

**UNIVERSIDADE CATÓLICA
PORTUGUESA . PORTO**
FACULDADE DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO

Finanças

Modalidade de Trabalho

Relatório de Estágio

Tema

Análise do Sector da Aquacultura da Óptica de Um
Operador de Private Equity

Nome Aluno

João Matos Nunes Cardoso da Graça

Data

Maio 2013



AGRADECIMENTOS

Este documento não poderia ter sido realizado sem o sempre disponível espírito aberto de colaboração de todos os membros da Inter-Risco, pelo que o primeiro agradecimento não poderia deixar de ser para esta fantástica casa que terei para sempre como referência de ambiente profissional a alcançar.

A conclusão deste relatório também não poderia ter sido possível sem a preciosa ajuda e orientação do Professor Doutor Ricardo Cunha, cuja a contribuição e esforço elevaram a qualidade deste trabalho a um patamar superior.

Não poderia também deixar de mencionar a Ana e o Pedro, meus colegas de estágio, que tornaram a minha experiência no mundo do trabalho em algo que não pensei que fosse possível no mundo empresarial.

Um agradecimento especial é também devido aos meus amigos, e à Rita, pela paciência, apoio, amizade e carinho ao longo de todo o processo.

Por último, os meus pais e família, em especial a minha tia Regina, pedras basilares da minha educação e desenvolvimento pessoal, cujos os conselhos e orientações me permitiram chegar onde cheguei, e almejar alcançar mais longe.

A todos, o meu Obrigado

SUMÁRIO

O objectivo deste relatório de estágio é retratar a perspectiva de uma empresa de Capital de Risco numa análise a um sector tradicional da Economia — a aquacultura. A pesquisa centra a sua atenção na análise do tecido empresarial Ibérico, mas também analisa brevemente o mercado Europeu. Nestes, são analisados o de potencial de crescimento do mercado e os seus riscos inerentes. Dada a situação actual de esgotamento da fauna marinha, foi colocada a possibilidade de a aquacultura poder vir a apresentar um elevado crescimento nos próximos anos, o que faria dele um candidato a um investimento por parte da empresa de Capital de Risco.

Após a análise do sector, e em particular do tecido empresarial português, concluiu-se que não existia nenhuma empresa em Portugal que se adequasse como alvo de investimento, e que factores como a volatilidade da produção e excessivas barreiras burocráticas em Portugal impedem uma operação *Greenfield* no sector, apesar do potencial de crescimento que se perspectiva que venha a ter.

ABSTRACT

This internship report aims to depict a Private Equity player's view of the old Economy industry of Aquaculture. The Iberian market is the core focus of the research, however there is also a concise analysis of the European corporate panorama. The main subjects treated in the foregoing analysis are Growth potential and probable risks. Given the current situation of excessive fishing and exhaustion of sea life, aquaculture was thought to undergo a high growth in the next years, hence making it a potential target for a Private Equity investment.

This study finds that there is no suitable company in the Portuguese market fit for the firm's investment, and that the excessive bureaucracy stands in the way of a Greenfield operation, even though the sector is expected to go through a period of fast growth.

Keywords: Private Equity; Aquaculture; Sector Analysis.

ÍNDICE

1	INTRODUÇÃO	4
2	A INTER-RISCO NO PANORAMA DO CAPITAL DE RISCO	6
2.1	O Capital de Risco – <i>Private Equity & Venture Capital</i>	6
2.2	A Inter-Risco	8
2.2.1	<i>Focus</i> e Estágios de investimento na Inter-Risco	8
2.2.2	Estratégia de investimento	10
3	O PROCESSO DA INTER-RISCO APLICADO À AQUACULTURA	13
3.1	Enquadramento da Aquacultura na estratégia da Inter-Risco	13
3.1.1	<i>Market Pre-Screening</i>	13
3.2	Análise do Mercado	14
3.2.1	Modelo de Negócio da Aquacultura	15
3.3	Análise do Produto	23
3.4	Levantamento de Potenciais Clientes (<i>Targets</i>)	24
3.4.1	Listagem dos <i>Players</i> do Sector com Dados Financeiros	26
3.5	<i>BenchMarks</i> Internacionais	28
3.5.1	Levantamento de <i>Players</i> Internacionais	28
3.5.2	Existência de Evidência de Estratégia de M&A	28
3.5.3	Presença na Cadeia de Valor	29
3.5.4	<i>Multiplies</i> das cotadas.	30
3.5.5	Levantamento de Transacções — ZEPHIR	30
3.6	<i>Business Case / Make a Decision</i>	31
3.6.1	<i>Shortlist</i> de Potenciais Alvos	31
3.6.2	<i>Greenfield Operation</i>	31
3.6.3	Economias de Escala e Identificação de Sinergias	32
3.6.4	<i>B2C</i>	32
3.6.5	Identificação de Potenciais Linhas de Desenvolvimento	32
4	CONCLUSÃO	33
5	REFERÊNCIAS	35

1 INTRODUÇÃO

Este documento foi produzido no âmbito de um estágio numa empresa de Capital de Risco, a Inter-Risco, Sociedade de Capital de Risco, com o objectivo de constituir o trabalho final de mestrado necessário à finalização do Mestrado em Finanças do autor.

O Capital de Risco constitui uma modalidade de investimento, na qual investidores adquirem uma posição de controlo numa empresa, com o objectivo de a vender à posteriori por um valor superior graças ao seu *input* na gestão. A palavra risco é incluída no termo não pela existência de risco de capital, mas sim pela apetência por empresas com grande potencial de valorização, cujo retorno esperado corresponda ao risco que os investidores estejam dispostos a correr. Assim, o Capital de Risco poderá ser uma mais-valia para empresas com grande potencial de crescimento, quer pela sua capacidade financeira, quer pela sua eficiência na alocação destes recursos financeiros – Chan (1983) e Sahlman (1990).

No âmbito deste trabalho, é fulcral desmistificar a ideia de que o Capital de Risco apenas investe em empresas em situações de constrição financeira. O Capital de Risco, por vezes, actua em estratégias de *Build Up* e consolidação de mercado, em áreas que considera estratégicas ou em áreas onde acredita poder criar sinergias que lhe proporcionem uma vantagem competitiva.

A Inter-Risco possui uma apetência por empresas do sector tradicional da economia, e no premente contexto de sobre exploração e extinção da fauna marinha, a aquacultura surge como uma área promissora, com um grande crescimento previsto a curto prazo, estimulado e apoiado por políticas nacionais e comunitárias. Auge, Cleeland e Wilson (2009).

Considerando esta situação, a Inter-Risco, aventou a possibilidade de empreender num investimento nessa área. Um investimento por parte de uma Sociedade de Capital de Risco envolve sempre um estudo de mercado, não apenas financeiro, mas também socioeconómico, antes da escolha efectiva de empresas a investir.

Este trabalho tenta descrever, dentro das limitações do autor, qual o método que a Inter-Risco aplica quando toma a decisão de estudar um sector de actividade – neste caso em concreto, o sector da aquacultura.

É assim explicado como é que a aquacultura se enquadra na estratégia da Inter-Risco e são estudados o modelo de negócio e a cadeia de valor da aquacultura, assim como os principais *players* ibéricos e europeus. O *Business Case* – um possível investimento a efectuar pela empresa – não chega a ser elaborado porque se conclui que a dimensão dos *players* nacionais inviabiliza a hipótese de investimento, e que o negócio da aquacultura possui demasiados riscos e condicionantes incompatíveis com a estratégia da Inter-Risco.

2 A INTER-RISCO NO PANORAMA DO CAPITAL DE RISCO

2.1 O Capital de Risco – *Private Equity & Venture Capital*

O termo capital de risco, devido à sua origem anglo-saxónica, é sempre acompanhado por alguma ambiguidade. Neste documento, Capital de Risco, ou *Private Equity*, seguindo a norma Europeia, será considerado como o termo congregador de todos os tipos de Capital de Risco: os aplicados a empresas já estabelecidas – *Buyout* – e os aplicados a empresas em fase inicial – *Venture Capital*. Nos Estados Unidos da América, a norma é utilizar o termo *Private Equity* para o primeiro tipo e o termo *Venture Capital* para o segundo. No entanto, há autores Norte Americanos que utilizam a terminologia Europeia (White, Hertz e D’ Souza 2011). Baseado também nesta terminologia é o documento produzido por Metrick e Yasuda (2009) com o objectivo de discriminar as diferenças entre os fundos de *Venture Capital* e *Buyout*, ambos considerados como subcategorias do *Private Equity*, ou Capital de Risco.

A ambiguidade presente na definição de Capital de Risco está presente na literatura mais antiga. Em 1988, Fried e Hisrich tratavam toda a indústria de *Private Equity* como um só. No entanto, no mesmo ano, Florida e Kenney começaram a examinar os diferentes tipos de empresas. Já em 1992, Bygrave and Timmons aprofundaram o escrutínio, identificando a heterogeneidade dos capitalistas de risco.

Um conceito igualmente importante na temática do *Private Equity* é o *Leveraged Buyout*, uma operação que compreende a aquisição por parte de uma empresa de investimento usando apenas uma fracção de capitais próprios, e o restante dívida. É um tema central de um número considerável de artigos de literatura da área, de autores como Kaplan e Stömberg, que, ao contrário deste documento, atribuem a designação de *Leveraged Buyout firms* às empresas de *Private Equity*.

Segundo James (2010), o Capital de Risco define-se como o financiamento de empresas em troca de uma posição na mesma. O operador de Capital de Risco, não tem expectativa, por norma, de receber um juro. A recompensa que espera ter é a valorização do seu capital investido na empresa.

Smolarski, Wilner e Yang (2011), classificam o Capital de Risco como uma vertente da indústria de investimento cujo sucesso depende de competências específicas de gestão e sectoriais. Por norma, entidades detentoras de quantidades maciças de

capital, como companhias de seguros, fundos de pensões, e bancos, não possuem o *skillset* das empresas de Capital de Risco, por isso investem em fundos destas empresas para que elas possam aplicar o seu capital com o *know-how* que possuem.

A indústria do Capital de Risco caracteriza-se por um risco transversal que afecta todos os participantes do processo. Assim, os operadores desta indústria investem bastantes recursos no desenvolvimento de estratégias de prevenção de risco, assim como em métodos de avaliação, que tentam adaptar a cada uma das indústrias que analisam, com base na informação financeira disponível. O objectivo desta metodologia é maximizar o valor das empresas onde investem, para que os seus fundos de Capital de Risco valorizem com os investimentos que fazem, Smolarski, Wilner e Yang (2011).

Dado este documento ter como metodologia a observação participante, os conceitos anteriormente mencionados e explicados não irão ter o mesmo relevo ao longo do desenvolvimento do trabalho. O aprofundamento e desenvolvimento de certos conceitos dever-se-á à adequação dos mesmos ao contexto em que a empresa opera.

2.2 A Inter-Risco

Com mais de 20 anos de experiência 200 milhões de Euros de investimentos no mercado ibérico, a Inter-Risco é uma empresa de referência na sua área, com uma performance exemplar.

Fundada em 1988, numa parceria entre o BPI e outras instituições de crédito internacionais, a Inter-Risco foi a primeira empresa de Capital de Risco não pública em Portugal. Em 1994, o BPI passou para a empresa, os seus investimentos de capital, e no ano seguinte aumentou a sua participação na empresa através de uma parceria com o IAPMEI. Em 1996 fechou o seu primeiro fundo de investimento – FRIE-Banco BPI – com um valor de 46,5 milhões de Euros, focado em investimentos de expansão em pequenas e médias empresas. No ano seguinte, fechou o segundo fundo – FRIE-Inter-Risco – direccionado a investimentos de *Early Stage*, totalizando 5 milhões de Euros de investimento capturado. Em 2003, é fechado o terceiro fundo – Fundo Caravela – com o objectivo de investir 30 milhões de Euros em estratégias de expansão e *buld-up* em pequenas e médias empresas. Dois anos depois, o grupo BPI adquire a posição do IAPMEI e passa a ser detentor da totalidade da empresa. Em 2010, a equipa de gestão acorda com o banco a compra de uma posição maioritária da empresa, mantendo-se este como patrocinador, e no ano seguinte é fechado o Fundo Inter-Risco II no valor de 81,5 milhões de Euros.

Tendo registado mais de 40 aquisições desde 2007, a Inter-Risco conjuga o trabalho em equipa com o conhecimento de mercado do grupo BPI. Apesar desta relação com o Banco, a Inter-Risco é uma entidade totalmente independente, sendo a maioria do capital detida pela equipa de gestão, que controla todas as decisões estratégicas e de investimento.

2.2.1 *Focus* e Estágios de investimento na Inter-Risco

A Inter-Risco selecciona os seus investimentos de um modo único, e a sua estratégia de investimento é singular no mercado. A “velha Economia” é o *focus* da maioria dos investimentos da Inter-Risco, onde procura fazer aquisições dos mais diversos quadrantes de modo a mitigar o risco global. O *target* deve ainda estar inserido num contexto de um mercado com grandes barreiras à entrada, uma concorrência

fragmentada, ou um elevado potencial de crescimento – factor fundamental apontado também por um estudo da Deloitte sobre o Capital de Risco (2006).

O *focus* do investimento da Inter-Risco são empresas mais maduras que estejam na fase média ou mais tardia do seu ciclo de vida, isto é, *expansion* ou *mezzanine*. A empresa não tem como objectivo ser uma *seed capital*, pelo que procura primordialmente empresas em estado mais desenvolvido para investir. Esta preferência é partilhada por cerca de 70% do panorama do Capital de Risco Europeu, de acordo com estudo de Dawson (2006), que se baseou nos dados da Associação Europeia de *Venture Capital*, associação que apesar do nome se refere a toda a indústria de *Private Equity*.

A Inter-Risco dá primazia a investimentos onde possa obter crescimento através do aproveitamento de sinergias, economias de escala e de gama, e a criação de uma forte entidade empresarial com presença no mercado nacional – uma estratégia de *build-up*. O panorama empresarial português é consistente com esta estratégia, estando o mercado alvo dos investimentos, as pequenas e médias empresas, enquadrado na descrição anterior. Tipicamente, a classificação destas empresas como pequenas e média tem como base o seu *turnover* – entre 5 e 100 milhões de Euros.

A Inter-Risco tem preferência por uma estratégia de *buyout*, isto é, foca-se em aquisições de posições maioritárias nas empresas em que investe, seja em investimentos directos, seja em parceria com outros investidores.

Um ponto-chave na singularidade da Inter-Risco é o modo como define e elege o seu próximo investimento. Em vez de esperar por novas propostas, a empresa aposta numa análise constante de mercado em busca de novas oportunidades de investimento. A equipa de gestão procura proactivamente novas aquisições, estudando cerca de 10 negócios por mês. Os investimentos com origem em estudos da equipa representam, num passado recente, mais de 70% dos investimentos realizados. Esta realidade confirma umas das conclusões do estudo de Elango, Fried, Hisrich e Polonchek (1995), que identifica os investidores [de capital de risco] de *late stage* como os que mais tempo empregam na análise de novos investimentos.

Em todos os investimentos realizados, a Inter-Risco adopta um processo de acompanhamento constante. Em alguns casos, recorre a empresas caçadoras de talentos

para contratar elementos administrativos e de gestão para as empresas que está a reformar e renovar, elementos como CEOs, CFOs, ou *Marketeers*, que já tenham provas dadas na área.

Outra análise que a empresa efectua é ao mercado recente de fusões e aquisições. É desejável que haja um mercado activo na área a investir para que seja possível antecipar e definir uma estratégia de saída, isto é, o desinvestimento. A importância da estratégia de saída é avaliada no artigo de MacMillan, Robin e Narasimha (1985).

2.2.2 Estratégia de investimento

Como é referido anteriormente, a empresa procura proactivamente novos investimentos, em vez de se limitar a aguardar novas propostas. No entanto, esta busca de novas oportunidades não se enquadra na estrutura típica do capital de risco. Como a empresa não se dedica a um sector específico, o estudo de um novo investimento não se limita à análise de uma empresa, mas sim à análise de todo um novo sector de actividade, isto é, um análise sectorial.

Este método designa-se de *Top-Down*, Grundke (2008), ou seja, primeiro é considerado o mercado, e apenas depois é que se procura uma empresa — *Target* — onde investir. É precisamente esse decorrer de acontecimentos que este documento almeja descrever, mas detalhando os passos que foram tomados na análise de um sector em particular.

Por vezes, a decisão de investimento surge de um dos *Partners* da Inter-Risco, que comunica a um dos *Associates* o interesse em conhecer mais aprofundadamente uma certa área. Como também é referido por Fried e Hisrich (1988), em alguns casos, este interesse deve-se, a alguma experiência ou conhecimento passado na área, aliado a recentes desenvolvimentos económicos.

Sinalizado o interesse na área, a primeira fase consiste numa análise de mercado e dos *drivers* de criação de valor do mesmo: potencial de crescimento (Dawson, 2006), fragmentação, internacionalização e barreiras à entrada. Nesta fase é também estudado o mercado de fusões e aquisições, assim como as suas tendências.

A segunda fase designa-se de *Cherry-picking*, e compreende uma análise mais aprofundada dos principais *players* do sector, que poderá incluir visitas aleatórias a alguns destes *players*. Começa-se também a definir o possível posicionamento da empresa, isto é, delimitação de estratégia de preços, clientes e produtos. É elaborada uma análise financeira preliminar e uma validação estratégica. Desta fase também consta uma breve análise à equipa gestora dos potenciais *targets*. Nesta fase, a Inter-Risco dá especial valor ao desempenho financeiro da empresa. Como os alvos da empresa são, por norma, empresas maduras, os indicadores financeiros são estudados aprofundadamente como base para perspectivar as possibilidades de crescimento e poupança. O documento de Smolarski, Wilner e Yang (2011), apoiado nos estudos anteriores de Hand (2005), e Manigart *et al* (2000), afirma que consoante mais desenvolvida uma empresa é, mas importante são os seus reportes financeiros.

Outro factor que caracteriza abordagem da Inter-Risco a um novo investimento, é uma dedicação ao controlo de todos os aspectos envolvidos no processo, assim como a estruturação de raiz de propostas que permitem à empresa maximizar a rentabilidade e valor das suas aquisições.

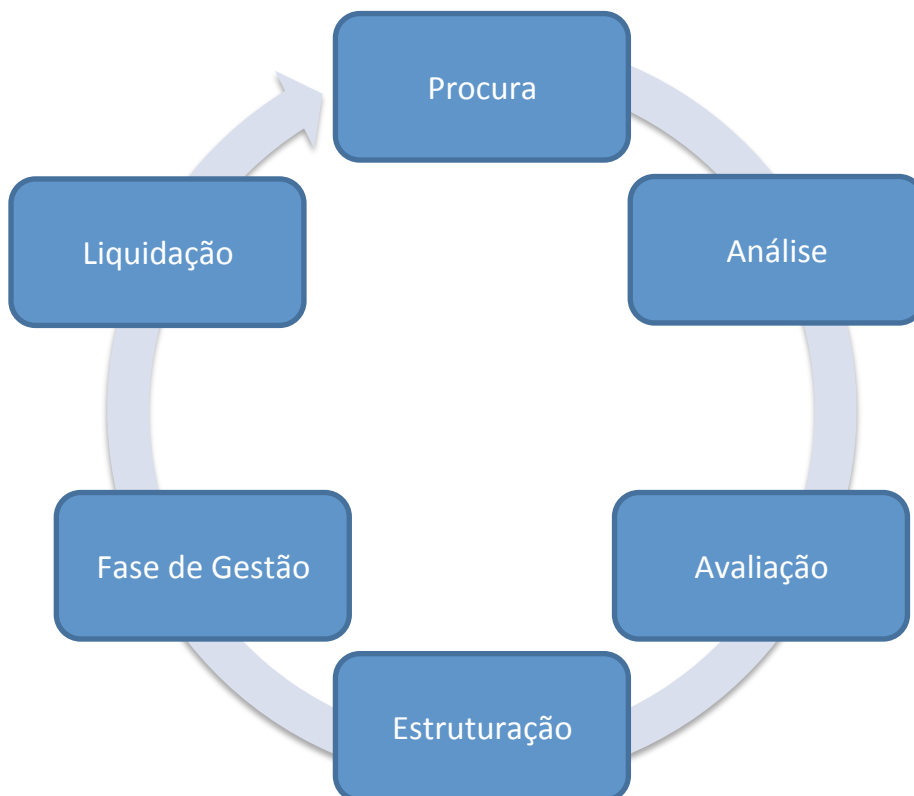
A Inter-Risco mantém uma relação de proximidade com as empresas participadas, não apenas no aconselhamento e orientação, mas também na implementação de novas medidas e contratação de novos quadros. Esta é uma das características que Wright e Robbie atribuem aos Capitalistas de Risco, no seu estudo de 1998, que afirmam que este tipo de investidores, por norma, se envolve activamente na gestão das participadas.

A Estratégia de *buyout* da Inter-Risco, ao contrário da comumente referida na literatura, apesar de por vezes recorrer a dívida, não se pode classificar como sendo de *leveraged buyout*, pois a alavancagem financeira que aplica na estruturação de planos de financiamento mantém-se em níveis mínimos.

Na literatura recente, Kaplan e Strömberg (2009), apoiados também no artigo de Cumming, Siegel, and Wright (2007), atribuem às empresas de Capital de Risco Europeias a capacidade melhorar a performance e aperfeiçoar as práticas laborais das empresas onde investem.

Assim como neste relatório, Fried e Hisrich, (1988), produzem um documento onde tentam construir uma ponte entre a teoria e a prática. Neste, apresentam as fases de um investimento por parte de uma empresa de Capital de Risco, que, de certo modo, se assemelham às da Inter-Risco: Procura [de um novo investimento], Análise [*Screening*], Avaliação, Estruturação [do investimento e da empresa], Fase de Gestão, e Liquidação [desinvestimento].

FIGURA 1
Fases de um Investimento



3 O PROCESSO DA INTER-RISCO APLICADO À AQUACULTURA

3.1 Enquadramento da Aquacultura na estratégia da Inter-Risco

3.1.1 *Market Pre-Screening*

Enquanto indústria da velha economia, a Aquacultura respeita um dos critérios básicos para se qualificar como alvo de interesse do Fundo de Capital de Risco da Inter-Risco. Os hábitos de consumo dos portugueses, de Espanha, e do resto da Europa ocidental e mediterrânica, garantem um mercado com dimensões mais do que suficientes poder ser considerado apetecível. Mais ainda, diversos estudos (WWF e MSC – 2013), apontam que ao longo dos próximos anos o peixe será uma fonte proteica primordial das dietas europeias. Considerando que as reservas pesqueiras mundiais estão numa fase de declínio acelerado, o único meio possível de satisfazer esta procura de produtos piscícolas é através um processo de produção controlado pelo homem. A Aquacultura surge, portanto, como uma indústria como um crescimento promissor.

Outra condição necessária num hipotético investimento é a fragmentação e/ou a existência de barreiras à entrada. Começando pelo segundo factor, a aquacultura é uma indústria que exige um elevado investimento inicial, seja em terrenos, infraestruturas e construção de tanques se for em terra, ou em gaiolas (*cages*) se for cursos de água naturais ou mar. Há que considerar também o complexo processo burocrático necessário, que desmotiva muitos investidores. Relativamente à fragmentação, pode-se recorrer à investigação conduzida durante o estágio, que revelou um mercado nacional com mais de 1500 produtores, sendo que desses produtores, apenas 9 apresentavam um volume de facturação médio nos últimos 3 anos superior a 1 milhão de Euros.

No entanto, as barreiras poderão ultrapassar o desejado. O processo burocrático de licenciamento para iniciar actividade no sector é longo e repleto de impedimentos. O tempo necessário para abrir um estabelecimento de produção aquícola, ronda, em média, os 4 anos. São necessários ter em conta 26 Planos de Ordenamento do País e Orla Costeira, que requerem a elaboração de inúmeros estudos e pareceres. A demora que certos passos do processo burocrático tem afastado diversos investimentos na área nos últimos anos, e atrasado o desenvolvimento de outros.

Aparentemente, o sector aquícola reúne as condições necessárias que justifiquem um estudo mais aprofundado, pois passa o teste de pre-screening da Inter-Risco.

3.2 Análise do Mercado

Como é referido anteriormente, a Análise de Mercado compreende vários passos. A ordem adoptada neste documento, dado a natureza descritiva do mesmo, poderá não ser a mais lógica ou comum, mas foi a ordem pela qual o processo decorreu.

A primeira fase consistiu no levantamento de todos os *players* ibéricos do sector da aquacultura. Esta listagem foi feita com recurso à base de dados SABI, que, na pesquisa inicial devolveu um ficheiro contendo mais de 800 resultados. Esta lista inicial requereu um trabalho de filtragem, para distinguir quais as empresas que verdadeiramente se dedicavam ao negócio da aquacultura, ou se apenas estavam relacionadas com este por poderem vender equipamentos ou bens cujo um dos fins pudesse ser a indústria aquícola.

Após esta filtragem, e também a exclusão de empresas já falidas ou fora da actividade há alguns anos, sobrou uma lista de 178 empresas, operacionais e com dados financeiros na península ibérica — 21 em Portugal, e 157 em Espanha. Para efeitos práticos, apenas foram consideradas empresas que tivessem apresentado um resultado operacional médio superior a 400 mil Euros entre 2006 e 2011.

Este número contrasta com as estatísticas do INE, que assinalam a atribuição de 1561 licenças de exploração na área em Portugal, mas há que considerar que o anterior número (21) é o resultado de uma base de dados, que sofreu sucessivas reduções de modo a ter em conta apenas empresas com certas características. É importante também ressaltar que apesar de, por comparação, o número parecer reduzido, as 21 empresas apresentam uma receita operacional conjunta superior ao valor atribuído ao sector aquícola pelo instituto nacional de estatística. Este contraste poderá ser alvo de algum cepticismo, mas o autor tentará descortinar esta disparidade ao longo dos próximos parágrafos.

Dimensionar o mercado português de aquacultura é uma tarefa algo complexa, devido a uma multiplicidade de factores a ter em conta. Mas, no contexto deste documento, o mercado será avaliado pelo método definido pela Inter-Risco – a soma dos resultados operacionais das várias empresas a operar na área – neste caso a soma das 21 empresas, o que perfaz um total de 51 milhões de Euros para o ano de 2011, e 55 para 2010. Este valor, como referido anteriormente, contrasta com os 46 milhões de

Euros apresentados pelo INE, o que poderá, entre outros, dever-se ao facto de algumas empresas consideradas pela Inter-Risco não apenas criarem e comercializarem peixe de aquacultura, mas também de origem piscatória.

Mas mais revelante que esta discrepância, é a dimensão do número em si, isto é, aproximadamente meia centena de milhões de Euros. Este número parece demasiado pequeno para este sector poder despertar o interesse da Inter-Risco. No entanto se se considerar as importações de pescado contabilizadas pelo INE – 1468 milhões de Euros – e se se considerar que uma parte significativa destas são de animais com origem aquícola, começa a afigurar-se que apesar das vendas nacionais serem reduzidas, há uma grande margem para expansão, caso a produção nacional aumente, isto é, a possibilidade de a produção nacional substituir a importação de peixe de aquacultura.

Assim, o requisito da dimensão de mercado pode considerar-se satisfeito.

Nesta análise mais profunda foi considerado também o problema da burocracia sufocante, referida no final do capítulo anterior. Esta questão aparenta estar em vias de ser resolvida. A ministra da agricultura do actual governo já demonstrou disponibilidade para se debruçar sobre o assunto e simplificar o processo de entrada no sector. Está a ser desenvolvido um “manual” de procedimentos, que visa enunciar todos os passos a tomar, e a ministra declarou que intenciona tomar diligências para que o processo se torne mais lesto, eliminando e condensando o número de licenças a obter e pareceres aos quais é necessário ser submetido. O próprio primeiro ministro anunciou linhas de apoio à iniciativa no sector na casa das dezenas de milhões de Euros, e o ministra da agricultura definiu metas de produção para os anos vindouros. É de referir que este tipo de iniciativas não é excepcional, na medida em que na legislatura anterior, o ministro da agricultura também anunciou metas de duplicação da produção nacional, que não foram cumpridas, de todo.

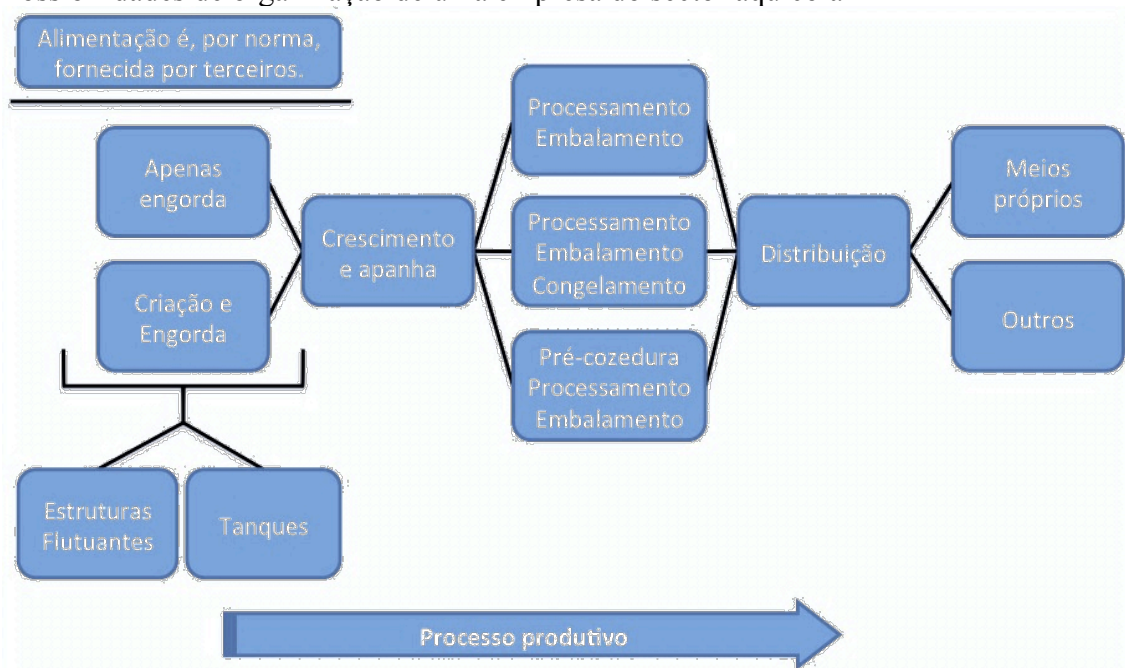
3.2.1 Modelo de Negócio da Aquacultura

A estrutura organizacional da aquacultura pode tomar diversas formas e estruturas. Antes de escrutinar as várias estruturas, é importante conhecer as principais categorias (opostas entre si) poderão ser: baseadas em terra ou dentro de tanques versus gaiolas (maioritariamente marinhas), as explorações dividem-se também por intensivas versus extensivas. Há ainda uma categoria separada, a do marisco, geralmente cultivado

em estruturas flutuantes em estuários ou ao longo da costa. Para uma melhor contextualização e percepção das categorias descritas, consultar a *factsheet* disponibilizada no site da União Europeia. Há ainda as empresas exclusivamente dedicadas à criação de ovas e dos alevins (crias de peixe), assim como empresas dedicadas à produção de rações, farinhas e óleos alimentares.

A nível do modelo organizacional, há empresas que optam por apenas criar os espécimenes, para venda na lota ou mercado mais próximo, enquanto que outras se dedicam ao transporte dos mesmos para consumidores finais ou agentes intermédios. Nas ilhas Canárias e Baleares, há casos de múltiplos produtores que se associaram e todos descarregam a sua produção, para uma única empresa, que processa, embala e distribui os animais todos sobre a mesma marca, como se de uma cooperativa se tratasse. Há empresas, que levam a integração vertical mais avante, sendo responsáveis desde a desova dos alevins até à entrega ao grande retalho, como é o caso da Pescanova, ou da Frescomar. No sector do marisco, há um processo pelo qual todos os animais têm de passar antes de poderem ser comercializados, um banho químico denominado de depuração, o qual alguns produtores optam por fazer individualmente, outros cooperativamente, e outros optam por vender a sua produção a uma empresa que se encarrega da depuração, embalagem e distribuição. O esquema abaixo representa as várias possibilidades organizacionais dentro do negocio da aquicultura:

FIGURA 2
Possibilidades de organização de uma empresa do sector aquícola



Naturalmente, a integração de mais ou menos fases do processo depende da dimensão da empresa, e da disponibilidade de capital a investir. Dado a diversidade de factores a ter em conta, a decisão de quais os processos a integrar, foi relegada para uma fase mais tardia em que a informação e riscos de mercado de cada uma delas já fosse conhecido, pelo que o autor continuou a investigar as características, riscos e potenciais de todos, ou quase todos, os tipos de aquacultura, para que posteriormente pudesse ser escolhido o caminho a seguir.

O modelo de negócio da aquacultura diferencia-se consoante o tipo de criação a que se dedicam. Os seguintes quadros, foram criados com o objectivo de servirem de linhas orientadoras para a construção de um eventual modelo de negócio.

FIGURA 3
Proposta de Valor

Peixe de Água Salgada	Peixe de Água Doce	Marisco	
Dourada	Truta	Camarão	Ameijoia
Robalo	Esturjão	Caranguejo	Mexilhão
Rodvalho	Enguia	Lagosta	Ostra
Maioritariamente para comercialização fresco, num prazo de 48 horas.	Cultivados pelas suas ovas, caviar. Enguias são vendidas, por norma, vivas.	O marisco é comercializado quer fresco quer congelado, mas geralmente não processado, é vendido inteiro, excepto os crustáceos de maiores dimensões.	
O salmão é um peixe, que, na natureza, vive em ambas as águas. É muitas vezes criado para ser vendido numa gama de preços superior.			

A nível de determinação do preço, os produtores podem optar por diversos segmentos de mercado, em quase todas as espécies. Existem salmões de origem aquícola mais caros que o preço médio de salmão de origem tradicional. Como é referido na figura, o marisco dificilmente sofre transformações, é por norma embalado inteiro ou em metades (no caso das espécies maiores). No pescado, muitas das empresas que o comercializam depositam esforços na promoção da frescura do seu produto para que possa ser visto pelos clientes como uma alternativa viável ao pescado tradicional.

No caso do esturjão, os produtores apostam na segmentação *premium* do seu produto como forma de o integrar numa gama de preços mais elevada.

FIGURA 4
Segmento de Clientes e Canais de Distribuição

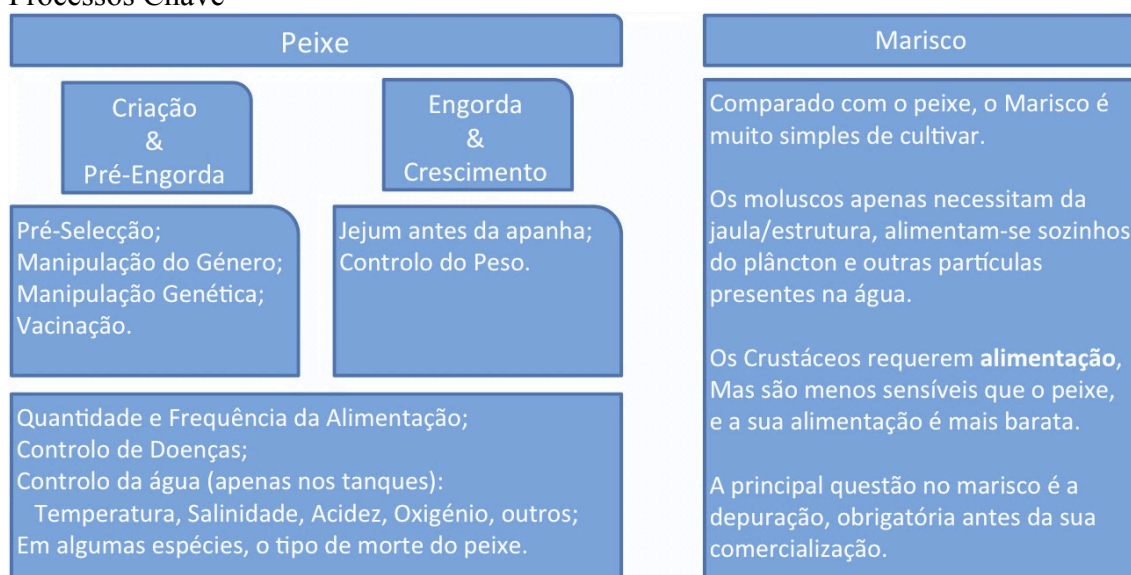
	Peixe de Água Salgada	Peixe de Água Doce	Marisco
Clientes	Lota>Horeca	Ovas e Caviar:	Lota>Horeca
	Lota>Retalho	-Horeca	Lota>Retalho
	Lota>Peixarias	-Lojas Gourmet	Lota>Peixarias
	Ou directamente a:	-Retalho:	Ou directamente a:
	Restaurantes	Enguias:	Restaurantes
	Retalho	-Restaurantes	Retalho
	Peixarias	Peixe: -Ver água salgada	Peixarias
Distribuição	Individualmente, em Cooperativas, ou é uma grande empresa que compra directamente ao produtor e cuida do resto do processo.	Os produtores de Ovas e Caviar normalmente possuem meios próprios de embalagem e distribuição.	A estrutura mais comum consiste em pequenos produtores que entregam a sua produção a uma empresa que trata da depuração, embalagem e distribuição.

Um produto com um canal de distribuição muito peculiar são as enguias. Vários produtores destinam a totalidade da sua produção para restaurantes, e alguns apenas vendem a clientes que vão directamente às instalações adquirir os animais.

Já o os produtores de caviar, pelo posicionamento de mercado dos seus produtos, muitas vezes possuem meios próprios de distribuição, pelo vários retalhistas, como meio de criação de relações com o cliente, e garantia de uma promoção adequada do produto.

O marisco, como referido na figura, é, por vezes, criado por pequenos produtores que, cooperativamente conduzem a sua produção para um centro depurador que posteriormente se dedica ao tratamento, embalagem e distribuição do produto

FIGURA 5
Processos Chave

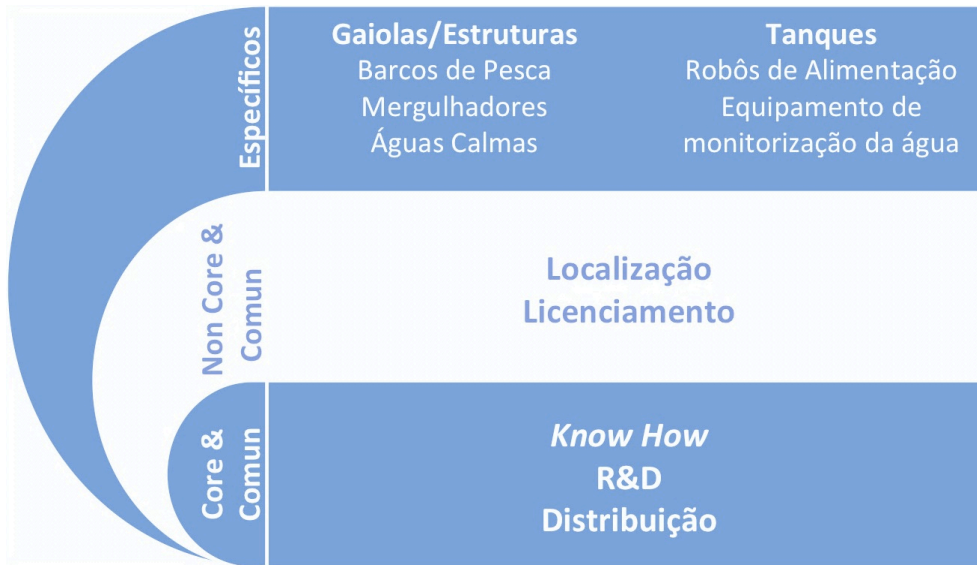


A criação de pescado obedece a requisitos muito rigorosos, pois estes animais são muito sensíveis, seja a doenças, seja a factores ambientais. Há espécies cuja reprodução e manutenção em cativeiro era impossível, devidos a factores de stress, ou ambientais. No caso da produção de caviar, por exemplo, se a fêmea não for abatida rapidamente, todas as suas ovas azedam e o produto ficam impróprio para comercialização.

Há agentes dedicados à criação e pré-engorda, a fase dos alevins; há agentes dedicados à engorda e crescimento; e há agentes que se dedicam a ambas as fases. Por vezes depende da dimensão da empresa, e por vezes depende de algumas espécies necessitarem de um processo de criação muito rigoroso e controlado devido à sensibilidade dos alevins. No caso do salmão, há vários grupos internacionais de grandes dimensões dedicados à produção de salmão, mas que dependem de empresas que se dedicam à criação de alevins para poderem reabastecer a sua produção. Já na dourada e robalo, é comum as empresas que integrarem a criação de alevins nas suas operações.

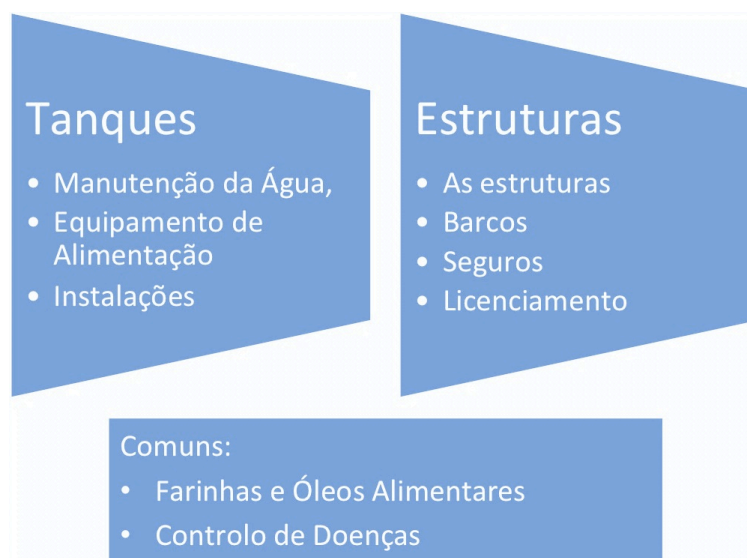
Por sua vez, o marisco, produzido nos estuários ou cursos naturais de água, é menos exigente e nalgumas espécies nem necessita de alimentação por parte do criador. Apenas é necessário assegurar a segurança das estruturas de criação.

FIGURA 6
Recursos Chave



A necessidade de *know how* é transversal a todo o sector, pois cada espécie tem a sua particularidade ou segredo no cultivo, pelo que a experiência é muitas vezes um recurso chave na criação de um novo negócio. A investigação permite inovar na produção de algumas espécies a introdução de outras à produção em cativeiro. A localização é um factor que costuma ser influenciada pelo licenciamento, mas no caso de ser uma produção em gaiolas ou estruturas flutuantes, depende maioritariamente do tipo de água que as espécies necessitam para se desenvolver.

FIGURA 7
Principais Custos



Os custos, pela sua importância nesta análise, serão discutidos conjuntamente com outros factores a seguir à figura 8.

FIGURA 8
Parceiros Chave



Neste sector, as parcerias são fontes de inovação, poupanças e sinergias. As empresas dependem muitas vezes das universidades para poderem implementar novos processos na criação das suas espécies, e os apoios governamentais e comunitários são, por vezes, imprescindíveis à criação de uma nova empresa. A distribuição é uma parte do negócio que algumas empresas adoptam por integrar, e outras optam por relegar num terceiro, dependendo da estrutura de clientes que possuem – há empresas que vendem a maioria do seu produto localmente e outras exportam a totalidade da produção.

As figuras anteriores permitiram obter uma perspectiva simplificada de algumas das particularidades do sector, e fazer algumas distinções para que a análise se focasse principalmente em dois tipos de aquacultura, quando fosse necessário apresentar a proposta de investimento aos órgãos de decisão da Inter-Risco.

A principal divisão que ficou delineada foi entre a aquacultura marinha, em gaiolas, e a aquacultura terrestre, em tanques. Esta divisão levou a uma análise sumária dos prós e contras de cada um destes tipos.

Requisitos de CAPEX

Neste plano, apesar de as gaiolas poderem ser bastante dispendiosas, considerou-se que a aquacultura terrestre requer um investimento inicial bastante superior, quer pela necessidade de aquisição de terreno, quer pela necessidade de construção de tanques e aquisição de equipamentos de alimentação.

Custos de Electricidade/Energia

A aquacultura marinha não exige grandes custos energéticos no decorrer da sua actividade – apenas o combustível que os barcos consomem constitui um custo – e apesar dos produtores do sector reclamarem benefícios fiscais iguais ao do restante sector pesqueiro (gasóleo mais barato), estes custos energéticos situam-se abaixo da despesa que uma unidade de produção terrestre exige no decorrer da sua actividade.

Volatilidade da produção

Neste departamento, ambos os tipos de aquacultura estão sujeitos a doenças que podem destruir a produção de anos em apenas dias, pois os peixes são muito sensíveis. No caso das gaiolas há ainda o risco suplementar de fuga ou ataque por parte de um predador.

Licenciamento – requisitos

Por basear a sua actividade num recurso publico (os rios e os mares) a aquacultura baseada em gaiolas tem um processo de licenciamento ainda mais exigente que o já moroso processo de licenciar uma exploração aquícola terrestre.

Apesar das diferenças no sector, é de apontar que os pontos comuns são superiores, e que muitos recursos e parceiros podem ser aproveitados no caso de uma empresa decidir operar em ambos os sectores. A dependência da investigação como forma de inovar é algo notado por quase todos os produtores, e os apoios, europeus e nacionais, são parceiros-chave para qualquer empresa que deseje iniciar actividade.

3.3 Análise do Produto

Um factor determinante na avaliação de um modelo de negocio, é o bem em si, o produto a vender – neste caso, o peixe, e o marisco. Independentemente de criado em tanques ou em gaiolas, há factores transversais a todo os produtos de origem aquícola.

Dados dos próprios produtores apontam para variações superiores a 100% em períodos inferiores a 12 meses.

Apesar de o preço do pescado ter uma tendência global a aumentar com o passar do tempo, os valores históricos apresentam elevada volatilidade. Esta volatilidade surge negativamente correlacionada com uma produção igualmente volátil. A esta volatilidade da produção (explicada no ponto anterior) associa-se o facto de, em Portugal não existem seguros que cubram o sector da aquacultura – não há forma de os produtores se protegerem da possibilidade de perda total de uma colheita.

Esta análise foi muito superficial, pois ficaria destinada a ser elaborada mais tardiamente, caso a aquacultura fosse passando no crivo dos requisitos necessários para ser alvo de investimento. No entanto, a volatilidade elevada do preço e produção de pescado ficou provisoriamente classificada como possível factor de risco, a considerar futuramente.

3.4 Levantamento de Potenciais Clientes (*Targets*)

A lista preliminar das potenciais empresas a adquirir já tinha sido elaborada. Mas dada a vertente internacional da empresa, seria necessário analisar a actividade nos outros países europeus, para além da península ibérica. Por motivos estratégicos e de comparabilidade, os países seleccionados foram os situados na bacia mediterrânica – França, Itália e Grécia – dado que a dieta destes poderia admitir importações de peixes e marisco cultivados em Portugal, e que as empresas a operar nestes poderiam ser consideradas concorrentes ou potenciais alvos. A título informativo, foi também incluído o Reino Unido, por ser um caso de sucesso na produção de salmonídeos, nas suas costas banhadas por águas com temperaturas mais baixas. Este estudo não se alinha na conclusão de MacMillan et. Al. (1987) que defende que as empresas de Capital de Risco colocam mais ênfase na análise do empreendedor do que na análise do mercado e do produto.

Dado o modelo típico de *ownership* de empresas de aquacultura, o levantamento das empresas a operar nos países em questão foi um processo algo moroso e sensível a erros. Maioritariamente porque, como em Portugal, não há uma única associação, que liste todas as empresas activas no sector. Assim como em Portugal, existem várias associações, cada uma com uma lista diferente, mas sempre com um número muito reduzido de empresas. Foi necessário conjugar e cruzar a informação disponibilizada por sites governamentais e europeus, estudos por parte de entidades privadas, directórios de empresas online, relatórios da FAO (UN), e as listas de empresas das associações existentes, para que fosse possível sintetizar o estado da indústria aquícola de cada um dos países.

França

A indústria aquícola francesa ocupa a segunda posição na tabela de produtores da União Europeia. Apesar de estar em declínio desde o final da década de 1990, em 2009 foram retiradas cerca de 230 mil toneladas de pescado, marisco e caviar das mais de 3500 explorações em actividade, que envolviam cerca de 19 mil trabalhadores, gerando uma receita superior a 700 milhões de Euros. Cerca de três quartos da produção foram de marisco, nomeadamente ostras. A ostricultura é um sector de peso na economia francesa. O declínio da última década deveu-se essencialmente a 4 factores, competição com outras indústrias pela ocupação e uso do espaço marítimo,

concorrência feroz por parte de produtores de países menos desenvolvidos que conseguem praticar preços mais baixos, alguns casos de mortalidade que dizimaram colheitas/pescas em alguns anos e impedimentos e barreiras burocráticas e ambientais que impedem o desenvolvimento do sector. (FAO e UE)

Itália

Itália tem disputado a posição de segundo com França, no entanto, o longo e moroso processo burocrático que é necessário ultrapassar para se operar no sector tem impedido que este se desenvolva mais rapidamente. Em 2009, a produção ultrapassou as 160 mil toneladas, gerando uma receita superior a 470 milhões de Euros. A indústria aquícola italiana tem tradição no bivalve e na truta, mas há uma tendência para o crescimento da produção de espécies marinhas, dado a extensa costa do país. (FAO e UE)

Grécia

Aproveitando a sua geografia, a Grécia tem-se tornou-se num gigante na última década, com uma produção aquícola que constitui uma parte significativa do seu sector primário. A criação de espécies marinhas tornou a Grécia no líder Europeu na produção de Dourada e Robalo. O sector tem passado por múltiplas fusões e diversas consolidações, tendo-se estabilizado nos anos anteriores à crise económica, com seis grandes grupos, listados no índice bolsista grego. A Grécia foi um caso de sucesso de rápido crescimento que revolucionou o sector ao explorar espécies (marinhas) que anteriormente tinham uma produção considerada marginal. Em 2009, apesar do declínio devido à instabilidade no país, as produções gregas extraíram 120 mil toneladas de pescado das suas explorações, com um valor aproximado de 400 milhões de euros. (FAO e UE)

Reino Unido

O Reino Unido constitui um caso particular neste sector. Apesar da sua produção ultrapassar a italiana, nesta comparação foi dada mais relevância ao sector italiano devido ao facto da produção britânica sê-lo apenas geograficamente, isto é, os produtores do Reino Unido são, na sua maioria, grupos noruegueses que se instalaram nas linhas costeiras do norte, na zona da Escócia. Estas empresas dedicam-se

maioritariamente à produção de salmão, que representa 74% do total das 200 mil toneladas produzidas pelo país, e 86% dos 540 milhões de Euros de receita. (FAO e UE)

Após este *overview* Europeu, que resultou numa lista de 30 empresas Francesas, 19 Italianas, 19 Gregas e 16 Inglesas, e múltiplas notas sobre cada um dos países, a abordagem internacional foi relegada para mais tarde. O único aprofundamento foi o das empresas cotadas na bolsa Grega, mas esse assunto será deixado para o próximo capítulo.

3.4.1 Listagem dos *Players* do Sector com Dados Financeiros

Dada a reorientação dos esforços no mercado inicial, o Ibérico, foi necessário analisar novamente os indicadores fornecidos pela base de dados mais exaustivamente, com o objectivo de capturar o desenvolvimento nos últimos anos da aquacultura em Portugal e Espanha.

Para a Inter-Risco, mais que ter toda a informação, é saber filtrá-la e organizá-la, de modo a poder elaborar um histórico do passado recente. Confirmando as conclusões da literatura, os dados financeiros tornam-se mais relevantes para as empresas que já ultrapassaram a fase inicial. Por isso mesmo é que foi dada mais atenção ao mercado espanhol do que ao português, quando se começou a organizar e estudar os indicadores financeiros. Por ser um país com uma indústria mais desenvolvida e com mais empresas com um histórico de actividade mais longo, o grau de maturação destas permitiu extrair indicadores mais estáveis do que as da indústria portuguesa. Há que considerar que a volatilidade dos preços do pescado é, tradicionalmente, bastante elevada, mas é possível verificar que, dentro da instabilidade, a industria espanhola sofre menos flutuações abruptas que a portuguesa.

O conjunto de dados financeiros e económicos fornecidos pelo SABI, foi a base para o passo seguinte na análise sectorial, a criação de múltiplos que permitira perceber se a aquacultura é ou não um negocio atractivo para a Inter-Risco. Baseados essencialmente na receita operacional e no EBITDA, estes permitiriam analisar se a aquacultura representa ou não um investimento que se enquadra dentro dos objectivos de criação de valor, num determinado período.

O mercado espanhol apresentou resultados um pouco depressivos, quer no volume de vendas, quer nas receitas, quer no número de empresas em actividade. A

evolução entre 2007 e 2011 demonstrou um decréscimo em todos os sectores da actividade aquícola, excepto nos operadores que se dedicavam maioritariamente à distribuição.

O mercado português, no mesmo período, apresentou um crescimento sinuoso. A volatilidade foi transversal a todos os sectores devido, maioritariamente, à criação de novas empresas, que impossibilitou uma evolução estável dos indicadores. (APA)

Convém lembrar novamente que esta inconstância dos números se deve, em boa parte, ao número de empresas que foi possível utilizar de cada país para a criação destes indicadores. Fosse pela não existência, fosse por estarem incompletos, na construção do quadro apenas foram utilizadas 11 empresas portuguesas e 56 espanholas.

Esta foi uma das razões pelas quais esta análise não pode ser conclusiva e foi necessário dedicar mais recursos a examinar o sector por outros prismas.

3.5 BenchMarks Internacionais

3.5.1 Levantamento de *Players* Internacionais

Como perspectiva futura, estudaram-se as grandes empresas europeias a operar em vários países, estivessem estas cotadas em bolsa, ou não.

A primeira empresa de grandes dimensões a abordar – a Pescanova – não se pode considerar que tenha na aquacultura o seu *core business*, mas dado a sua presença em toda a europa, e nomeadamente na península ibérica neste sector, não poderia ser descartada. A Pescanova é, inclusivamente, a dona do maior produtor nacional de peixe em criado em tanques, a Acuinova, uma empresa criada em 2008 com o objectivo de se tornar o maior produtor do mundo de pregado, precisamente com o objectivo de fornecer matéria prima à casa mãe, a Pescanova.

Ainda na estrutura do Grupo Pescanova, foi considerado e analisado o Grupo DragoFoods, também espanhol, mas de menor dimensão.

O foco do estudo de grupos internacionais passou então para empresas cujo o *core business* fosse a aquacultura. Na península Ibérica foram considerados 3 casos de sucesso, na área da internacionalização: o Grupo Culmarex, com operações por todo o mar Mediterrânico; o Grupo Mare-Mar, uma união de vários profissionais na zona de Valência; e o Grupo Frescamente, que recentemente se juntou ao Grupo Grego Andrómeda, naquilo que denominam pelo projecto mediterrânico.

3.5.2 Existência de Evidência de Estratégia de M&A

Em Espanha, a aquacultura é uma indústria com bastante tradição, pelo que o ambiente concorrencial evoluiu gradualmente com o passar dos anos. No entanto, o rápido crescimento da aquacultura grega forçou as empresas espanholas adoptar práticas concorrenciais mais agressivas e levou a uma sucessão de fusões e aquisições para que se pudessem manter como *players* de referência nas áreas em que as empresas gregas operam.

Na última década e meia, o mercado de fusões e aquisições grego viu sucessivas fusões e aquisições gerarem grandes grupos nesta área. O número de empresas a operar é pouco mais de 100, mas as 6 maiores empresas, que estão presentes na bolsa de valores grega, controlam mais de 70% da produção. As sucessivas estratégias de

consolidação, vertical e horizontal, levaram a um mercado com uma concorrência feroz, onde as maiores empresas têm de ir expandindo a sua área de operações através da aquisição pequenos e médios produtores pelas várias ilhas do país. Esta estratégia de compra e consolidação não se cinge a pequenas empresas, em apenas 2 anos, os 8 grupos presentes na bolsa de valores passaram a ser 6.

3.5.3 Presença na Cadeia de Valor

O caso grego foi, novamente, um caso de estudo neste ponto da análise. A anteriormente referida forte concorrência, levou a que apenas os mais eficientes pudessem sobreviver. Pelo que, a indústria grega é uma referência de eficiência organizativa.

Foram várias as empresas gregas que se dedicaram a todas as etapas do sector aquícola excepto a produção de rações. A presença em todas as fases do processo, reprodução, criação, pré-engorda, engorda, captura, processamento (ou não) e distribuição, foi uma aposta das várias empresas líderes. Aliada a esta aposta, as empresas apostaram fortemente na investigação e desenvolvimento, contribuindo para o crescimento do departamento de Aquacultura do Centro Helénico de Pesquisa Marinha.

A aposta dos operadores gregos na criação de alevins foi um forma de assegurarem um alto padrão de qualidade sobre a sua produção. Esta integração vertical não teve apenas o objectivo de reduzir os custos, mas também de garantir um maior controlo sobre as operações.

Em Espanha, os vários grupos em actividade também se foram dedicando à expansão vertical e horizontal, sendo comum os estarem presentes em todas as fases do processo, excepto na produção de rações.

A produção de rações e óleos alimentares é, maioritariamente, desenvolvida por empresas independentes dos grupos dedicados à criação de pescado. Com uma forte componente de I&D, o sector da produção de rações e óleos tem vindo a especializar-se cada vez mais, criando especificidades que não lhe permitem que seja integrado eficientemente numa empresa de produção de pescado.

3.5.4 *Multiples* das cotadas.

Na elaboração do *benchmarking* internacional, a Inter-Risco aproveita a obrigação que as empresas cotadas publicamente têm, de divulgar informação de qualidade, para elaborar mais um estudo, que fornece um ângulo complementar na análise de mercado. A Inter-Risco reúne a informação das empresas cotadas em bolsa para construir indicadores de performance do sector. Neste caso, foram seleccionadas as seis empresas gregas cotadas em bolsa para obtenção destes indicadores. A Bloomberg foi a fonte dos dados que, após uma filtragem e processamento, previamente definidos e construídos em folhas de cálculo, permitiram obter o panorama operacional dos últimos anos destas. Com resultados equiparáveis entre as seis empresas, é de notar que nos anos mais recentes a performance piorou, o que é consistente com os resultados dos relatórios dos vários organismos europeus, que acusam um decréscimo na produção das empresas gregas.

3.5.5 Levantamento de Transacções — ZEPHYR

Através da plataforma ZEPHYR, que mantém um registo internacional do mercado de fusões e aquisições de uma multiplicidade de sectores, a Inter-Risco obtém a informação que necessita para poder arquitectar valores para uma eventual proposta que venha a fazer por uma empresa. No caso da aquacultura, o ZEPHYR forneceu mais de 630 resultados para o período de 2007 a 2012. Dado o carácter global de algumas empresas a operar, não puderam ser aplicados filtros de regiões, o que fez com que fosse preciso examinar individualmente as transacções para que se pudesse ter apenas resultados que envolvessem empresas europeias e norte-americanas. Este processo culminou numa lista de aproximadamente 200 transacções, separadas entre envolvendo empresas de capital de risco, ou não. Estes resultados apresentaram evidências de algumas possibilidades de criação rápida de valor no sector. Esta atractividade presente nos resultados decorreu também da análise de múltiplos criados pela empresa, para analisar o mercado de M&A do ponto de vista de uma capitalista de risco. Múltiplos envolvendo o valor da empresa (no momento da transacção), receita, EBIT e EBITDA.

O mercado de transacções aparenta possuir liquidez suficiente para que a estratégia de saída não constitua um problema quando chegar a fase de liquidação do investimento.

3.6 Business Case / Make a Decision

3.6.1 *Shortlist* de Potenciais Alvos

Considerando as características mencionadas no início do documento – para que uma empresa se possa qualificar como alvo da investimento por parte da Inter-Risco – não se pode considerar que no mercado português existam empresas que as possuam. O tecido empresarial no sector – centenas de micro produtores, alguns produtores de reduzida dimensão e grandes grupos – não possui participantes com a dimensão desejada para que algum possa captar um investimento por parte da Inter-Risco. Nenhum *player* a operar em Portugal aparenta ter a capacidade de poder ser a base para uma futura estratégia de expansão para o mercado Europeu

3.6.2 *Greenfield Operation*

Ao contrário da maioria das Capitais de Risco, a Inter-Risco não condiciona forçosamente os seus investimentos ao grau de desenvolvimento da empresa a adquirir. A literatura separa sempre entre as Capitais de Risco que se dedicam a empresas em fases mais incipientes, e as que se dedicam a empresas mais maduras, desenvolvendo os seus estudos a partir de que esta divisão torna excludente a possibilidade de uma capital de risco operar nas duas fases – Tyebjee e Bruno (1984); Carter e Van Auken (1994).

No entanto, apesar da preferência por empresas mais maduras que sirvam como empresa mãe para uma estratégia de consolidação através de M&A, a Inter-Risco não descarta a hipótese da criação e desenvolvimento de um negocio de base, recorrendo a alguém com o *know how* e experiência na área, isto é, começar de raiz, naquilo que designa por *Greenfield Investment* – esta decisão entre *Greenfield* vs. estratégias de fusões e aquisições é um tema discutido na literatura nos anos recentes – Wang, Wu, Lan e Song, (2010); e Yokota e Chen (2010). O facto de não existir em Portugal nenhuma empresa em Portugal que se afigure como alvo de interesse leva a que esta seja uma hipótese a considerar. No entanto foi descartada pelas supracitadas barreiras burocráticas existentes. No futuro, poderá ser uma hipótese a considerar, mas para já, o tempo médio de espera de 4 anos para se poder iniciar a actividade é um impedimento que entra em conflito com o panorama temporal de investimento previsto pelos fundos da empresa.

3.6.3 Economias de Escala e Identificação de Sinergias

Neste vector de criação de valor, a aquacultura apresenta uma restrição: as economias de escala baseiam-se, essencialmente, no factor localização, isto é, as instalações de engorda necessitam de estar perto umas das outras. Dado a dispersão dos *players* pelo território nacional, isto seria impeditivo de uma estratégia de expansão através de sucessivas aquisições

Uma possibilidade criação de sinergias seria através de um investimento paralelo na indústria transformadora e de enlatados. Apesar de Portugal ter tradição nesta área, e existirem 191 indústrias transformadoras em actividade (2009), esta opção não foi investigada pelo facto de que a possibilidade de investir em Portugal já se previa vir a ser descartada. Foi também por este motivo que não foi considerada a hipótese e viabilidade de sinergias com o sector do transporte a frio.

3.6.4 B2C

A nível nacional, ibérico ou europeu, o desenvolvimento de uma marca que fornecesse directamente o consumidor, através de uma integração vertical completa numa só marca, seria uma hipótese a considerar. A empresa grega, Nireus, adoptou essa estratégia, e tem tido sucesso nas suas operações.

Em Portugal há um exemplo de uma empresa que trata do processo de venda ao cliente, mas sem possuir qualquer loja física. Esta empresa adquire o peixe em lota e aposta na internet como canal de vendas. Mais uma via a analisar, na eventual hipótese de criação de uma solução *Business-to-Customer*.

3.6.5 Identificação de Potenciais Linhas de Desenvolvimento

Os operadores europeus, e em particular o Grupo Andrómeda, possuem um controlo e presença de mercado tal que este poderá vir a ser um obstáculo para um caso de expansão europeia. O número de grupos consolidados a operar no mercado europeu coloca em questão se haverá espaço para mais um grupo a operar no mercado ibérico, pois os preços predatórios praticados poderão inviabilizar a criação de uma nova empresa.

4 CONCLUSÃO

Em Portugal, na Europa, e no mundo, a aquacultura é um sector que está destinado a crescer. O declínio das reservas marinhas e a crescente procura de proteína, serão os propulsores do seu desenvolvimento.

No entanto, a Inter-Risco não procura apenas crescimento nos seus investimentos. A atractividade de uma área como alvo de investimento pressupõe uma multiplicidade de requisitos, que o sector aquícola não consegue cumprir.

O crescimento mencionado que se espera que o sector venha a verificar é apenas uma tendência futura, sem prazos definidos nem previsão do ritmo deste. A empresa apenas aplica capital quando as perspectivas de crescimento se adequam às janelas temporais previstas nos seus fundos de investimento.

Ainda no capítulo da adequação cronológica, há que considerar a pesada burocracia, que atrasa a incipiência de qualquer actividade na área – 4 anos de espera não é um período que se adeque aos objectivos de investimento da empresa. Se forem levados a cabo os planos de reestruturação que estão neste momento a ser desenhados, e Portugal passar a ser *investor-friendly* como Espanha, pode ser que o sector aquícola seja reconsiderado. Mas esta restrição contraria qualquer possibilidade de investimento em Portugal.

Quando se considera a via de entrada no mercado pelo método de *Buy-and-Buid*, o tecido empresarial do sector não tem nenhum alvo apelativo para oferecer em Portugal. As empresas com volume de vendas suficientemente grande estão integradas em grupos, que as construíram com um único propósito, pelo que uma reestruturação destas para se orientarem pela estratégia típica da Inter-Risco seria um processo dispendioso e moroso. As empresas com flexibilidade organizacional são demasiado pequenas, e a aquisição de várias empresas com vista a uma estratégia de M&A já foi descartada anteriormente pela limitação no aproveitamento de sinergias.

Por sua vez, o sector aquícola espanhol possui empresas com dimensões e estruturas que se enquadram nos parâmetros definidos pela Inter-Risco. Mas dado a visão estratégica da empresa, um investimento desta dimensão com base em Espanha, ou noutro país que não seja Portugal, não se enquadra na missão definida pela Capital de Risco aquando da angariação investidores para o seu fundo. É uma prioridade que os

investimentos tenham a sua base em Portugal, mesmo que a internacionalização seja uma estratégia futura do investimento.

Outro factor que influenciou negativamente a análise do sector foi a elevada volatilidade deste – variações de 100% num ano nos preços, como consequência de uma produção igualmente volátil, face aos custos fixos e amortizações que se mantêm constantes, constituem um factor de risco ao qual a empresa não se deseja expor.

Tendo em vista estas limitações, a entrada no mercado aquícola teve de ser desconsiderada como possibilidade de investimento. No entanto, a empresa ficou com o estudo base feito, para o caso de as circunstâncias se alterarem, e uma estratégia de *Buy-and-Build* ou uma operação *Greenfield* passar a ser possível em Portugal – naturalmente, isto significaria que o mercado português teria sofrido alterações suficientes para justificar um novo estudo, mas o panorama internacional poderia permanecer relativamente estável, passando por isso a utilizar este estudo como complemento à nova análise.

5 REFERÊNCIAS

- Chan, Y. 1983. On the positive role of financial intermediation in allocations of venture capital in a market with imperfect information. *Journal of Finance*. December: 1543-1561.
- Sahlman, W.A. 1990. The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*. September: 473-521.
- Hauge, K. H., Cleeland, B. & Wilson, D. C. 2009. *Fisheries depletion and collapse*. Case Study. International Governance Risk Council.
- White, R. J., Hertz, G. T. & D' Souza, R. 2011. Filtering out fatal flaws: modeling the early screening stage of private equity investment decisions. *Journal of Business and Entrepreneurship*, 23: 68-92.
- Kaplan, S. N. & Strömberg. 2009. Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23: 121-146.
- Metrick, A. & Yasuda, A. 2009. Economics of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 23: 2303-2341.
- Fried, V. & Hisrich, R. 1988. Venture capital research: past, present and future. *Journal of Entrepreneurship: Theory and Practice*, Fall: 15-28.
- Elango, B., Fried, V.H., Hisrich, R. D. & Poloncheck, A. 1995. How venture capital firms differ. *Journal of Business Venturing*, 10: 157-179
- Florida, R., & Kenney, M. 1988a. Venture capital and high technology entrepreneurship. *Journal of Business Venturing*, 3: 301-319.
- Florida, R., & Kenney, M. 1988b. Venture capital and regional development. *Regional Studies*, 22: 33-48.
- Wright, M., Robbie, K. 1998. Venture capital and private equity: a review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25: 521-570.
- Bygrave, W. & Timmons, J. 1992. *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: Harvard Business School Press.

James, S. 2010. Private equity and the entrepreneur. *Journal of Business & Finance Librarianship*, 15: 230–236.

Smolarski, J., Wilner, N., Yang, W. 2011. The use of financial information by private equity funds in evaluating new investments. *Review of Accounting and Finance*, 10: 46-68.

Deloitte. 2013. Disponível em: <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Ireland/Local%20Assets/Documents/IE-CF-PEinvestments06.pdf> (2013/04/26; 01H 20M)

Dawson, A. 2006. Dawson. Investigating decision-making criteria of private equity investors in family firms. *Frontiers of entrepreneurship research*: Vol. 26: Iss. 17, Article 1.

Macmillan, I., Siegel, R. & Narasimha, S. 1985. Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1: 119-128.

Grundke, P. 2008. Top-Down versus Bottom-Up approaches in risk management. Paper. University of Osnabrück, Chair of Banking and Finance, Osnabrück.

Hand, J. 2005, The value relevance of financial statements in the venture capital markets. *The Accounting Review*, 2: 613-48

Manigart, S. et Al. 2000. Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the USA, UK, France, Belgium, and Holland. *European Financial Management*, 6: 389-403.

Cumming, D., Siegel, D. & Wright, M. 2007. Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance*, 4: 439-60.

WWF – World Wildlife Foundation. 2013. *Sustainable Seafood*. Disponível em worldwildlife.org/industries/sustainable-seafood (2013/04/26; 01H 20M)

MSC – Marine Stewardship Council. 2013. *Fish as food*. Disponível em www.msc.org/healthy-oceans/the-oceans-today/fish-as-food (2013/04/26; 01H 20M)

Castelo Branco, MA. 2003. **Estudo da produção de linguado (*solea senegalensis* kaup, 1858) em tanques de terra**. IPIMAR – Departamento de Aquacultura

2012. Lei do Ordenamento do Espaço Marítimo deve chegar ao parlamento «no próximo ano». **Diário Digital**.
http://diariodigital.sapo.pt/news.asp?id_news=602307, 17 de Novembro.

Tomás, A. 2012. Governo disponibiliza 40 milhões de euros para investimento no mar. **iOnline**.
<http://www.ionline.pt/portugal/governo-disponibiliza-40-milhoes-euros-investimento-no-mar>, 28 de Novembro.

Comissão Europeia. 2013. Disponível em
http://ec.europa.eu/fisheries/documentation/publications/2012-aquaculture-techniques_en.pdf (2013/04/26; 01H 20M)

MacMillan et Al. 1987. Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of Business Venturing*, 3: 123-37

Food and Agriculture Organization of the United Nations. 2013. Disponível em
<http://www.fao.org/fishery/aquaculture/en> (2013/04/26; 01H 20M)

Comissão Europeia. 2013. Disponível em http://ec.europa.eu/fisheries/index_pt.htm
(2013/04/26; 01H 20M)

Tyebjee, T.T. & Bruno, A. V. 1984. A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 9: 1051-1066

Carter, R.E. & Van Auken, H.E. 1994. Venture capital firms' preferences for projects in particular stages of development. *Journal of Small Business Management*, 1: 60-71.

Yokota, K. & CHEN, K. 2012. R&D spillovers and foreign market entry: acquisition versus Greenfield investment. *International Economic Journal*, 2: 265-280

Wang, X. et Al. 2010. Optimal market entry modes for multinationals: export trade, Greenfield investment, M&A or joint venture. *Third International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering*, 347-351.