja, não se registaram ofertas públicas.

Gráfico 51 – Desinvestimento por Modalidade



Fonte: APCRI 2006

6.5. Período de 2007

Em 2007, o sector de capital de risco, registou um abrandamento da actividade face a 2006, com montantes anuais de investimentos de € 68 mil milhões e levantamento de fundos de € 74 mil milhões.

Os buyouts e as Sales to another PE houses foram, respectivamente, as principais modalidades de investimento e desinvestimento.

O montante investido na fase buyout cresceu face a 2006, destacando-se as categorias de large buyouts e mid-market buyouts.

O valor investido na fase de early stage reduziu-se significativamente na Europa.

O investimento total em valor ascendeu a € 68 mil milhões, o que corresponde a uma diminuição na ordem dos 4% relativamente a 2006. Em relação ao número de investimentos, registou-se um decréscimo na ordem dos 40%, o que correspondeu a um número de operações, próximo dos 6 mil milhões.

Registou-se a tendência de domínio das operações buyout sobre os investimentos venture capital. As operações de buyout representaram 77% do total de investimento.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Destacaram-se as operações de buyout no que concerne às large buyouts que registaram um crescimento de 103% face ao ano anterior.

Contrariamente à tendência dos últimos quatro anos, o investimento em fases iniciais, venture capital, apresentou, uma diminuição de cerca de 33%, para os € 11.6 mil milhões.

No que diz respeito à categoria de venture capital, as fases de early stage e expansion registaram os maiores decréscimos face a 2006, 61% e 16% respectivamente.

O sector dos bens de consumo apresentou-se como o mais dinâmico, seguindo os sectores de produtos industriais, serviços industriais e das comunicações.

Os € 9.2 mil milhões investidos no sector dos bens de consumo representaram no entanto um decréscimo face ao ano anterior de 14%.

O sector dos produtos industriais registou € 9.1 mil milhões de investimento, o que correspondeu a um decréscimo de 20% face a 2006.

O sector dos serviços industriais arrecadou cerca de € 8.5 mil milhões, o que equivaleu a um decréscimo de 22% face ao ano anterior.

A angariação de fundos registou valores idênticos a 2005, com € 74.3 mil milhões de fundos captados, o que representou um decréscimo de 34% face a 2006.

Os valores dos fundos captados, 87%, foram captados por fundos buyout. Cerca de € 64.7 mil milhões.

Os fundos para investimento em fases iniciais, venture capital, captaram € 9.6 mil milhões, registando-se uma redução de 49% face a 2006.

Os fundos de pensões foram os maiores investidores em fundos de capital de risco na Europa, com cerca de € 18.8 mil milhões, correspondendo a 25% do total.

Já a Banca investiu € 12.1 mil milhões, equivalente a 16%.

Os fundos de fundos angariaram cerca de € 9.9 mil milhões ou seja, 13% do total.

O desinvestimento acompanhou a evolução verificada nos restantes fluxos, registando uma quebra de 30%.

O desinvestimento ficou-se pelos € 23.3 mil milhões, perante os € 33 mil milhões em 2006.

Nas operações de venture capital, as vendas a empresas do sector, trade sale, representaram a principal modalidade de desinvestimento, com € 1.4 mil milhões. Nas operações de buyout, a categoria de venda a outra sociedade de capital de risco apresentou a maior modalidade de desinvestimento, com cerca de € 6.2 mil milhões.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

O volume de desinvestimento na categoria buyout foi dominado pelos sectores de produtos industriais, seguida dos bens de consumo. Já na categoria de venture capital, os sectores de ciências da vida e de informática e computadores destacaram-se.

Portugal obteve resultados favoráveis face à tendência de abrandamento da actividade na Europa.

Os fundos angariados para investimento, € 460 milhões, excederam todos os valores anuais históricos.

Os investimentos das sociedades de capital de risco portuguesas somaram, €169 milhões, dos quais € 120 milhões corresponderam ao 1º semestre do ano. O valor de investimento registou uma diminuição de 6% face a 2006.

As buyouts totalizaram 56% do total do investimento, o que equivale a um aumento de 143% face ao ano anterior. A fase de expansão, correspondente a 18% do investimento total, registou um decréscimo de 65% no valor de investimentos face ao ano anterior.

Ao contrário do que se registou na Europa, os investimentos na fase star-up aumentaram significativamente.

O valor dos desinvestimentos, € 86 milhões, registou um crescimento de 22% face a 2006. Trade sale foi a modalidade de saída que movimentou um maior volume de capital.

A captação de fundos ascendeu a um total de € 460 Mil milhões. Este valor estabeleceu um recorde na captação de fundos em Portugal.

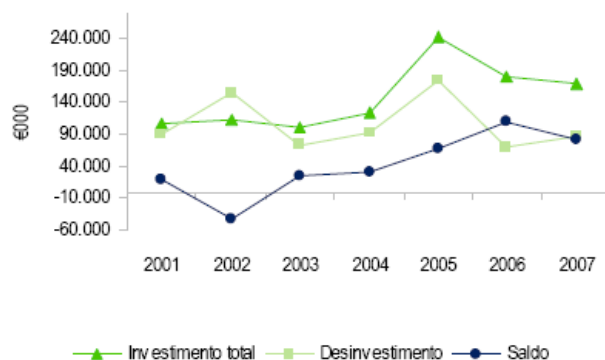
O volume levantado por parte de fundos independentes, € 442 mil milhões, destacou-se face às restantes categorias de levantamento de fundos, quer por via de fundos pertencentes a grandes instituições financeiras, quer por via de ganhos de capital realizados.

O investimento registado correspondeu a um decréscimo de 6% face a 2006.

O saldo líquido de investimento manteve-se positivo (Gráfico 52), apesar de ter registado uma queda face a 2006. A variação negativa deste saldo foi explicada pelo aumento do desinvestimento, e reforçada pela queda do investimento, de 2006 para 2007.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

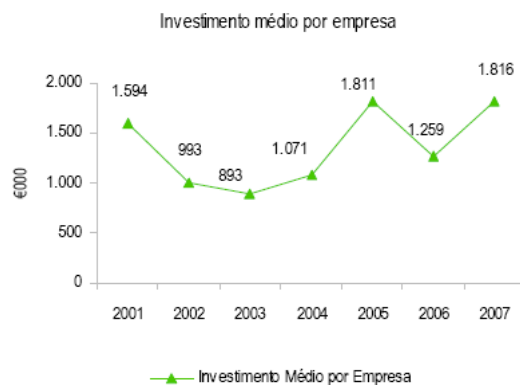
Gráfico 52 – Saldo Líquido de Investimento



Fonte: APCRI 2007

O investimento médio por empresa, foi cerca de € 1.816K, registando-se um aumento face ao ano anterior, justificando-se pelo menor número de empresas, que foi alvo de investimento, em 2006 foram alvo de investimento cerca de 143 empresas.

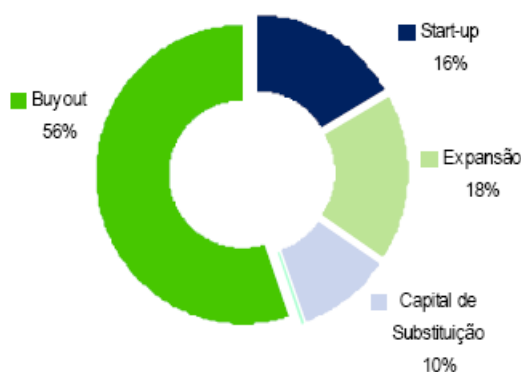
Gráfico 53 – Investimento Médio por Empresa



Fonte: APCRI 2007

Quanto à fase de aplicação dos investimentos (Gráfico 54), o buyout destacou-se com 56% do total de investimento, o que equivaleu a um crescimento de 143% face ao ano de 2006. Destacou-se também a fase de start up, registando um crescimento de 54% face a 2006, representando 16% do total de investimento. Contrariamente à tendência seguida dos últimos anos, a fase de expansão registou de decréscimo de 65%, sendo também responsável por 18% dos investimentos.

Gráfico 54 – Distribuição do Investimento por Fase

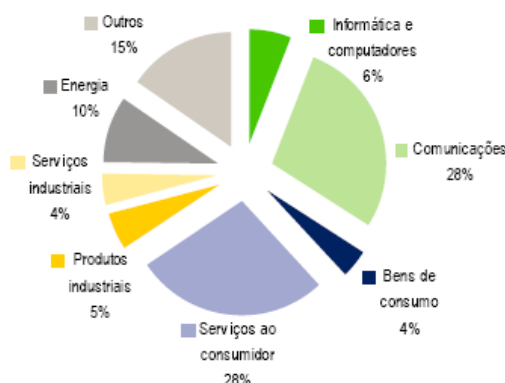


Fonte: APCRI 2007

Os projectos em fase de concepção, seed, apenas foram alvo de investimento durante 2007, no valor de € 220K, contrariando a tendência de aumento de valor dos últimos anos. O investimento em capital de substituição registou valores idênticos, aos verificados em 2006. O maior número de operações de investimento ocorreu nas fases start up e de expansão, 48 e 25, respectivamente. O investimento médio foi, menor nestas últimas e maior nas operações de buyout. O sector das comunicações foi alvo de 28.4% do montante total de investimento. Perfazendo € 48 mil milhões, sendo um valor muito superior, ao registado em 2006, € 4 mil milhões. Este sector apresentou este nível de investimento em apenas 7 operações. Os sectores dos serviços ao consumidor e energia destacaram-se ao registar excelentes níveis de crescimento.

No sector da energia, foram investidos € 16 mil milhões, face a apenas € 10.4 mil milhões em 2006. Este sector representou 10% do investimento total em apenas 5 operações. Pelo contrário o sector de serviços ao consumidor representou 28% do total de investimento, repartido por 23 operações (Gráfico 55).

Gráfico 55 – Distribuição do Investimento por Sector



Fonte: APCRI 2007

Os sectores com os investimentos médios por operação, mais elevados, foram respectivamente, comunicações, transportes e energia.

O capital liberto resultante de saídas de investimento foi de € 86 mil milhões, um valor superior aos € 71 mil milhões, verificados em 2006, equivalendo a um crescimento de 22%. A modalidade que registou valores mais elevados foi trade Sales, € 64 mil milhões. Esta modalidade representou cerca de 74% do capital liberto e teve um crescimento de 171% face aos € 24 mil milhões verificados em 2006 (Gráfico 56).

Gráfico 56 – Desinvestimento por Categoria



Fonte: APCRI 2007

A segunda e terceira modalidades com maior importância no desinvestimento fora, a venda à gestão, management buyout, e a venda a outra sociedade de capital de risco, com 10% e 8% do total, o que equivale a cerca de € 9 mil milhões e € 6.5 mil milhões de capital liberto.

De salientar que tal como nos últimos dois anos, não existiu nenhuma oferta pública. Em 2007, foram alvo de desinvestimento 48 empresas, ou seja, menos 36 do que em 2006. O maior valor médio de desinvestimento ocorreu nas trade Sales e nas vendas a outras sociedades de capital de risco.

6.6. Período de 2008

Durante o ano de 2008, o sector de capital de risco mantém a tendência de abrandamento de actividade, também já registada durante o ano de 2007, com montantes anuais estimados de investimento de € 59 mil milhões e de levantamento de fundos de € 69 mil milhões.

Os buyouts constituíram as principais modalidades de investimento e desinvestimento durante o ano de 2008. Registou-se que o montante investido na fase de buyout decresceu consideravelmente em 2008 face a 2007, destacando-se pela negativa as categorias de mega buyouts e large buyouts. Saliente-se que a redução de investimento é transversal a todos os escalões de buyouts. O valor investido por via dos aumentos de capital registou um crescimento significativo na Europa em 2008, em detrimento da categoria de substituição de capitais.

Portugal obteve resultados favoráveis em termos de montantes investidos, face à tendência de abrandamento da actividade registada na Europa.

Foram angariados € 15 milhões de fundos de investimento, o que representou uma queda significativa face a 2007, reflectindo também enormes dificuldades em obter financiamento no contexto da crise financeira vivida.

Contudo, os investimentos das sociedades de capital de risco portuguesas foram de € 396 milhões, o que representa um crescimento de 134% face a 2007 (€ 277 milhões), muito significativo tendo em conta o abrandamento vivido na Europa.

As management buyouts totalizaram 72% do total do investimento, o que equivaleu a um aumento líquido de € 189 milhões face ao ano anterior, na ordem dos 204 %. As restantes categorias de investimento, particularmente nas fases de start-up e expansão, apresentaram crescimentos anuais de 104% e 34% respectivamente.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

O valor dos desinvestimentos (€ 135 milhões) registou um aumento de 57% face a 2007. Trade Sale continuou a ser a modalidade de saída que movimentou maior volume de capital, com € 96 milhões desinvestidos.

De acordo com as estatísticas preliminares publicadas pela EVCA para o ano de 2008, o investimento total em valor ascendeu a €59 mil milhões, o que corresponde a uma diminuição na ordem dos 20% relativamente a 2007. Em termos de número de empresas financiadas, registou-se um decréscimo na ordem dos 12% (equivalente a 614 entidades), o que corresponde a uma redução no montante de operações, em 2008, próximo dos 15 mil milhões. Manteve-se a tendência de domínio das operações buyout sobre os investimentos venture capital em 2008. As operações de buyout representaram 65% do total de investimento. Nas operações de buyouts, a redução de investimento face a 2007 foi transversal a todos os níveis (mega buyouts, large buyouts, mid-market buyouts e small buyouts), destacando-se pela negativa as operações com maior dimensão (mega e large buyouts). Contrariamente à tendência observada nas operações de buyouts, o investimento em fases iniciais (venture capital) apresentou, em 2008, níveis idênticos aos apresentados no ano transacto, na ordem dos €8 mil milhões. No que diz respeito às categorias de venture capital, a fase de early stage registou um crescimento face a 2007 de 13%, fixando-se nos €2,7 mil milhões em 2008.

O sector dos bens e produtos industriais apresentou-se como o mais dinâmico, seguido dos sectores de bens de consumo e retalho, comunicações e dos serviços de gestão e industriais, apesar da tendência generalizada de redução. Os €9,8 mil milhões investidos no sector dos bens e produtos industriais representam uma redução de 4,5% face a 2007. O sector dos bens de consumo e retalho registou €8 mil milhões de investimento, o que corresponde a uma redução de 14,6% face a 2007. O sector das comunicações obteve cerca de €6,5 mil milhões investidos em 2008, o que equivale a uma redução de 25% face a 2007. De notar a redução acentuada observada na categoria de serviços industriais e de gestão em 40% e o crescimento considerável registado nos sectores da energia e ambiente na ordem dos 50%.

Os Fundos captados registaram um abrandamento em 2008, mantendo a tendência negativa de 2007.

A angariação de fundos em 2008 registou valores idênticos a 2005, com €69 mil milhões de fundos captados estimados, o que representa um decréscimo de 15% face ao ano anterior. Do valor total de fundos captados, 65% foram captados por fundos de buyout, cerca de €45 mil

milhões. Os fundos para investimento em fases iniciais (venture capital) captaram, €4 mil milhões, em linha com o observado em 2007.

O desinvestimento acompanha a evolução verificada dos restantes fluxos, com uma queda de cerca de 50%. O desinvestimento em 2008 ficou-se pelos €13 mil milhões, perante os €26 mil milhões de 2007.

Nas operações de venture capital, as vendas a empresas do sector (trade sale) representaram a principal modalidade de desinvestimento, com €1000 milhões. Do mesmo modo, nas operações de buyout, a categoria de trade sale apresentou a maior modalidade de desinvestimento, com cerca de €4 mil milhões. O volume de desinvestimento na categoria buyout foi dominado pelos sectores de bens e produtos industriais seguida dos bens de consumo e retalho. Na categoria de venture capital, os sectores de informática e ciências da vida destacaram-se.

Durante o ano de 2008, a captação de fundos reduziu-se para um montante de €15 milhões. Este valor estabelece um mínimo na captação de fundos em Portugal, após um ano de 2007 excepcional (€452 milhões de fundos levantados) influenciado por levantamentos muito avultados feitos por duas sociedades.

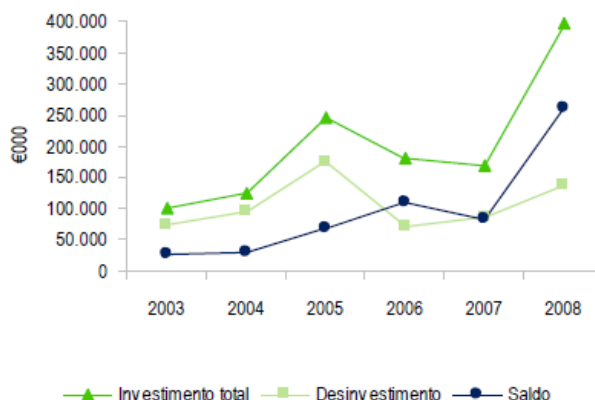
O volume levantado foi essencialmente angariado por fundos independentes. As restantes categorias de levantamento de fundos, quer por via de fundos pertencentes a grandes instituições financeiras (captive vehicles), quer por via de ganhos de capital realizados, apresentaram montantes excepcionalmente reduzidos.

O investimento registado durante o ano de 2008, € 396 milhões, corresponde a um crescimento de 134% face ao ano de 2007.

O saldo líquido de investimento apresenta uma variação positiva face a 2007. A variação positiva deste saldo é explicada sobretudo pelo aumento considerável do investimento, apesar de se ter registado um crescimento do desinvestimento (Gráfico 57).

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

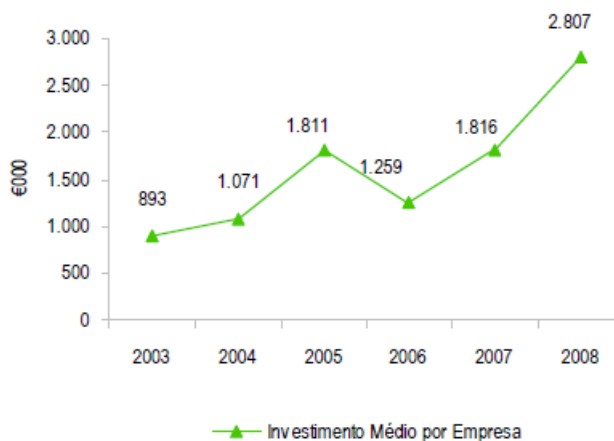
Gráfico 57 – Investimento Total / Desinvestimento



Fonte: APCRI/EVCA 2008

O investimento médio por empresa, cerca de €2.807 mil, aumentou face ao ano de 2007, justificado por um aumento considerável do investimento que compensou um maior número de empresas alvo de investimento (141). Em 2007, as empresas alvo de investimento tinham sido 93 (Gráfico 58).

Gráfico 58 – Investimento Médio por Empresa



Fonte: APCRI/EVCA 2008

Buyouts representam 72% do investimento, start-up e expansão 24%.

Quanto à fase de aplicação dos investimentos, no ano de 2008, o buyout esteve em destaque com 72% do total do investimento, o que equivale a um crescimento de 204% face ao ano de 2007, em sentido contrário à tendência europeia. Do mesmo modo, em evidência pela positiva encontram-se os investimentos nas fases de start-up e expansão que apresentaram

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

crescimentos anuais de 104% (aumento líquido de €29 milhões) e 34% (aumento líquido de €10 milhões) face a 2007, respectivamente, e que representam conjuntamente 24% do total do investimento do período (Gráfico 59). De destacar o montante de investimento na fase de start-up (€57 milhões) que apresentou em 2008 montantes superiores aos observados em qualquer ano desde 1997, sobretudo no contexto actual de recessão económica.

Gráfico 59 – Distribuição do Investimento por Fase



Fonte: APCRI/EVCA 2008

Os projectos em fase de concepção (seed) não se verificaram durante o ano de 2008, contrariando a tendência dos últimos anos.

O investimento em capital de substituição manteve em 2008 a tendência observada nos últimos três anos, com montantes investidos de €17 milhões.

O maior número de sociedades envolvidas em investimentos verificou-se nas fases de start-up, 102, em linha com o observado nos últimos anos. O número de sociedades alvo de investimento na fase de buyout foi de 22, consideravelmente superior ao observado nos últimos anos (12 em 2006 e 11 em 2007). O investimento médio verificado em 2008 foi, naturalmente, impulsionado por um aumento no número de operações de buyout face ao ano anterior, tradicionalmente com maior volume.

O sector das energias foi alvo de 52% do montante total de investimento em 2008, perfazendo €204 milhões, sendo um valor muito superior ao registado em 2007, €16 milhões. Este sector apresentou este nível de investimento em 27 operações, o que corresponde a uma média considerável de €7,5 milhões por operação. Os sectores de produtos e serviços de natureza industrial (20% do total) também se destacaram ao registar excelentes níveis de crescimento em 2008, relativamente a 2007.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

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. Os sectores com maior volume médio de operações foram, naturalmente, as energias e os produtos e serviços industriais (Gráfico 60).

Gráfico 60 – Distribuição do Investimento por Sector

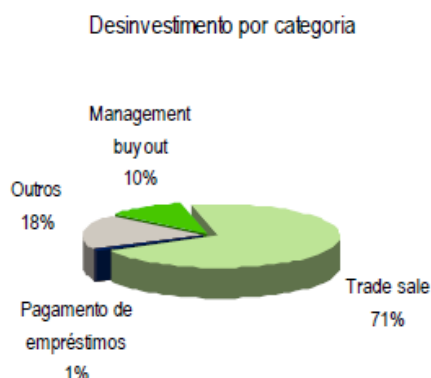


Fonte: APCRI/EVCA 2008

No ano de 2008, o capital liberto resultante de saídas de investimentos foi de €135 milhões, um valor consideravelmente superior aos €86 milhões registados em 2007, o que equivale a um aumento de 57%, em sentido contrário à tendência europeia.

Nesta rubrica, a modalidade que registou valores mais elevados foi trade sale (€96 milhões). Esta modalidade representou cerca de 71% do capital liberto tendo apresentado um crescimento de 50% face aos €64 milhões verificados no ano anterior (Gráfico 61).

Gráfico 61 – Desinvestimento por Categoria



Fonte: APCRI/EVCA 2008

A segunda e terceira modalidade com maior importância no desinvestimento foram, respectivamente, a venda à gestão (Management buyout) e o desinvestimento por via de silent partnerships (rubrica “outros”), com 10% e 7% do total, o que equivale a cerca de €13,9 milhões e €10 milhões de capital liberto.

De salientar que durante o ano de 2008 não se verificou qualquer desinvestimento sob a forma de abatimento de dívida (write-off), venda a outra sociedade de capital de risco ou oferta pública.

Durante o ano de 2008, foram alvo de desinvestimento 59 empresas, ou seja, mais 11 do que em 2007, contrariando a tendência de redução observada desde 2003. O valor médio de desinvestimento aumentou em 2008 face a 2007, de €1.802 mil para €2.296 mil por operação.

7. “Business Angels”

Não ficaria completa esta breve descrição do fenómeno do capital de risco sem alguns parágrafos sobre os business angels, ou investidores informais. O que são, o que fazem e quem são os business angels?

O estudo mais aprofundado que a literatura publicada nos oferece sobre este assunto foi publicado por Osnabrugge (1998) e analisa 141 business angels. Define business angels como investidores informais que preenchem uma lacuna existente no mercado. Essa lacuna resulta das jovens empresas, ou os projectos de novas empresas, sentirem muitas vezes dificuldade em obter capital junto da banca por serem vistas como empresas de risco e, por outro lado, por também não conseguirem ser financiadas por capital de risco porque para esta indústria são demasiado pequenas. Existe, por conseguinte, uma lacuna no financiamento dos capitais próprios, ou equity gap, e é aqui que entram os business angels.

O potencial do mercado do capital de risco informal é enorme e actualmente já fornecem muito mais capital de risco do que a indústria formal, sendo que, nos E.U.A., financiam trinta ou quarenta vezes mais empresas do que a indústria formal. Investem 10-20 biliões de dólares por ano em 30.000 negócios, enquanto a indústria de capital de risco “formal” investe 3-4 biliões de dólares em 3.000 negócios. Já no Reino Unido, os “business angels” investem 2 biliões de libras por ano contra apenas 1 bilião de libras por ano da indústria “formal”. Conclui ainda, este estudo, que os “business angels” têm três vezes mais capital disponível do que investido e não investem mais por falta de oportunidades. No entanto, concluiu também que é o envolvimento nos negócios e a partilha de know-how que os torna especialmente importantes.

No mesmo sentido concluiu Bygrave (2004) que analisou os dados do Global Entrepreneurship Monitor de 2003 e verificou que só uma muito pequena parte dos empreendedores lançam as suas empresas com apoio do capital de risco formal (menos de 0,1%). A maioria é financiada por capitais informais e, destes, a grande maioria não recorre a “business angels” profissionais, antes se socorre de familiares, amigos e das próprias poupanças.

Um outro trabalho (Freear, Sohl e Wetzels, Jr, 1994) estudou os business angels (potenciais e actuais) para procurar perfilar as suas características. Neste perfil, o investidor informal é

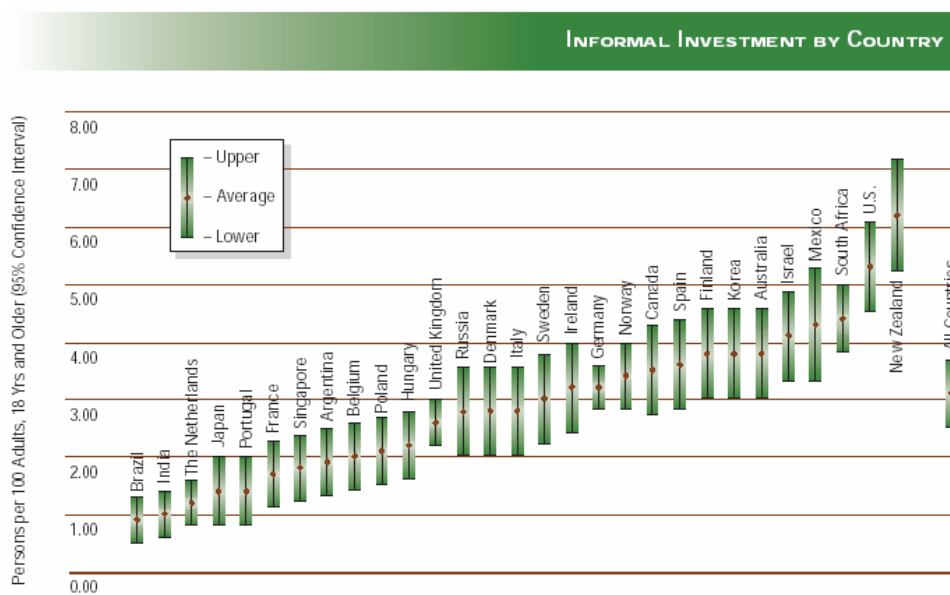
Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

caracterizado como sendo homem, licenciado, de meia-idade (45-50 anos), com experiência de negócios e fundos substanciais. A maioria tem experiência como donos ou gestores de negócios. Este último aspecto é corroborado por Wright, Westhead e Sohl (1998) que concluíram serem os empreendedores que venderam a sua empresa, grandes candidatos a tornarem-se “business angels”.

Finalmente, Steier e Greenwood (2000) fazem um estudo de casos longitudinais de criação duma empresa nova apoiada por uma rede de “business angels” e aplicam a teoria do capital social (não financeiro) e a teoria dos “structural holes”, concluindo que uma rede eficaz pode ser a diferença entre a sobrevivência e a morte duma nova empresa, pelo que ao “business angel” pode ser atribuída uma importância muito superior à de simples fornecedor de fundos, porque, com a sua própria rede social, ajuda a preencher as lacunas da rede do empreendedor.

Em Portugal, a actividade dos investidores informais atinge níveis muito baixos em relação ao resto da Europa (Gráfico 62). De facto apenas 1,4% da população adulta investe em novas empresas, valor que, na Europa, apenas é mais elevado que o registado na Holanda (Reynolds et al, 2001). De facto, em comparação com os restantes países participantes no GEM 2001, Portugal regista o 5º mais baixo valor de investimento de capital de risco informal.

Gráfico 62 – Investimento de Capital de Risco Informal por País

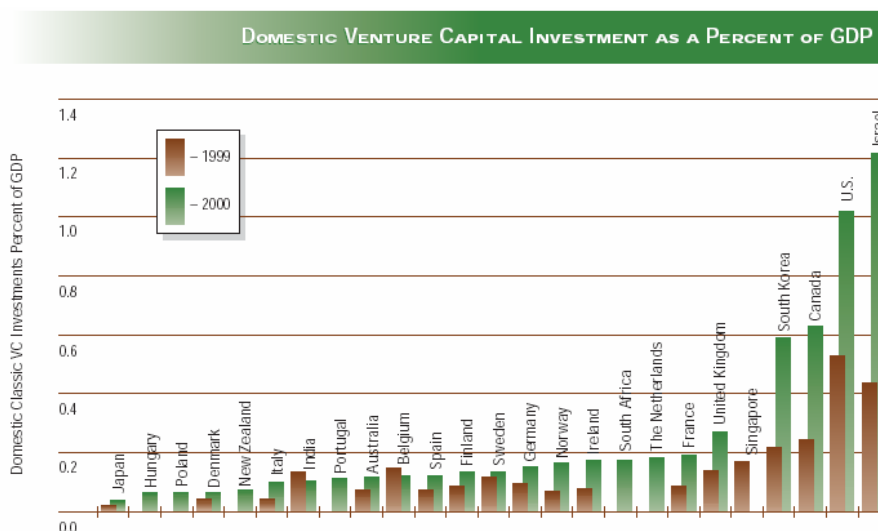


Fonte: Reynolds et al (2001)

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Mesmo o valor do investimento de capital de risco total, em percentagem do PIB é bastante baixo quando comparado com os mesmo países (o 8º mais baixo), ficando muito distante de países como Israel, os Estados Unidos, o Canadá ou a Coreia do Sul (Gráfico 63).

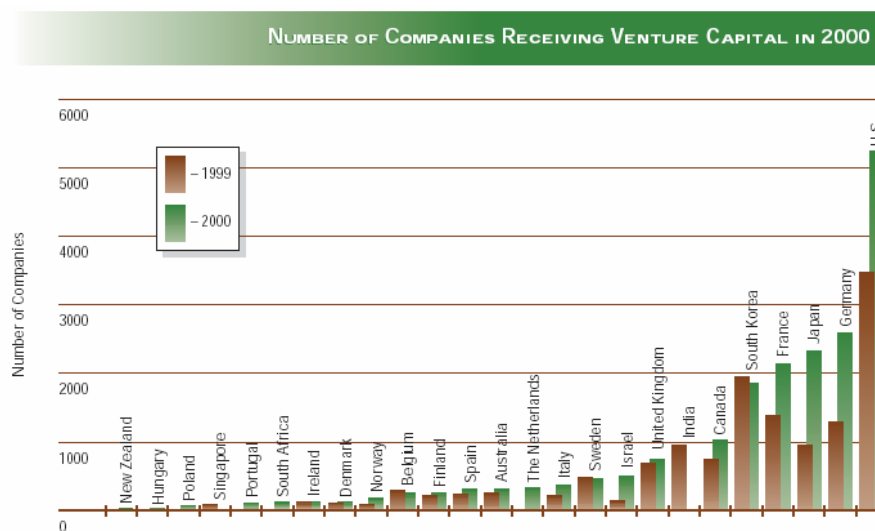
Gráfico 63 – Investimento de Capital de Risco em Percentagem do PIB



Fonte: Reynolds et al (2001)

Esta comparação sai ainda mais desfavorável quando se olha para o número de empresas a receberem investimentos de capital de risco em cada país (Gráfico 64), pois só 4 países registam valores mais baixos do que Portugal.

Gráfico 64 – Número de Empresas a Receberem Capital de Risco por País



Fonte: Reynolds et al (2001)

8. Medidas Necessárias à Dinamização do Venture Capital Português

Segundo a opinião de Francisco Banha (www.gesbanha.pt), é necessário a dinamização do Venture Capital Português. A decisão da histórica 3i em deixar de investir em early stage e o impacto que essa decisão poderá ter junto da maioria dos players da Indústria de CR europeia e em particular da portuguesa, já por si adversa a investimentos nestes estágios de desenvolvimento como aliás as estatísticas o demonstram.

Isto assente, não é difícil concluir que a referida ausência de investimento começa no próprio sector que não conseguiu ainda resolver aquela que é uma das principais causas do seu atraso estrutural: a ausência de execução.

E porque começa aí, é também por aí que deve começar uma mudança que passe necessariamente por dar execução a um conjunto de acções e actividades aptas a potenciar o financiamento em projectos em fase inicial de desenvolvimento.

Refere-se nomeadamente:

- ◆ Lançamento de uma forte campanha de divulgação dos mecanismos de apoio financeiro que se encontram actualmente ao alcance dos empreendedores bem como das vantagens associadas ao financiamento via capital de risco (vidé os excelentes resultados obtidos ao nível da Garantia Mútua em consequência da forte campanha de comunicação por esta realizada)
- ◆ Criação de um Concurso Nacional de Planos de Negócios, devidamente orçamentado (em França, esta iniciativa conta com €30 milhões) e de abrangência a toda a comunidade de empreendedores portugueses
- ◆ Criação de Fundos de Capital de Risco Universitários, com o envolvimento não somente do meio universitário mas também de “Business Angels”, Private Equity, Corporate Ventures, etc
- ◆ Lançamento de um Plano Nacional de Incubadoras e de Parques Tecnológicos, tendo em conta a sua elevada apetência para a melhoria da performance de negócio das empresas e aceleração do seu desenvolvimento
- ◆ Implementação de uma estratégia sustentada de crescimento das Corporate Ventures a nível nacional, baseada numa política de investimentos em projectos portadores de inovações tecnológicas comercialmente atraentes

- ◆ Adopção por parte dos Organismos do Estado de mecanismos favoráveis à adjudicação de serviços a start-ups (nos EUA foram adjudicados às start-ups serviços correspondentes a mais de 23% do total dos seus orçamentos)
- ◆ Potenciação da actuação dos “Business Angels”, através da implementação de um enquadramento fiscal favorável (EUA, Reino Unido e França, permitem deduzir à matéria colectável entre 20% a 25% dos investimentos realizados em projectos "early stage") e da criação de mecanismos de apoio à dinamização regional dos clubes de “Business Angels”
- ◆ Participação dos fundos "private equity" noutros fundos de menor dimensão (ex: adquirindo unidades de participação de fundos de Capital de Risco universitários) e, finalmente, a mudança de atitude por parte dos gestores das SCR perante os projectos em fase "early stage", que se deseja muito mais distanciada de uma postura típica da Banca de Investimentos e mais orientada para uma lógica assente no potencial de valorização que a oportunidade única, identificada por empreendedores qualificados, poderá assumir no mercado.

A execução efectiva do conjunto de acções atrás mencionada, impõe-se como alternativa eficaz para, não só repor, mas sobretudo ampliar no mercado de "Venture Capital" português, o tão indispensável financiamento "seed capital", no âmbito do qual o esforço das várias entidades a actuar neste sector é igualmente imprescindível.

9. O Empreendedorismo

A primeira dificuldade que se depara a quem pretende estudar o empreendedorismo consiste na definição do objecto de estudo:

- ◆ O que é?
- ◆ Qual a sua definição?

Tal como reconhece Stewart (1991), a definição de empreendedorismo foi sempre problemática, sendo este termo usado por diferentes investigadores para significar coisas diferentes. Bygrave e Hofer (1991) defendem mesmo que na ausência duma definição

universalmente aceite de empreendedor, compete a cada investigador explicitar claramente o que entende pelo termo.

O que é o empreendedorismo?

O que deve constar deste campo?

Deve ser incluído apenas a criação de novas empresas ou também a criação de novas actividades no seio de empresas existentes (empreendedorismo corporativo)? Deve abranger apenas empresas comerciais ou também organizações não lucrativas? Quão inovadora tem de ser a actividade da empresa para que a sua criação possa ser considerada empreendedorismo? Também importante é a questão de saber quando é que uma jovem empresa deixa de ser empreendedora.

O que se pode concluir da literatura publicada é que nos muitos anos que se seguiram a Schumpeter (1934) não se conseguiu chegar a acordo sobre uma definição de empreendedor, pelo que muitos autores evitam fazê-lo (Bygrave e Hofer, 1991), existindo mesmo quem admita ser possível e até provável que nunca chegue a existir um consenso sobre uma tal definição (Bygrave e Hofer, 1991). Cole (1969) é particularmente pessimista quando admite que ao fim de 10 anos num centro de investigação sobre empreendedorismo, não conseguiu chegar sequer próximo de formular uma definição.

“In the absence of a universally accepted scientific definition of na entrepreneur, it is the responsibility of every researcher to state clearly what is meant when the term is used.” (Bygrave e Hofer (1991))

A dificuldade de definir o conceito de empreendedorismo passa, desde logo, por um dos problemas mais referido pelos investigadores, isto é, decidir quando o empreendedorismo termina (Gartner, 1989). A própria análise das metáforas utilizadas na literatura, realizada por Arléo e Hernandez (2002) revela o impasse em que a investigação caiu a este respeito.

Adopta-se neste estudo a posição de Gartner (1989) segundo a qual empreendedorismo é a criação de empresas (qualquer tipo de empresa), incluindo a criação de empresas familiares, mas também de empresas não baseadas numa família.

Por outro lado, a actividade empreendedora pode resultar na criação duma nova empresa ou na criação duma nova actividade económica no seio duma empresa já existente. Temos ainda que o negócio desta nova actividade pode ser novo no mercado ou pode já

existir. Daqui resulta que teremos empreendedorismo inovador ou imitador consoante a nova empresa apresente um negócio novo ou se limite a fazer concorrência a empresas já existentes no mercado alvo, com o mesmo modelo de negócio.

Desta análise resulta também que o empreendedorismo corporativo consiste na criação duma nova actividade dentro duma empresa existente, o que é diferente da aquisição ou fusão com outras empresas, o que também poderá resultar no acrescentar de novas actividades à empresa.

Definição de empreendedor:

Indivíduo que, só ou em conjunto com sócios, cria uma nova empresa cuja gestão vai assumir, pelo menos, na sua fase de arranque.

Assim sendo, este trabalho vai seguir a tendência revelada na literatura no sentido de se gerar um consenso quanto ao conceito de empreendedorismo ser centrado na criação duma nova empresa (Davidsson, Low e Wright, 2001). No entanto, não se pode perder de vista a observação de Bruyat e Julien (2000), segundo os quais o empreendedor não é uma máquina que responde automaticamente a estímulos do ambiente, mas um ser humano capaz de criar, aprender e influenciar o próprio ambiente.

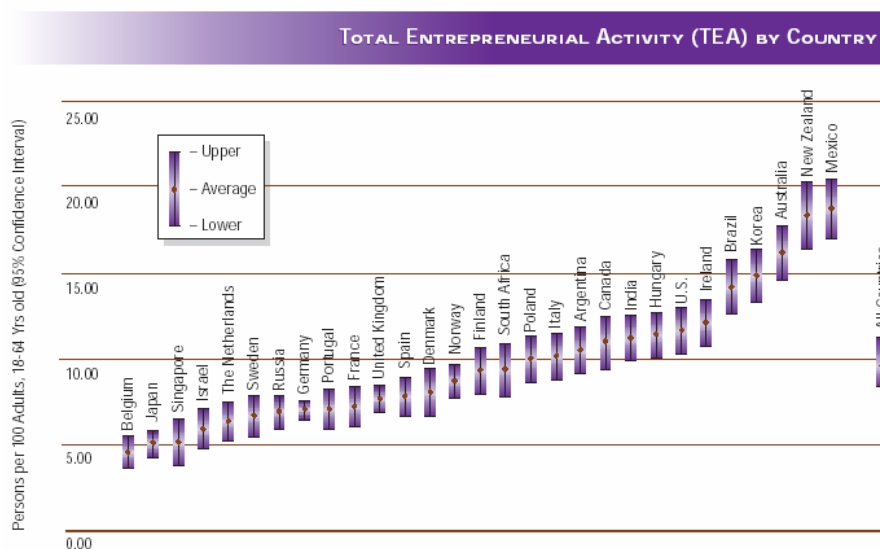
9.1. O Empreendedorismo Em Portugal

Para analisar o nível da actividade empreendedora em Portugal é baixa ou alta, é útil fazer a comparação com o que se passa noutros países. Para essa comparação é incontornável a utilização do relatório do Global Entrepreneurship Monitor de 2001, primeiro ano em que Portugal fez parte deste estudo anual mundial (Reynolds et al, 2001). A comparação (Gráfico 65) é pouco favorável ao nosso país pois dos 29 países analisados Portugal regista o 9º mais baixo nível de actividade empreendedora, sendo que apenas 7,1% da população adulta estavam envolvidas nessa actividade (a taxa mais baixa dos 29). Portugal era também dos países onde a percentagem de mulheres envolvidas na actividade empreendedora era mais baixa. Em 2004, a situação piorou,

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

sendo Portugal o 4º pior dos 16 países analisados nesse ano, com apenas 4% da população adulta envolvida na criação de empresas.

Gráfico 65 – Actividade Empreendedora por País



Fonte: Reynolds et al, 2001

Sardinha e Carvalho publicaram em 2003 uma comparação entre Portugal, Espanha e os Países do chamado Grupo de Visegrad (Polónia, República Checa, Hungria e Eslováquia) quanto às condições estruturais para o empreendedorismo e concluíram que é na educação e na formação que aqueles países, que entraram na União Europeia em 2004, têm vantagem.

Quando Cardoso et al publicaram o seu livro “Empresários e Gestores da Indústria em Portugal” tinham em vista reduzir o desconhecimento que então existia sobre o empresário português. Deste estudo ficaram alguns dados que podem ser comparados com os obtidos em trabalhos posteriores. Concluíram, por exemplo, que 41,8% dos empresários industriais portugueses tinham sido assalariados noutra empresa e que 27,5% já tinham sido anteriormente empresários, 38% tinham iniciado a carreira como administrativos, 27% como quadros técnicos e 20% como operários. Finalmente, 61,1% tinham adquirido o capital que detinham na empresa com fundos próprios, 16,1% com empréstimos bancários e 11% com empréstimos familiares.

Anos mais tarde, Pereira (1998) apresentou a sua tese de doutoramento sobre a representação social do empresário e os factores que levam à criação de empresas. Esta

tese colocou em evidência a importância que, para os empresários portugueses, assumem as motivações individuais e a falta de estruturas de apoio eficazes à criação de empresas.

A tese demonstra que, em Portugal, os factores mais importantes que levam à criação de empresas são:

- ◆ A realização pessoal, confirmando a conclusão de McClelland (1961);
- ◆ A independência, confirmando a perspectiva de Hornaday e Aboud (1971);
- ◆ A necessidade de aprovação;
- ◆ A necessidade de promoção social;
- ◆ A segurança familiar (esta última apenas entre a parte da amostra composta por empresários da construção civil).

Estes resultados confirmaram e ampliaram o estudo de Jesuíno, Reis e Cruz (1988).

O conhecimento técnico especializado revela-se neste trabalho publicado por Pereira muito importante para a criação de empresas, enquanto a experiência de gestão parece não afectar a motivação de criação. O estudo consegue agrupar as motivações para criar empresas em cinco tipos:

- ◆ "Os pragmáticos" (criam a empresa tarde e por necessidade, para aproveitar uma oportunidade)
- ◆ "Os empreendedores" (alto desejo de independência, boas redes de contactos, boas capacidades de gestão e auto imagem positiva)
- ◆ "Os inseguros" (desejo de realização pessoal, independência e autonomia, são os mais jovens, criativos e com mais preocupações sociais)
- ◆ "Os estabelecidos e rotinados" (querem dar continuidade à actividade família e segurança à família são mais estáveis, sentem-se mais seguros, têm melhor nível de vida, são menos criativos e têm menos preocupações sociais)
- ◆ "Os ambiciosos" (necessidade de aprovação e promoção social, são os mais influenciados pelo ambiente e vivem fora das grandes cidades).

Por outro lado, as influências ambientais demonstraram ter pouca interferência na criação de empresas em Portugal (pelo menos, têm uma importância menor do que os factores pessoais), tendo sido identificados quatro grupos de factores:

- ◆ O mercado
- ◆ A disponibilidade de recursos e clientes
- ◆ O desenvolvimento económico
- ◆ A estabilidade do sector

Destes, só o mercado (disponibilidade de clientes) emerge com uma importância acima da média. Outra constatação feita nesta tese é a de que os empresários portugueses não se preocupam com a internacionalização das suas empresas, tendo apenas como limite de ambição liderar uma grande empresa no mercado nacional.

O perfil do empresário de êxito em Portugal, retratado neste trabalho, é o dum indivíduo do sexo masculino, com escolaridade ao nível do secundário, casado, orientado para a promoção social e para a necessidade de aprovação, que vive em cidades pequenas, sabe aproveitar as influências do meio, deseja fazer crescer a empresa, tem uma boa auto imagem, poucos sócios e é orientado para uma auto imagem em torno de ser empreendedor e trabalhador.

Já quanto às representações sociais do empresário, ele é considerado importante porque cria postos de trabalho, desenvolve o País e cria riqueza e melhores condições de vida. É considerado pelos não empresários como o segundo actor mais importante da sociedade (depois do Governo) e pelos próprios empresários como o mais importante. É visto pelos outros como um gestor e também como um empreendedor. Os próprios vêem-se como empreendedores, dinâmicos, honestos e responsáveis, capazes de correr riscos, líderes e gestores com capacidade de tomar iniciativas.

Finalmente, em relação aos apoios à criação de empresas, neste estudo surgem como factores relevantes a formação, a consultoria, os apoios financeiros e a exportação, por ordem de importância, tendo o autor concluído que não existe uma rede de apoios institucionais em condições de permitir a emergência dum espírito empresarial na sociedade portuguesa. De facto, 54% dos empresários inquiridos nunca recebeu qualquer apoio, incentivo ou facilidade e o apoio recebido com maior frequência foi a facilidade de acesso ao crédito bancário.

Em 2000 Gonçalves defendeu a sua tese de mestrado que incidia sobre o fenómeno da criação de empresas em Portugal, através de dados recolhidos na rede nacional de centros de formalidade de empresas. Com este estudo conseguiu caracterizar o perfil das

sociedades criadas e o perfil dos empreendedores que as criaram. Assim, foi possível identificar que 83% das empresas criadas são sociedades por quotas, 95% espera ter até 10 trabalhadores no 1º ano (ou seja são microempresas), 88,1% tem menos de 4 sócios, 4,5% vai inscrever-se numa associação empresarial, 34% planeia recorrer a sistemas de incentivos, apesar de 84% destes não pensar fazê-lo com recurso a consultores externos. Verificou-se ainda neste estudo que a maioria das empresas espera obter a sua facturação no mercado local e que só 16% manifestam expectativas de exportação no 1º ano. Quanto ao financiamento, concluiu que os capitais próprios financiam metade do investimento inicial, os empréstimos bancários 17% e os empréstimos de sócios 15%.

Sobre a tipologia das empresas criadas, concluiu que esta varia mais com o sector do que com o volume de actividade ou com a região. Por outro lado, o perfil dos empreendedores varia mais com as características demográficas do que com o sector ou com a região.

Ainda em relação ao perfil do empreendedor, verificou-se que se tratam de indivíduos do sexo masculino, casados, com 25 a 35 anos e habilitados com o ensino secundário. Vão financiar o capital social da empresa que subscrevem com poupanças pessoais e empréstimos de familiares e bancários. São trabalhadores por conta de outrem e estão satisfeitos com essa situação que não pretendem mudar. Para metade dos empreendedores, não foi a primeira vez que criaram uma empresa (essa foi à 12 anos) e não vão ter relações comerciais com o último empregador. Mais de 70% têm empresários na família (para quase metade são os pais), situação também confirmada pelo estudo da Comissão Europeia (2002) sobre a demografia das empresas portuguesas.

O estudo publicado em 2001 pelo Observatório da Criação de Empresas do IAPMEI (IAPMEI, 2001) analisa os questionários recolhidos nos Centros de Formalidades de Empresas no ano de 2001, constituindo quase que uma actualização dos dados da tese o mestrado de Gonçalves (2000). Participaram neste estudo 1674 empresas recém criadas e 3003 empresários. Estes estudos foram depois complementados com outro (IAPMEI, 2002) onde se analisa a estrutura empresarial nacional e no qual se conclui que em 1999 existiam em Portugal 1.140.735 empresas, das quais cerca de $\frac{3}{4}$ eram empresários em nome individual. Refinando mais a análise, verifica-se que as microempresas são 81% das empresas existentes e as pequenas empresas 15% e criam ambas aproximadamente o mesmo número de empregos. As primeiras têm em média 3 trabalhadores e as segundas 19.

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

Por outro lado, o comércio representa 37% das empresas e 44% do volume negócios, enquanto a indústria transformadora é o sector que gera mais emprego (36,8%). Os serviços representam 26% das empresas, 21,8% do emprego e 15,6% do volume de negócios.

Regionalmente, verifica-se que as empresas estão concentradas em Lisboa e Porto (51%). Somando estas com Aveiro, Setúbal e Braga fazem 70%. Lisboa e Porto representam 54,5% dos postos de trabalho e 63,2% do volume de negócios. Com Aveiro, Setúbal e Braga fazem 76,1% e 80,4% respectivamente. Ou seja, este estudo espelha a tremenda concentração da actividade económica deste país ao verificar que numa parte do litoral (de Setúbal ao Porto, sem incluir Leiria e Coimbra) se concentram 70% das empresas, 76% dos postos de trabalho e 80% do volume de negócios.

Também Silva (2002) confirma a grande concentração da actividade industrial em Portugal: 16 concelhos absorvem 13% do emprego e um terço do emprego industrial. Esses 16 concelhos compõem os distritos industriais portugueses. Aparte a Covilhã, todos ficam no litoral centro e norte.

Actualizando aos dias de hoje, e retirando dados no IAPMEI, conclui-se que:

Em 2007, a taxa TEA em Portugal atingiu os 8,8%, o que significa que, em cada 100 adultos, cerca de 9 estiveram envolvidos em actividades empreendedoras early-stage. Em 2007, Portugal foi o país melhor classificado entre os 18 países da EU participantes. Em 2004 a taxa TEA em Portugal foi de 4,0%, equivalente ao envolvimento de 4 adultos em cada 100. A actividade empreendedora early-stage registada em Portugal ocorreu maioritariamente no sector orientado ao consumidor (cerca de 46%) e no sector dos serviços para clientes organizacionais (cerca de 30%). Pouco mais de metade (56%) da actividade empreendedora early-stage foi induzida pelas oportunidades de mercado (aumentar o rendimento, independência).

Tal como a maioria dos países GEM (Global Entrepreneurship Monitor) 2007, a actividade empreendedora early-stage desenvolvida em Portugal foi, em grande parte, reflexo de iniciativas de empreendedores de negócios nascentes.

De acordo com a opinião dos especialistas nacionais, verificou-se uma melhoria significativa das condições estruturais do empreendedorismo em Portugal entre 2004 e 2007.

Os aspectos considerados mais favoráveis na promoção do empreendedorismo em Portugal em 2007 foram o acesso às infra-estruturas físicas, assim como o grau de abertura social e cultural para a inovação e mudança. Portugal é o país onde o impulso reformador das políticas governamentais mais influenciou a redução do período médio para a criação de um novo negócio.

Em Março de 2008, foi lançado o Programa FINICIA Jovem.

Teve como principais objectivos:

- ◆ A promoção do acesso ao financiamento de projectos desenvolvidos por jovens empreendedores
- ◆ Prestar uma melhor informação aos jovens sobre todos os mecanismos e apoios disponíveis para eles.

Segundo o Relatório Global de Empreendedorismo de 2007, Portugal apresenta uma actividade empreendedora elevada, à frente de países como a Finlândia, França, Itália, Japão, Espanha, Suíça e Estados Unidos. Os números são de 2007 e fazem parte do Global Entrepreneurship Monitor (GEM), o maior estudo independente do mundo sobre a actividade empreendedora e abrangendo 58 países, ou seja, mais de 90% do PIB mundial.

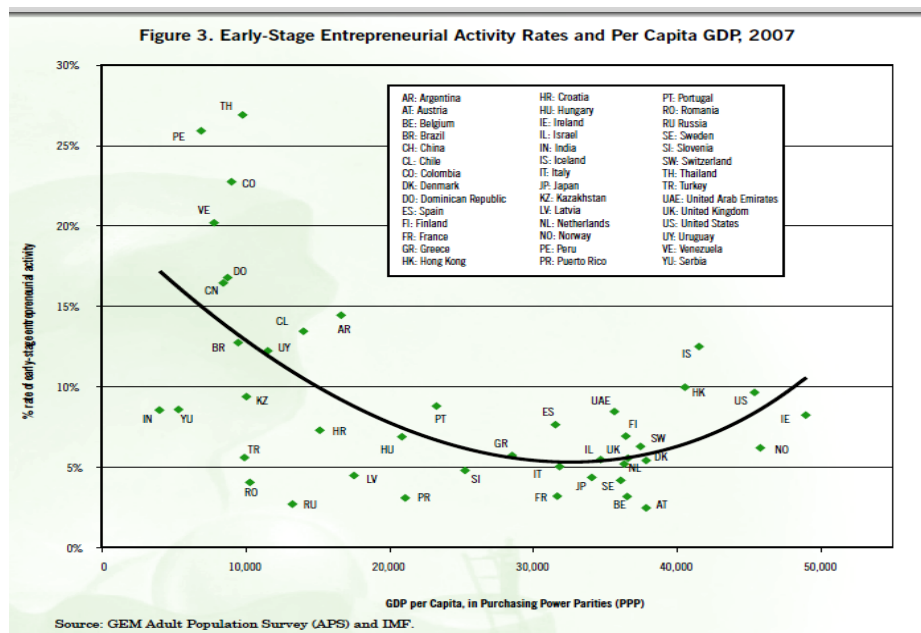
Segundo o GEM, a actividade empreendedora em Portugal abrangia 15,4% da população activa, destacando-se os empreendedores há menos de 3 meses que representam 4,8% da população activa. Apenas a Islândia (8,5%), Hong Kong (5,7%) e Estados Unidos (6,5%) superavam o dinamismo português. No número de empreendedores há menos de 42 meses, Portugal tem à frente 4 países, enquanto no grupo dos que empreendem há mais de 42 meses, apenas 5 países são mais activos. Motivações: 56% dos empreendedores portugueses com menos de 42 meses de actividade afirmam terem sido conduzidos pelo surgimento de uma oportunidade, que lhes permitia aumentar o rendimento e ser mais independentes.

As más notícias, Portugal é também dos países que apresenta maior taxa de venda ou desistência do negócio no período em análise, sendo vencido apenas por Hong Kong, EUA e EAU. O principal motivo apontado pelo grupo dos que mais desistem é o facto de o negócio não ser rentável, logo seguido de motivações pessoais. No grupo dos países de médio e baixo rendimento é maior a fatia dos que abandonam o negócio por não ser rentável e por dificuldades de financiamento. 23% da população activa portuguesa revela intenção de

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

empreender por ter uma percepção positiva das suas capacidades nesta área (Gráfico 66). O medo de falhar, porém, impede 37% de dar início ao negócio, reduzindo para apenas 10% os que têm intenções de iniciar actividade empreendedora nos próximos 3 anos.

Gráfico 66 – Taxa de Actividade de Empreendedorismo na Fase Early Stage



Fonte: GEM 2007

Em 2008 participaram 43 países, onde não consta Portugal (em 2007 Portugal constava do estudo).

Em relação às atitudes empreendedoras, apesar deste estudo ter sido efectuado no início da crise económica (Maio e Junho de 2008), denota-se um declínio, entre 30% a 50%, na identificação de oportunidades para iniciar um negócio na Islândia, Chile, Irlanda, Letónia e Hungria.

Nos EUA há um maior desenvolvimento da actividade empresarial em fase de early-stage em relação aos países Europeus e ao Japão, tendo este último vindo a aproximar cada vez mais dos níveis europeus. Na Europa, os níveis de actividade de early-stage têm taxas mais baixas na Bélgica Alemanha e França. Os níveis mais baixos de expectativas em relação ao arranque de um negócio ocorrem em países como a Bélgica, França, Japão, Finlândia e Grécia.

Este relatório reporta ainda que na maioria dos países a educação e formação em empreendedorismo é pobre e inadequada. A relação entre o facto de se possuir, formação,

Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal

aspirações e atitudes empreendedoras, e a actividade empresarial é geralmente positiva mas varia consoante a fase de desenvolvimento económico.

10. Conclusão

A economia do país está cada vez mais dependente das Pequenas e Médias Empresas, são estas que criam valor e trazem novas oportunidades, criação de emprego e uma grande capacidade empreendedora, mas são também aquelas que têm menos possibilidades de “vingarem”, uma vez, que muitas vezes não possuem o capital e o conhecimento necessário.

Torna-se cada vez mais urgente, a apoio de projectos inovadores, que possam trazer valor acrescentado para o sector onde de inserem.

Numa economia global, em que é visível a importância da Pequenas e Médias Empresas, uma teoria financeira desenvolvida para as Grandes Empresas, não tem utilidade. As diferenças que daí surgem, conduziram à adopção de políticas financeiras distintas, quer ao nível do investimento quer ao nível da estrutura de capitais.

O capital de risco, veio colmatar algumas lacunas de mercado no que concerne ao tipo de financiamento adoptado pelas empresas, embora não seja um financiamento muito procurado, essencialmente devido à falta de informação.

Em Portugal a cultura empresarial, tem constituído um obstáculo à expansão desta modalidade de financiamento.

A evolução do capital de risco em Portugal, começou em 1986, com a criação de um número muito elevado de sociedades de capital de risco.

Este crescimento elevado deveu-se, à crença de que o capital de risco era uma actividade que trazia elevados retornos no curto prazo.

Acreditava-se que a actividade do capital de risco, servia para salvar as empresas em apuros, sendo considerada o hospital das empresas ou subsídio.

Nesta fase verificou-se um maior peso dos investimentos em negócios de expansão e de recuperação de empresas.

Os processos de privatização, concentração no sector financeiro e do regime fiscal, levaram a que o número de sociedades de capital de risco, tivesse registado um decréscimo para menos de metade das sociedades existentes.

Actualmente, vive-se uma nova fase de crescimento, visto que existem novos fundos de investimento em capital de risco, e o aparecimento de outro tipo de operadores no mercado.

Verifica-se que se mantêm a mesma tendência dos anos 80, ou seja, as sociedades de capital de risco são avessos a investir em Start-Ups, ao contrário do que acontece por exemplo nos EUA onde as Sociedades de Capital de Risco privilegiam as Start-Ups

As sociedades de capital de risco, não intervêm directamente na gestão das participadas, no entanto fornecem contactos da sua vasta rede de contactos.

Actualmente, 2008, o sector de capital de risco mantém a tendência de abrandamento, que se regista já desde 2007. No entanto Portugal obteve resultados favoráveis em termos de montantes investidos.

Verificou-se que os BuyOuts registam a maior fatia dos investimentos, com 72%, face aos 10% na fase de expansão e dos 14% na fase Start-Up, sendo que o capital de substituição registou apenas 4% do investimento total.

A apetência verificada pelo sector da energia, num quadro de enorme potencial de crescimento, e o montante de investimento na fase de startup –, na ordem dos 57 milhões de euros, o maior de sempre desde 1997 –, abrem boas perspectivas para a expansão, injectando sinais de optimismo face ao actual clima recessivo.

Pode afirmar-se que o Capital de Risco em Portugal está de boa saúde, um aumento de 134% marcou a evolução da actividade de capital de risco em Portugal durante o ano de 2008. Uma tendência que contraria as movimentações europeias. No entanto, é importante também salientar que a Banca e Estado são os principais financiadores e estão com restrições. As restrições financeiras da banca e do próprio Estado, que são os principais financiadores do capital de risco em Portugal, podem conduzir, a prazo, a problemas de liquidez.

Actualmente os operadores de capital de risco em Portugal são avessos a investir em fases de arranque, Seed Capital, Start Up ou Early Stage. Apesar do nome, não gostam de correr riscos. São poucos os que o fazem. Começando, também agora, a existir dificuldades no financiamento de projectos numa fase de expansão.

São pouco conhecidos e muitas vezes esquecidos, fala-se dos “Business Angels”, este vieram preencher uma lacuna no mercado, há muito reclamada. Esta lacuna resulta de empresas jovens ou projectos novos, terem muitas dificuldades em obterem financiamentos junto da banca, por serem vistas como empresas de risco.

Em Portugal, a actividade dos “ Business Angels” ou investidores informais atinge níveis muito baixos.

No futuro essa mentalidade tem tendência a alterar-se. No caso concreto dos “Business Angels” empreendedores pode-se verificar que possuem uma concepção diversificada do seu papel de investidores, uma vez, que têm mais interesse em investir em áreas que melhor conhecem. Esse facto, permite-lhes não só injectar capital nos projectos que seleccionam para o seu investimento, mas também proporcionam conhecimento para um melhor desenvolvimento da empresa e também proporcionam contactos da sua rede de relações e da sua própria experiência.

Estes são na sua maior parte, antigos empresários de PME's que por se terem retirado do seu negócio, pretendem reinvestir parte dos seus capitais em empresas que lhes permitam continuar a participar no "jogo empresarial" e ao mesmo tempo obter uma mais valia a médio/longo prazo.

Como podemos verificar, em Portugal não estão preenchidos todos os elos da cadeia de financiamento. Para se alterar a situação em questão, há que incentivar a iniciativa privada, através dos business angels ou SCR que, permitiram aos empreendedores, numa fase de alto risco para o negócio, obter sem qualquer custo, capital, conhecimentos e conselhos com grande valor acrescentado.

O recurso a capital de risco apresenta diversas vantagens relativamente a outras formas de financiamento:

- Partilha do risco de negócio;
- Perspectiva de investimento de médio/longo prazo;
- Reforço das competências de gestão;
- Não exige o pagamento de encargos financeiros;
- Não são prestadas garantias pessoais ou reais pelos promotores
- Aumenta a credibilidade do projecto;
- Facilita contactos, designadamente com outros potenciais investidores;
- Apoia a inovação, constituindo o mecanismo preferencial de financiamento de spin-offs académicos.

Torna-se necessária uma mudança de atitude, bem como um conjunto de acções e actividades para potenciar o financiamento de projectos na fase inicial.

11. Bibliografia:

11.1. Contribuições para Trabalho Colectivo:

Aldrich, Howard E., Martinez, Martha Argelia (2001), Many are called, but few are Chosen: An Evolutionary Perspective for the Study of Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25, 4, p. 41-56.

Allen, David N., Weinberg, Mark L. (1988), State Investment in Business.

Alsos, Gry Agnete, Kolvereid, Lars. 1998. The Business Gestation Process of Novice, Serial and Parallel Business Founders. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22, 4, p. 101-114.

ACS, Zoltan J., Armington, Catherine. *Entrepreneurial Activity and Economic*

ACS, Zoltan J., Armington, Catherine. *New Firm Survival and Human Capital*.

Alsos, Gry Agnete, Kolvereid, Lars. (1998), The Business Gestation Process of Novice, Serial and Parallel Business Founders. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22, P. 101-114.

APCRI, Associação Portuguesa de Capital de Risco - *ABC do Capital de Risco*. 2005.

Birmingham, Carolyn, Busenitz, Lowell, Arthurs, Jonathan (2002), *The Staging of Venture Capital Investments and Reinvestment Decisions*. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.

Brazeal, Deborah V., Herbert, Theodore T. (1999), The Genesis of Businesses, *Entrepreneurship*. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 3, pp. 29-45.

Cardoso, José L. et al, Brito, José M., Mendes, Fernando R. (1990), *Empresários e Gestores da Indústria em Portugal*, Lisboa: Publicações Dom Quixote.

Carson, David et al, Cromie, Stanley, McGowan, Pauric. (1995), *Marketing and Entrepreneurship in SMEs: An Innovative Approach*. Londres: Prentice Hall.

Custódio, Jorge. (1994), *Empresariado Português: uma abordagem às suas realizações*. Porto: Associação Industrial Portuense.

Davidsson, Per, Low, Murray B., Wrigth, Mike (2001), Editor's introduction: Low and MacMillan ten Years On: Achievements and Future Directions for Entrepreneurship Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25, 4, p. 5-15.

Edvinsson, Leif e Malone, Michael S. (1997), *Intellectual Capital*, Londres: Judy Piatkus Limited.

Gartner, William B. (1989), "Who is an Entrepreneur?" Is the Wrong Question. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 13, 4, p. 47-68.

- Gladstone, D. Venture capital handbook (1998). Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, p.215-233.
- Gompers, P.; Lerner J.(1999), The venture capital cycle. Cambridge, MA: The MIT Press, p. 375.
- Grinblatt, M.; Titman, S. Financial markets and corporate strategy. Boston, MA: McGraw-Hill, 1998. 866 p.
- Hornaday, J., Aboud, J. (1971). Characteristics of successful entrepreneurs. Personnel Psychology, 24 (2), 141-153.
- Lorenz, R., Weber, P.C., Szimnau, P., Heldwein, W., Strasser, T., Loeschke, K (1989), Supplementation with n-3 fatty acids from fish oil in chronic inflammatory bowel disease: a randomized, placebo-controlled, double-blind cross-over trial. Journal of Internal Medicine. 225 (suppl. 2): 223-232.
- Mcclelland, D. C. e Koestner, R. (1992). "The achievement motive". In C. P. SMITH (Org.), Motivation and personality: Handbook of thematic content analysis, p. 143-152. Cambridge: Cambridge University Press
- Mcclelland, D.C. (1961). The achieving society. Princeton, NJ: Van Nostrand.
- Mcclelland, D.C. (1987). Human motivation. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mcclelland, D.C. (1992). "Motivational configurations". In C. P. SMITH (Ed.), Motivation and personality: Handbook of thematic content analysis, p. 87-99. Cambridge: Cambridge University Press.
- Osteryoung, Jerome S., Derek L. Newman e Leslie George Davies (1997), *Small Firm Finance - An Entrepreneurial Analysis*, Forth Worth, Texas: The Dryden Press.
- Pereira, Alexandre, POUPA, Carlos (2003), *Como Escrever uma Tese, monografia ou livro científico usando o Word*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Relander, K.; Syrjanen, A., Miettinen, S. (1994), Analysis of the trade-sale as a venture capital exit route. In: Bygrave, M.; Hay, M.; Peters, J. Realizing investment value. London: Pittman Publishing, p.132-196.
- Schumpeter, Joseph A. (1934), *A Teoria do desenvolvimento Económico*. São Paulo: Nova Cultural.
- Vos, Edward A. (1992a), "Unlisted Businesses are not Financial Clones of Listed Business", Entrepreneurship: Theory and Practice, Vol. 16, n.º4, pp. 57-68.

11.2. Periódicos:

Cumming, D.; Macintosh, J. A (Mar.2003), cross-country comparison of full and partial venture capital exits. *Journal of Banking & Finance, Roma*, v.27, n.3, p.511-548.

Gompers, P. (Dec 1995), Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital. *Journal of Finance, Cambridge*, v.1, n.50, p.1461-1489.

Meggison, W. (Winter 2004), Toward a global model of venture capital. *Journal of Applied Corporate Finance, New York*, v.16, n.1, p.8-26.

Meggison, W., Weiss, K. (July 1991), Venture capital certification in initial public offerings. *Journal of Finance, Cambridge*, v.46, n.3, p.879-893.

Ruhnka, J.; Feldman, H.; Deant, T. (Mar. 1992), The “living dead” phenomena in venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, v.7, n.2, p.137-155.

Sahlman, W.A. (Sept.1990), The structure and governance of venture capital organizations. *Journal of Financial Economics, Rochester*, v.27, n.2, p.473-521.

Ang, James S. (1991), "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 1, pp. 1-13.

Ang, James S. (1992), "On the Theory of Finance for Privately Held Firms", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 3, pp. 185-203.

Neves, J.C. e A. Henriques (1999), “The wealthy resource in small family businesses: an exploratory study”, 29th European Small Business Seminar da EFMD European Foundation for Management Development, Cascais.

Block, Stanley B. e Gallaher, Timothy J. (1986), “The Use of Interest Rate Futures and Options by Corporate Financial Managers”, *Financial Management*, pp.73-78.

Campbell, Tim S. e Kracaw, William A. (1987), “Optimal Managerial Incentive Contracts and the Value of Corporate Insurance”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Setembro, Vol. 22, nº 3, pp. 315-328.

Froot, Kenneth, Scharfstein, D. e Stein, J. (1993), “Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies”, *Journal of Finance*, Vol. 48, pp.1629-1658.

Heaton, Hal B. (1998), "Valuing Small Businesses: The Cost of Capital", *The Appraisal Journal*, Vol. 66, Nº 1, pp. 11-16.

Lecornu, Mark R., Richard G. P. McMahon, David M. Forsaith e Anthony M. J. Stanger (1996), "The Small Enterprise Financial Objective Function: An Exploratory Study", *Journal of Small Business Management*, Vol. 34, Nº 3, pp. 1-14.

Levin, Richard I. e Virginia R. Travis (1987), "Small Company Finance: What the Books Don't Say", *Harvard Business Review*, Vol. 65, Nº 6, pp. 30-32.

Mayers, David e Smith Jr., Clifford W. (1982), "On the Corporate Demand for Insurance", *Journal of Business*, Vol. 55, Nº 2, pp. 281-296.

Markowitz, Harry (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, Vol. 7, pp.77-91.

Modigliani, F. e Miller, M. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Junho, Vol. 48, pp. 333-391.20

Myers, Stewart C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, pp. 147-175.

Nance, Dean R., Smith, Clifford W. e Smithson, Charles W. (1993), "On the Determinants of Corporate Hedging", *Journal of Finance*, Março, pp. 267-284.

Neves, João Carvalho das e Alexandra Henriques (1999), "The Wealthy Resource in Small Family Businesses: An Exploratory Study", *Comunicação Apresentada no 29º Seminário Europeu de Pequenas Empresas, Cascais, Portugal, 15 a 17 de Setembro de 1999.*

Pettit, R. Richardson e Ronald F. STINGER (1985), "Small Business Finance: A Research Agenda", *Financial Management*, Vol. 14, Nº 3, pp. 47-60.

Sliwoski, Leonard J. (1999), "Alternatives to Business Valuation Rules of Thumbs for Small Businesses", *The National Public Accountant*, Vol. 44, Nº 2, pp. 8, 40.

Smith, Clifford e STULZ, René M. (1985), "The Determinants of Firms' Hedging Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Dezembro, Vol. 20, Nº 4, pp. 391-405.

Smith, Clifford (1995), "Corporate Risk Management: Theory and Practice", *Journal of Derivatives*, Vol 2, Verão, pp. 21-30.

Stulz, René M. (1984), "Optimal Hedging Policies", Vol. 19, Nº 2, pp. 127-140.

Vos, Edward A. (1992b), "Differences in Risk Measurement for Small Unlisted Businesses", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 3, 255-267.

ANG, James S. (1991), "Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 1, pp. 1-13.

ANG, James S. (1992), "On the Theory of Finance for Privately Held Firms", *Journal of Small Business Finance*, Vol. 1, Nº 3, pp. 185-203.

Amit, Raphael, Brander, James , Zott, Christoph. (1998), Why do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13, p. 441-466.

Amit, Raphael, Muller, Eitan , Cockburn, Iain. (1995), Opportunity Costs and Entrepreneurial Activity. *Journal of Business Venturing*, 10, p. 95-106.

Amorim, Joaquim A. (2004), Formas de Desinvestimento das Sociedades de Capital de Risco. *Proceedings das XIV Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica. Ponta Delgada*. p. 1131-1140.

APCRI, Associação Portuguesa de Capital de Risco e de Desenvolvimento, ERNST & YOUNG. *A Actividade de Capital de Risco em Portugal*, (2004, 2005, 2006, 2007, 2008).

Ardichvili, Alexander, CAardozo, Richard , RAY, Sourav. (2003), A theory of entrepreneurial opportunity identification and development. *Journal of Business Venturing*, 18, 1, p. 105-123.

Arend, Richard J.. 1999, Emergence of Entrepreneurs Following Exogenous Technological Change. *Strategic Management Journal*, 20, p. 31-47.

Arléo, Andy, Hernandez, Emile-Michel, (2002). De l'usage des métaphores en entrepreneuriat. *Revue Française de Gestion*, 28, 140, p. 7-22.

Arzeni, Sergio, Pellegrin, Jean-Pierre (1997), Entrepreneurship and Local Development. *The OECD Observer*, 204, p. 27-29.

Barney, Jay B. et al, Busenitz, Lowell W., Fiet, James (1996), New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance From Venture Capital Firms. *Journal of Business Venturing*, 11, 4, p. 257-272.

Baumol, William J. (1993), Formal Entrepreneurship Theory in Economics: Existence and Bounds. *Journal of Business Venturing*, 8, p. 197-210.

Bernier, Robert E. (2001), Small-Business Incubators and the Entrepreneurial Environment. *Proceedings das United States Association for Small Business and Entrepreneurship*.

Birley, Sue. (1986), The Role of New Firms: Births, Deaths and Job Generation. *Strategic Management Journal*, 7, p. 361-376.

Bollingtoft, Anne, ULHOI, John P. (2005), The Networked Business Incubator - leveraging entrepreneurial agency? *Journal of Business Venturing*, 20, p. 265-290.

Boocock, Grahame, Woods, Margaret, (1997), The Evaluation Criteria used by Venture Capitalists: Evidence from a UK Venture Fund. *International Small Business Journal*, 16, 1, p. 36-57.

Bracker, Jeffrey S., Keats, Barbara W. , Pearson, John N. (1988), Planning and Financial Performance Among Small Firms in a Growth Industry. *Strategic Management Journal*, 9, p. 591-603.

Bracker, Jeffrey S., Pearson, John N. (1986), Planning and Financial Performance of Small, Mature Firms. *Strategic Management Journal*, 7, p. 503-522.

- Brandt, Ellen. (1991), Incubators: A Safe Haven for New Businesses. *Journal of Property Management*, p. 52-59.
- Brockhaus, SR., Robert H.. (1980), Risk Taking Propensity of Entrepreneurs. *Academy of Management Journal*, 23, 3, p. 509-520.
- Brockhaus, R.H. (1980), Risk taking propensity of entrepreneurs. *Academy of Management Journal*, 23, 3, p. 509-520.
- Brophy, David J.(1988), *More than Money? The Performance of Venture Capital Backed Initial Public Offerings*.
- Bruyat, Chirstian, Julien, Pierre-André . (2000), Defining the Field of Research in Entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 16, p. 165-180.
- Bygrave, William D., Hofer, Charles W. (1991), Theorizing about Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 16, 2, p. 13-22.
- Bygrave, William D. (1995), Mom-and-Pops, High-Potential Startups, and Intrapreneurship: Are They Part of the Same Entrepreneurship Paradigm? In *Advances in Entrepreneurship, Firm Emergence and Growth 2*, London: *JAI PRESS Inc*, p. 1-20.
- Bygrave, William, Minniti, Maria (2000), The Social Dynamics of Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24, 3, p. 25-36.
- Bygrave, William (2004), Financing Entrepreneurs and Their Ventures. *GEM 2003 Executive Report*.
- Carter, Nancy M., Gartner, William B. , Reynolds, Paul D.. (1996), Exploring Start-Up Event Sequences. *Journal of Business Venturing*, 11, p. 151-166.
- Clavarella, Mark A. et al, Buchholtz, Ann K., Riordan, Christine M. (2004), The Big Five and Venture Survival: is there a linkage?. *Journal of Business Venturing*, 19, p. 465-483.
- Cole, A.H. (1968), The entrepreneur: introductory remarks. *American Review of Economics*, p. 60-63.
- Comissão Europeia. *Business demography in Europe* (2002), Observatory of European SMEs.
- Comissão Europeia. *Fostering Entrepreneurship in Europe (1998): Priorities for the Future*.
- Cunningham, J.Barton, Lischeron, Joe (1991), Defining Entrepreneurship. *Journal of Small Business Management*, 29, 1, p. 45-61.
- Dadzie, Kofi Q., CHO, Youngil, (1989), Determinants of Minority Business Formation and Survival: an Empirical Assessment. *Journal of Small Business Management*, 27, 3, p. 56-61.

- Davidsson, Per, Honig, Benson (2003), The Role of Social and Human Capital Among Nascent Entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 18, p. 301-331.
- Davidsson, Per, Wiklund, Johan (1997), Values, beliefs and regional variations in new firm formation rates. *Journal of Economic Psychology*, 18, p.179-199.
- Davidsson, Per, Wiklund, Johan (2001), Levels of Analysis in Entrepreneurship Research: Current Research Practice and Suggestions for the Future. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25, 4, p. 81-99.
- Davidsson, Per.(1991), Continued Entrepreneurship: Ability, Need, and Opportunity as Determinants of Small Firm Growth. *Journal of Business Venturing*, 6, 6, p. 405-429.
- Davila, Antonio, Foster, George, Gupta, Mahendra (2003), Venture Capital Financing and the Growth of Startup Firms. *Journal of Business Venturing*, 18, p. 689-708.
- Dimov, Dimo P., Shepherd, Dean A. (2005), Human Capital Theory and Venture Capital Firms: exploring "home runs" and "strike outs". *Journal of Business Venturing*, 20, p. 1-21.
- Dinis, Anabela (2002), Rural Entrepreneurship: Individual or Collective Phenomena. *Estudos de Gestão - Portuguese Journal of Management Studies*, VII, 2, p. 111-126.
- Dollinger, Marc J. (2003), *Entrepreneurship - Strategies and Resources*, 3rd Edition. 3, New Jersey: Prentice Hall.
- Douglas, Evan J., Shepherd, Dean A. (1999), Entrepreneurship as a Utility Maximizing Response. *Journal of Business Venturing*, 15, p. 231-251.
- Drucker, Peter F.(1985), The discipline of innovation. *Harvard Business Review*,p. 67-72.
- Drucker, Peter F. (1998), The Discipline of Innovation. *Harvard Business Review*, p. 149-157.
- Duncan, Joseph W., Hander, Douglas P. (1994), The misunderstood role of small business. *Business Economics*, 29, 3, p. 7-14.
- Elfring, Tom, Hulsink, Willem (2003), Networks in Entrepreneurship: the case of high-technology firms. *Small Business Economics*, 21, 4, p. 409-422.
- Erikson, Truls (2002), Entrepreneurial capital: the emerging venture's most important asset and competitive advantage. *Journal of Business Venturing*, 17, p. 275-290.
- Evans, David S., Leighton, Linda S. (1989), Some Empirical Aspects of Entrepreneurship. *The American Economic Review*, 79, 3, p. 519-535.
- EVCA. EVCA, European Private Equity & Venture Capital Association, *Yearbook* (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008),

Fisher, Peter S. (1988), State Venture Capital Funds as an Economic Development Strategy. *Journal of the American Planning Association*, 54, 2, p. 166-177.

Florin, Juan (2005), Is Venture Capital Worth It? Effects on firm performance and founder returns. *Journal of Business Venturing*, 20, p. 113-135.

Flynn, Joseph E. (1991), The Determinants of Exit in an Open Economy. *Small Business Economics*, 3, 3, p. 225-232.

Forlani, David, Mullins, John W. (2000), Perceived Risks and Choices in Entrepreneurs' New Venture Decisions. *Journal of Business Venturing*, 15, p. 305-322.

Freear, John, Sohl, Jeffrey E. , Wetzel, JR, William E. (1994), Angels and Non-Angels: Are There Differences? *Journal of Business Venturing*, 9, 2, p. 109-123.

Gartner, William B., SHANE, Scott A. (1995), Measuring Entrepreneurship Over Time. *Journal of Business Venturing*, 10, 4, p. 283-301.

Gartner, William B. (1985), A Conceptual Framework for Describing the Phenomenon of New Venture Creation. *Academy of Management Review*, 10, 4, p. 696-706.

Gartner, William B. (1990), What are we talking about when we talk about entrepreneurship?. *Journal of Business Venturing*, 5, 1, p. 15-28.

Gartner, William B. (2001), Is There an Elephant in Entrepreneurship? Blind Assumptions in Theory Development. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25, 4, p. 27-39.

Gaspar, Fernando A. (2003), Caracterização da Criação de Empresas na Década de 90. *Proceedings das I Jornadas de Empreendedorismo e Gestão*.

Gaspar, Fernando A. (2003), O Estudo do Empreendedorismo e a Relevância do Capital de Risco. *Proceedings das XIII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica*.

Gaspar, Fernando A.(2004), Factores Regionais Determinantes da Criação de Empresas. *Proceedings das XIV Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica*, p. 407-416.

Helms, Marilyn M. (2003), The Challenge of Entrepreneurship in a Developed Economy: the problematic case of Japan. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 8, 3, p. 247-264.

Henrekson, Magnus (2002), Entrepreneurship: A Weak Link in the Welfare State. *SSE/EFI, Working Paper Series in Economics and Finance*, 518.

Hills, Gerald E., Sharader, Rodney C. (2002), Successful Entrepreneurs' Insights into Opportunity Recognition. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.

IAPMEI. *Estrutura Empresarial Nacional*.

IAPMEI. *Observatório da Criação de Empresas - Resultados do Inquérito de 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008*.

- Jack, Sarah L., Anderson, Alistair R. (2002), The Effects of Embeddedness on the Entrepreneurial Process. *Journal of Business Venturing*, 17, p. 467-487.
- Jadoon, Zafar I., KHAN, Atif R. (2004), Entrepreneurship and International Business. *Thunderbird International Business Review*, 46, 2, p. 227-235.
- Jesuíno, Jorge Correia, Reis, Elizabeth , CRUZ, Eduardo. (1988), Motivações Empresariais em Portugal - Uma Perspectiva Trans-Cultural. *Revista de Gestão*.
- Karlsson, Charlie, FRIIS, Christian , PAULSSON, Thomas. *Relating Entrepreneurship to Economic Growth* (2004).
- Krueger, JR, Norris F., BRAZEAL, Deborah V. (1994), Entrepreneurial Potential and Potential Entrepreneurs. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 18, 3, p. 91-104.
- Krueger, JR, Norris F., REILLY, Michael D. , CARSRUD, Alan L. (2000), Competing Models of Entrepreneurial Intentions. *Journal of Business Venturing*, 15, p. 411-432.
- Kuemmerle, Walter. (2005), The Entrepreneur's Path to Global Expansion. *MITSloan Management Review*, 46, 2, p. 42-49.
- Lambing, Peggy A., Kuehl, Charles R. (2003), *Entrepreneurship, 3rd edition*.
- Lee, Sam Y., Florida, Richard , ACS, Zoltan (2004), *Creativity and Entrepreneurship: a regional analysis of new firm formation*.
- Leite, Emanuel (2002), *O Fenômeno do Empreendedorismo - criando riqueza*. Recife - Brasil: Edições Bagaço.
- Leleux, Benoît, Surlemont, Bernard . (2003), Public versus private venture capital: seeding or crowding out? A pan-European analysis. *Journal of Business Venturing*, 18, 1, p. 81-104.
- Lerner, Josh. (1999), The Government as Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SBIR Program. *Journal of Business*, 72, 3, p. 285-318.
- Lerner, Josh. (2002), When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective 'public venture capital' programmes. *The Economic Journal*, 112, 477, p. 73-84.
- Lévesque, Moren. (2004), Mathematics, Theory, and Entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 19, p. 743-765.
- Liao, Jianwen, Welsch, Harold (2002), The Temporal Patterns of Venture Creation Process: An Exploratory Study. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.
- Low, Murray B., Macmillan, Ian C. (1988), Entrepreneurship: Past Research and Future Challenges. *Journal of Management*, 14, 2, p. 139-161.

- Low, Murray B. (2001), The Adolescence of Entrepreneurship Research: Specification of Purpose. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25, 4, p. 17-25.
- Lumpkin, James R. (1985), Validity of a Brief Locus of Control Scale for Survey Research. *Psychological Reports*, 57, p. 655-659.
- Mair, Johanna, MARTI, Ignasi (2004), *Social Entrepreneurship: What are We Talking About? A Framework for Future Research*. IESE Business School.
- Manigart, Sophie, Hyfte, Wim Van . (1999), Post-Investment Evolution of Belgian Venture Capital Backed Companies: Na Empirical Study. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, .
- Mccarthy, Breda (2003), The Impact of the Entrepreneur's Personality on the Strategy - formation and planning process in SMEs. *Irish Journal of Management*, 24, 1, p. 154-172.
- Mckelvey, Bill (2004), Toward a Complexity Science of Entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 19, p. 313-341.
- Mintzberg, Henry, Waters, James A. (1982), Tracking Strategy in an Entrepreneurial Firm. *Academy of Management Journal*, 25, 3, p. 465-499.
- Mitchell, Ronald K. et al, Busenitz, Lowell , LANT, Theresa (2002), Toward a Theory of Entrepreneurial Cognition: Rethinking the People Side of entrepreneurship Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 2, p. 93-104.
- Mueller, Stephen L. (2004), Gender Gaps in Potential for Entrepreneurship Across Countries and Cultures. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 9, 3, p. 199-220.
- Osnabrugge, Mark Van. (1998), Do Serial and Non-Serial Investors Behave Differently?: An Empirical and Theoretical Analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22, 4, p. 23-42.
- Palich, Leslie E., Bagby, D. Ray (1995), Using Cognitive Theory to Explain Entrepreneurial Risk-Taking: Challenging Conventional Wisdom. *Journal of Business Venturing*, 10, 6, p. 425-438.
- Parker, Edgar, PARKER, Philip Todd (1998), Venture Capital Investment: Emerging Force in the Southeast. *Federal Reserve Bank of Atlanta – Economic Review*, 83, 4, p. 36-47.
- Peña, I. (2004), Business Incubation Centers and New Firm Growth in the Basque Country. *Small Business Economics*, 22, 3, p. 223-236.
- Peña, Iñaki (2002), Intellectual capital and business start-up success. *Journal of Intellectual Capital*, 3, 2, p. 180-198.
- Peninon-Bernard, Marie-Annick (2004), *Private Equity: Development and Global Trends*.

Pereirinha, José A. et al, Rodrigues, Duarte , Madruga, Paulo (2003), *Indicadores de Empreendedorismo e Inovação*. Lisboa: DEEP / MST -Departamento de estudos, Estatística e Planeamento.

Porter, Michael (1990), *The Competitive Advantage of Nations*. New York: *The Free Press*.

Powell, James D., Bimmerie, Charles F. (1980), A Model of Entrepreneurship: Moving Toward Precision and Complexity. *Journal of Small Business Management*, 18, p. 33-36.

Reynolds, P., Storey, D.J. , Westhead, Paul (1994), Cross-national comparisons of the variation in new firm formation rates. *Regional Studies*, 28, p. 443-456.

Reynolds, Paul D. et al, Bygrave, William D., Autio, Erkko (2002), *GEM 2002 Executive Report*. London: Kauffman Foundation.

Reynolds, Paul D. et al, Bygrave, William D. , Autio, Erkko (2002), *Summary Report*. Babson College.

Reynolds, Paul D. et al, Bygrave, William D. , Autio, Erkko (2004), *GEM 2003 Executive Report*. In *Global Entrepreneurship Monitor*.

Reynolds, Paul D. (1991), Sociology and Entrepreneurship: Concepts and Contributions. *Entrepreneurship Theory and Practice*, p. 47-70.

Reynolds, Paul D.(1999), Creative Destruction: Source or Symptom of Economic Growth. In *Entrepreneurship, Small and Medium-Sized Enterprises and the Macroeconomy* Cambridge: Cambridge University Press, p. 97-136.

Reynolds, Paul et al, Bygrave, William D. , Autio, Erkko (2003), *GEM 2003 Executive Report*, *Global Entrepreneurship Monitor*.

Reynolds, Paul et al, CAMP, S. Michael , Bygrave, William D. (2001), *GEM 2001 Executive Report*. London: Kauffman Foundation.

Reynolds, Paul (1994), Autonomous Firm Dynamics and Economic Growth in the United States, 1986-1990. *Regional Studies*, 28, 4, p. 429-442.

Reynolds, Paul. *Entrepreneurship over Time: Measures of Activity and Recent Changes in the US: 1993-2003*, (2003), Max Planck Institute.

Ronstadt, Robert. (1986), Exit, Stage Left: Why Entrepreneurs End Their Entrepreneurial Careers Before Retirement. *Journal of Business Venturing*, 1, 3, p. 323-338.

Rosenstein, Joseph et al, Bruno, Albert V. , Bygrave, William D. (1993), The CEO, Venture Capitalists, and the Board. *Journal of Business Venturing*, 8, 2, p. 99-113.

Samuelsson, Mikael (2001), Modeling the Nascent Venture Opportunity Exploitation Process Across Time. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.

Sapienza, Harry J., Amason, Allen C., Manigart, Sophie (1994), The Level and Nature of Venture Capitalist Involvement in Their Portfolio Companies: A Study of Three European Countries. *Managerial Finance*, 20, 1, p. 3-17.

Sardinha, Boguslawa M., Carvalho, Luísa M. (2003), Posicionamento Estratégico da Península Ibérica Face ao Grupo de Viségrad. Análise das Condições Estruturais para o Empreendedorismo. *Proceedings das XIII Jornadas Hispano-Lusas de Gestão Científica*. Lugo. p. 95-102.

Savage, Grant T., Black, Janice A. (1995), Firm-Level Entrepreneurship and Field Research: The Studies in Their Methodological Context. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19, 3, p. 25-34.

Schumpeter, Joseph A. (1909), Sobre o Conceito de Valor Social. In *Quartely Journal of Economics* Oeiras: Celta Editora, p. 213-232.

Schumpeter, Joseph A. (1934), The theory of economic development. *Cambridge: Harvard University Press*.

Schumpeter, Joseph A. (1942), *Capitalism, socialism and democracy*. Londres: George Allen and Uniwn.

Schumpeter, Joseph A. (1996), *Ensaios - Empresários, inovação, ciclos de negócio e evolução do capitalismo*. Oeiras: Celta.

Schwartz, Robert G., Teach, Richard D. (2000), Research Note: entrepreneurship Research: An Empirical Perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24, 3, p. 77-81.

Shepherd, Dean A., Douglas, Evan J. , Shanley, Mark (2000), New Venture Survival: Ignorance, External Shocks, and Risk Reduction Strategies. *Journal of Business Venturing*, 15, p. 393-410.

Sherman, Hugh D. (1999), Assessing the Intervention Effectiveness of Business Incubation Programs on New Business Start-Ups. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 4, 2, p. 117-133.

Smart, Geoffrey H. (1998), Management Assessment Methods in Venture Capital: Towards a Theory of Human Capital Valuation. *Frontiers of Entrepreneurship Research*.

Steier, Lloyd, Greenwood, Royston (2000), Entrepreneurship and the evolution of angel financial networks. *Organization Studies*, 21, 1, p. 163-192.

Stewart, Alex (1991), A Prospectus on the Anthropology of Entrepreneurship. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 16, 2, p. 71-91.

Sturzenegger, Frederico, Tommasi, Mariano (1994), The distribution of political power, the costs of rent-seeking and economic growth. *Economic Inquiry*, 32, 2, p. 236-249.

Timmons, Jeffrey A., Bygrave, William D. (1986), Venture Capital's Role in Financing Innovation for Economic Growth. *Journal of Business Venturing*, 1, 2, p. 161-176.

Wang, Clement K., ANG, Bee L. (2004), Determinants of Venture Performance in Singapore. *Journal of Small Business Management*, 42, 4, p. 347-363.

Ward, Thomas B. (2004), Cognition, Creativity, and Entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 19, p. 173-188.

Watson, Warren, Stewart, JR., Wayne H. , Barnir, Anat (2003), The Effects of Human Capital, Organizational Demography, and Interpersonal Processes on Venture Partner Perceptions of Firm Profit and Growth. *Journal of businessVenturing*, 18, p. 145-164.

Wright, Mike et al, Hoskisson, Robert E. , Busenitz, Lowell W. (2000), Entrepreneurial Growth Through Privatization: the Upside of Management Buyouts. *Academy of Management Review*, 25, 3, p. 591-601.

Wright, Mike, Hoskiddon, Robert E. , Busenitz, Lowell W. (2001), Firm rebirth: Buyouts as facilitators of strategic growth and entrepreneurship. *Academy of Management Review*, 15, 1, p. 111-125.

Wright, Mike, Robbie, Ken , Ennew, Christine (1997), Venture capitalists and serial entrepreneurs. *Journal of Business Venturing*, 12, p. 227-249.

Wright, Mike, Westhead, Paul , SOHL, Jeff (1998), Editors' Introduction: Habitual Entrepreneurs and Angel Investors. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 22, 4, p. 5-21.

Yunos, Mohd G. (2002), Building an innovation-based economy: The Malaysian technology business incubator experience. *Journal of Change Management*, 3, 2, p. 177-188.

Zacharakis, Andrew L., Meyer, G. Dale , Decastro, Julio (1999), Differing Perceptions of New Venture Failure: a Matched Exploratory Study of Venture Capitalists and Entrepreneurs. *Journal of Small Business Management*, July 1999, p. Jan-14.

11.3. Teses:

Breeden, Douglas e Viswanathan, S.(1996), “*Why Do Firms Hedge? Na Asymmetric Information Model*”, Investigação - Trabalhos em Curso, Nº 9719, Duke University.

Carvalho, A. Calomiris, C. Matos, J. (2005), *Venture capital as human resource management*. São Paulo: Universidade de São Paulo.

Graham, John e Smith, Clifford W. (1996), “*Tax Incentives to Hedge*”, Investigação - Trabalhos em Curso, Nº 9713, The Fuqua School of Business, Duke University.

Gonçalves, Miguel A. (2000), *O empreendedorismo em Portugal*. Lisboa. Tese de mestrado defenida na I.S.C.T.E..

Ibrayeva, Elina S. (1999), *Entrepreneurship in Transitory Economies: Testing a*

Social Cognitive Model. Lincoln, Nebraska: Tese de Doutoramento defendida na University of Nebraska.

Pereira, Francisco J. (1998), *A Representação Social do Empresário: Factores de Criação de Empresas*. Tese de Doutoramento defendida no ISCTE.

Rocha, Luís Miranda da (2000), *A Teoria Financeira no Contexto das Pequenas Médias Empresas: O Caso do Sector Têxtil e de Vestuário em Portugal*, Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais apresentada na Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

Schwienbacher, A. (2002), *An empirical analysis of venture capital exits in Europe and in the United States*. Berkeley: University of California.

Viana, Rui Couto (1999), *Considerações Sobre o Sistema de Controlo Interno na Utilização dos Derivados*, Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

University of Amsterdam Finance Group, (2004), *Innovation and venture capital exits*.

Westin, A. (1994), *The impact of venture capital backing on IPO's in Sweden*. Dissertação Mestrado em Economia, Stockholm School of Economics and Business Administration, Stockholm, Sweden.

11.4. Sites Consultados:

1. www.taguspark.pt
2. www.centralbusiness.pt
3. www.portugal.gov.pt
4. www.iapmei.pt
5. www.jornaldenegocios.pt
6. www.apcri.pt
7. www.ey.com
8. www.evca.com
9. www.gem.com - Global Entrepreneurship Monitor (GEM)
10. www.gesbanha.pt
11. www.sbaer.uca.edu/research.

11.5. Relatórios Consultados:

APCRI: 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008

GEM: 2003,2004, 2005, 2006, 2007, 2008

ERNST & Young: 2004, 2005, 2006, 2007