



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

A Indústria do Capital de Risco em Portugal:

A Influência do Investimento de Capital de Risco nas Empresas

David Moreira Correia da Silva

Católica Porto Business School

2016

SUMÁRIO

Este estudo exploratório destina-se a estudar Capital de Risco em Portugal no período de 2008 a 2013, mais precisamente, a influência deste tipo de investimento nas empresas em três níveis: rentabilidade, endividamento e empregabilidade. Pretende ainda incentivar novas pesquisas e colmatar a carência de informação existente sobre esta matéria em Portugal.

As principais conclusões foram que o investimento de Capital de Risco aparenta apresentar uma vantagem para as empresas em termos de endividamento e empregabilidade, não acontecendo, no entanto, o mesmo ao nível da rentabilidade.

Palavras-chave: capital de risco, *private equity*, *venture capital* e Portugal

GLOSSÁRIO

AF – Autonomia Financeira

APCRI – Sociedade Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento

BA – *Business Angels*

BCE – Banco Central Europeu

BVCA – *British Private Equity and Venture Capital Association*

CAE – Classificação das Atividades Económicas

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CP – Capital Próprio

CR – Capital de Risco

DTE – *Debt to Equity*

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes and Amortization*

EM – *Equity Multiplier*

EVCA – *European Private Equity and Venture Capital Association*

FMI/IMF – Fundo Monetário Internacional/*International Fund Monetary*

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento

MBI – *Management Buy-In*

MBO – *Management Buy-Out*

PE – *Private Equity*

PIB – Produto Interno Bruto

PME – Pequenas e Médias Empresas

RL – Resultado Líquido

ROA – *Return on Assets*

ROE – *Return on Equity*

VC – *Venture Capital*

VN – Volume de Negócios

ÍNDICE

Sumário	i
Glossário	ii
Índice de Tabelas	iv
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	3
2.1. Capital de Risco	3
2.2. Importância do Capital de Risco	4
2.3. Vantagens e Desvantagens	5
2.4. Tipologia de Investidores e de Negócios de Capital de Risco	8
2.5. Tipologia de Negócios de Capital de Risco	11
2.6. Contextualização da Indústria de CR em Portugal	12
2.7. Influência do Investimento de Capital de Risco	17
3. Questões de Investigação e Metodologia	21
3.1. Questões de Investigação	21
3.2. Metodologia	22
4. Amostra, Resultados e Discussão	27
4.1. Amostra	27
4.2. Resultados	28
5. Conclusão	36
Bibliografia	38
Anexos	43

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Tipo de negócios na indústria de CR.....	12
Tabela 2: PIB e investimento direto em Portugal.....	13
Tabela 3: Quotas de mercado da indústria CR em Portugal em 2013	14
Tabela 4: Aparecimento de novos fundos destinados a investimentos em CR.....	15
Tabela 5: Rácio desinvestimento/investimento dos investidores de CR.....	17
Tabela 6: N das amostras 1 e 2.....	27
Tabela 7: Investidores de CR nacionais.....	29
Tabela 8: Amostra 1 - empresas com investimento de CR	31
Tabela 9: Amostra 2 - empresas sem investimento de CR.....	31
Tabela 10: Amostra 1 - empresas com investimento de CR (rácios de análise)	33
Tabela 11: Amostra 2 - empresas sem investimento de CR (rácios de análise).....	33
Tabela 12: Amostra 1 sem 5% dos extremos.....	35
Tabela 13: Amostra 2 sem 5% dos extremos.....	35
Tabela A.1: Investimento em PE e similares.....	44
Tabela A.2: Desinvestimento em PE e similares	45

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Este estudo é inerente ao Capital de Risco (CR) em Portugal, que consiste numa forma específica de investir em empresas ou financia-las, utilizando métodos exclusivos deste tipo de investidores.

Em Portugal, o CR ainda está numa fase inicial, os investimentos efetuados por este tipo de investidores são diminutos face a alguns países mais desenvolvidos e existem poucos investidores especializados neste tipo de negócio. Adicionalmente, neste momento, em Portugal, para além de a indústria estar numa fase embrionária, o estudo e análise sobre o CR é, também, escasso. Deste modo, este artigo tenta colmatar essa carência de informação sobre CR em Portugal.

O objeto deste estudo é a influência do investimento de CR português em Portugal em três níveis: rentabilidade, endividamento e empregabilidade. No entanto, também, tem o objetivo de incentivar e incrementar o estudo desta ferramenta de investimento, por parte de novos investigadores em Portugal, proporcionando novos saberes e conhecimentos específicos. De notar que este artigo é meramente exploratório, o qual tenta perceber se existe alguma influência, positiva ou negativa, na presença deste tipo de investidores numa empresa.

Teoricamente o objetivo dos investidores de CR é, como em qualquer outro investimento, rentabilizá-lo ao máximo. Neste caso em particular, a maximização do investimento está correlacionada com a performance, resultados e crescimento da empresa. Numa perspetiva macroeconómica, esta indústria revela-se com um grau elevado de importância, porque irá impulsionar negócios, o que, em grande escala, poderá significar dinamizar a economia de um país.

Este artigo foi construído após uma consistente revisão bibliográfica, onde se apresentaram diversos conceitos, tipologias de negócios e investidores, teorias sobre o tema e, ainda, a contextualização do setor em Portugal. Em seguida, sendo o objetivo

do artigo analisar a influência do investimento de CR o método utilizado foi comparar *proxis* de rentabilidade, endividamento e empregabilidade de empresas com e sem este tipo de investimento.

As principais dificuldades e desafios enfrentados na execução deste artigo foram o acesso restrito aos dados necessários, assim como a elaboração e moldura da base de dados de modo a conseguir a informação desejada para obter dados economicamente equiparáveis.

As conclusões deste artigo foram que a indústria do CR, em Portugal, está numa fase inicial, a maior parte dos investimentos são destinados a empresas já com maturidade, os investidores de CR parecem apresentar uma influência positiva ao nível do endividamento e da empregabilidade e, por último, que o investimento de CR parece não ser uma mais-valia ao nível da rentabilidade para as empresas.

Capítulo 2

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Capital de Risco

CR pode ser entendido de duas formas: a primeira como um modo de financiamento, de médio e/ou longo prazo, proporcionada por investidores, a empresas maduras ou a empresas com elevado potencial de crescimento e/ou de valorização; a segunda como uma simples oportunidade de negócio pesquisada e analisada por investidores especializados em CR (CMVM, 2013 e BVCA, 2010). No primeiro caso a iniciativa de negociação pode partir de ambas as partes, porém no segundo caso, normalmente a aproximação parte do investidor de CR.

Em ambas as visões o objetivo do investidor de CR é o mesmo, valorizar ao máximo o valor da empresa de modo a exponenciar o investimento. A recuperação do investimento é conseguido através de duas vias: através de dividendos, isto é, mantendo uma presença a longo prazo na empresa investida, ou, numa perspetiva de curto prazo, através da revenda da empresa em causa por um valor superior ao da compra. A prática favorita por parte dos investidores CR é comprar para vender (Baber e Glood, 2007), pelo simples facto que conseguem uma taxa de retorno alta num curto período de tempo.

Aproximando à realidade portuguesa, de um modo simples e generalista, a Sociedade Portuguesa de Capital de Risco e Desenvolvimento (APCRI) divide de uma forma genérica o tipo de negócio das sociedades de CR em dois géneros distintos:

- *Share deals*: Existe uma aquisição jurídica da empresa (o investidor compra ações/quotas da empresa). Deste modo, se o investidor for maioritário, fica com o controlo de todos os ativos e passivos existentes ou potenciais da empresa em questão e com a capacidade de tomar decisões (APCRI, 2006).

- *Assets deals*: Implica a envolvimento de uma parte específica da empresa, isto é, de um negócio específico. Por outras palavras, o investidor fica a auxiliar a gestão da parte da empresa onde investiu, implicando para o mesmo, dependendo do contrato realizado, algum poder na tomada de decisão relativamente a esse negócio (APCRI, 2006).

As vantagens e os riscos entre os dois tipos de negócio são de simples perceção. Existe um maior risco no negócio *share deal* pois, para além do investimento ser hipoteticamente maior, o investidor fica na posse do que é benévolo e malicioso numa determinada aquisição. No *assets deal* a escolha é mais pormenorizada, isto é, o investidor fica a dominar e recebe rendimentos unicamente de um negócio de uma empresa. Assim, a distinção do tipo de negócio escolhido varia de caso para caso, mas também advém de variáveis como por exemplo, a adversidade ao risco do investidor ou a cultura do mesmo.

Importa evidenciar que um investidor de CR não deve ser visto como um credor tradicional ou como um sócio normal. Assim, deverá ser visto como um credor misto, uma vez que, se pensarmos bem, ele é exatamente isso: um sócio credor visto que tem interesses comuns aos sócios mas também aos credores tradicionais. Um investidor de CR, para além do capital, oferece também apoio à gestão e à tomada de decisão à empresa que foi alvo dessa estratégia de investimento (Blackman, 2014).

2.2. Importância do Capital de Risco

O contributo do CR pode ser analisado à pequena escala (investimento a investimento), ou observada em grande escala, ou seja, à escala de uma economia nacional, continental ou até global. Sendo o objetivo dos investidores especializados em CR potencializar os seus investimentos através da sustentabilidade e crescimento das empresas investidas, seria previsível uma melhoria, em termos de resultados ou indicadores financeiros, das empresas participadas. Isto, por sua vez, ajudaria a economia de um país a crescer podendo chegar à escala mundial.

De acordo com European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) o CR bem executado e com boas práticas melhora a produtividade, competitividade e inovação a nível macroeconómico (EVCA, 2014). Ao longo do tempo, vários estudiosos do tema ligaram o CR a desenvolvimentos significativos. Por exemplo, Popov e Roosenboom (2009) verificaram que as *privates equity* (PE) originaram um aumento de patentes entre 1991 e 2004. Já a E&Y (2012) conclui que a participação das PE's incrementou o EBITDA por colaborador de 2004 a 2011. Samila and Sorenson (2011) também estudaram o tema e concluíram que as PE's têm um efeito positivo no crescimento de novos negócios e *start-ups*.

No caso português, os investimentos de CR é um tema ainda com muitas questões em aberto, visto que existe pouca revisão bibliográfica. Por exemplo, a influência dos investidores portugueses especializados em CR nos investimentos é um ponto por analisar.

2.3. Vantagens e Desvantagens

Um excelente método para perceber melhor o que é o CR é analisar as vantagens e desvantagens do CR, face a produtos substitutos, isto é, outras formas de financiamento. Assim, como produtos substitutos foram considerados os créditos externos, que envolvem os bancários, os obrigacionistas, entre outros, e os internos, que dizem respeito ao aumento de capital através dos sócios. Em Portugal, o método mais comum e o mais conhecido pela comunidade empresarial portuguesa é o financiamento bancário (Ramos, 2011).

As diferenças entre a injeção de capital, via financiamento bancário e através da aquisição por parte de um investidor de CR, começam logo nas garantias que as empresas necessitam de dar de modo a obter o financiamento. (Ramos, 2011). Por exemplo, quando uma empresa pede um crédito bancário tem que demonstrar, através de indicadores financeiros, que consegue cumprir com os seus compromissos futuros, ou opta pela utilização de ativos valiosos como garantia. (Azenha, 2010). Também

neste caso, o credor tem pouca influência na posterior aplicação do financiamento cedido à empresa, o que acaba por se traduzir numa desvantagem face ao financiamento através de um investidor de CR. Sintetizando, numa ótica de quem necessita do financiamento, a vantagem do financiamento de CR é que o investidor participa quer nos ganhos, quer nas perdas, enquanto uma instituição bancária participa nos ganhos mas não nas perdas (Ramos, 2011).

Na ótica do financiador, um investidor de CR tem como vantagem face ao crédito bancário o controlo da utilização do capital injetado. Isto é explicado pelo facto de, ao contrário do financiamento bancário, o investidor de CR ser, para além de um financiador, um sócio, ou seja, para além de entrar com capital monetário, entra diretamente para o Conselho de Administração com capital humano experiente e competente, com provas dadas noutros projetos semelhantes (Ramos, 2011, BVCA, 2010 e Kaplan, 1989). O objetivo é oferecer apoio à gestão e ter uma presença ativa na tomada de decisão. Segundo Jensen (1986) afirma, uma das vantagens de ter uma CR como sócio é ter uma boa e eficiente disciplina na gestão dos *cash-flows*.

Por outro lado, uma desvantagem do financiamento via investidor CR é o maior risco inerente, visto que normalmente se investe em empresas economicamente debilitadas, sem garantias palpáveis, porém, com potencial de crescimento ou de recuperação (Oliver, 2012). Em contrapartida, a vantagem dos investidores de CR é que, normalmente, entram diretamente e de uma forma preponderante no controlo da empresa, de modo a salvaguardar os seus interesses. Adicionalmente, segundo Kay (2012), os modelos económicos das CR refletem melhores resultados, quando as mesmas possuem o controlo maioritário da tomada de decisão, evitando assim uma estrutura acionista fragmentada.

Uma adversidade que, quer a empresa adquirida pelo investidor de CR, quer o próprio investidor, poderão encontrar, são os problemas de agência. Este conceito consiste na dificuldade de alinhar os interesses entre os principais intervenientes do negócio

(INVESTOPEDIA, 2016). Este problema deve ser entendido em dois momentos diferentes: *ex ante* e *ex post* à concretização do negócio.

O alinhamento de interesses é importante nas duas fases. No entanto, na fase *ex ante* o investidor terá mais preocupação em alinhar os interesses, de modo a obter a informação mais verdadeira possível sobre a empresa a adquirir. A tomada de decisão nos investimentos a executar é geralmente feita em modelos financeiros que tipicamente se aprendem numa *business school*, como *discounted cash flow valuation methods* e *CAPM* (Gompers, Kaplan e Mukharlyamov, 2015). Normalmente só avançam no investimento após executar uma *due dilligence*, que consiste num método de avaliação de risco-retorno de elevada complexidade, visto que avalia aspetos quantitativos e qualitativos, onde o objetivo é mostrar ao investidor os fatores críticos de sucesso (Kelly DePonte e Probitas Partners, 2010).

Os papéis invertem-se na fase *expost* ao negócio, em que quem vai tentar harmonizar ao máximo os interesses com a pessoa/equipa escolhida pelo investidor CR, serão os sócios da empresa adquirida (Jensen 1986). *À priori* é sabido que não existem soluções perfeitas ou padronizadas e a solução passará por tentar conceber mecanismos que alinhem os interesses da gestão, neste caso do investidor de CR, com os interesses dos restantes sócios. Os investidores de CR querem potencializar os seus ativos o mais rapidamente possível, portanto, por vezes poderão alavancar indicadores como o *cash flow* e o EBITDA em deterioração do investimento, ou seja, têm uma gestão orientada para a rentabilização a curto-médio prazo em vez de seguirem uma estratégia de médio-longo prazo, o que poderá ir contra os interesses dos restantes sócios (Kosman,2009). Jensen and Murphay (1990) descrevem alguns mecanismos de como harmonizar os interesses de cada agente que, basicamente, passa por dividir o salário do gestor ou da equipa de gestão, em duas partes: fixa e variável. Não existindo uma regra para calcular a percentagem fixa e variável, as últimas tendências revelam que a parte variável têm aumentado face à fixa, ao longo da história. O modo como se faz o *design* do salário pode influenciar o sucesso da operação para ambas as partes. Um

salário tipo de um gestor de topo de uma empresa, nos dias de hoje, tem os seguintes componentes: salário base, bônus anual, que poderá ser diferido ou não, normalmente, também está diretamente ligado à performance das ações e ainda poderá estar ligado a objetivos mais específicos consoante os objetivos/interesses da empresa/sócios. (KPMG, 2013). Em suma e segundo, Jensen and Murphay (1990) o problema de agência surgem quando existe uma relação entre duas ou mais partes, onde uma das partes assume o papel da outra.

Outro aspeto que distancia o CR dos outros métodos de financiamento é o facto de analisarem possíveis investimentos. Por outras palavras, enquanto num financiamento bancário ou obrigacionista é a própria empresa que vai ao encontro de soluções de financiamento, os investidores de CR podem tomar a iniciativa de aquisição, visto que o seu negócio é gerar rendimento com a alavancagem do valor das empresas adquiridas. Logicamente que o valor negocial do investidor de CR vai variar consoante o facto de ser uma empresa debilitada à procura de um método de financiamento, ou quando é o investidor de CR vai em busca de oportunidades de negócio. (EVCA, 2014)

2.4. Tipologia de Investidores e de Negócios de Capital de Risco

O CR como não é uma ciência exata e os negócios têm sempre características diferentes é possível pode ser dividido e classificado em investidores de CR em PE, *Ventures Capital* (VC) e *Business Angels* (BA) (Pictet Alternative Advisors SA, 2014).

As empresas de PE são sociedades cujos objetivos do financiamento podem passar pelo desenvolvimento de novas tecnologias, proporcionar uma expansão de capital, fazer aquisições, *turnaronds* ou simplesmente reforçar a estrutura financeira de uma empresa (APCRI e IAPMEI, 2006). São empresas que, para além de uma grande capacidade financeira, são dotadas de um grande *know-how* em matéria financeira e de gestão, que permite apoiar o crescimento das empresas investidas.

Para além disso, comparativamente aos investidores comuns, as PE possuem um acesso privilegiado à informação, conseguindo promover cláusulas contratuais de

tomada de decisão e de gestão mais favoráveis do que um simples investimento, tal como é analisado por Gilligan e Wright (2008). No entanto, teoricamente, o núcleo do negócio das PE não é conseguir concretizar o desenvolvimento operacional das empresas investidas, mas sim maximizar o valor de venda das mesmas no futuro. Por outras palavras, a sustentabilidade e crescimento da empresa participada é um meio para atingir o principal objetivo das PE, que é, em linguagem comum, “comprar barato e vender caro” (Alperovych, Amess e Wright, 2013)

Normalmente, as PE's tendem a investir em empresas maduras, com ou sem dificuldades financeiras, em que a ideia de negócio está bem concretizada e que apresentam indicadores financeiros com alguma credibilidade. Isto é, ou investem em empresas financeiramente débeis, que necessitam unicamente de uma reestruturação, de uma boa liderança e de uma boa capacidade de tomada de decisão, ou em empresas com bons indicadores financeiros, saudáveis e dotadas de um grande potencial de crescimento, principalmente a nível de mercado. (Pictet Alternative Advisors SA, 2014).

No que diz respeito aos investidores de VC, podemos considerá-los como um caso especial dentro do grupo de investidores de CR – são um nicho por só investirem em negócios/empresas embrionárias ou recém-nascidas. Este facto torna os investidores de VC num caso particular porque a probabilidade de sucesso de um investimento num negócio/empresa sem provas dadas é limitado, ficando o investidor exposto a um risco elevado (Chemmanur, Krishnan e Nandy, 2011).

Nestes casos, o que o investidor adquire não é nenhum ativo tangível, nem nada com um valor em concreto, mas sim a ideia de negócio de um empreendedor. Ao investir numa ideia e *know-how* de um empreendedor é obrigado a confiar na capacidade de trabalho, motivação e dedicação do mesmo (Gompers e Lerner, 2011).

Como normalmente os empreendedores não têm capacidade financeira para suportar a sua ideia de negócio e nada de valor que seja tangível e credível, raramente

conseguem financiamento junto de um credor tradicional. Este facto vai ao encontro dos estudos feitos por Moore (1994) e Berger e Udell (1998), nos quais estes afirmam que a maior adversidade ao crescimento económico que as empresas recém-nascidas enfrentam é a sua capacidade de se financiar. Também, Binks & Ennew (1996) evidenciaram que as empresas mais maduras e com pouca potencialidade de crescimento conseguem obter financiamento com mais facilidade do que as empresas embrionárias com grandes perspectivas de crescimento económico, devido ao facto do seu capital próprio e capital social serem frágeis, o que não oferece garantias aos credores comuns. Este facto foi evidenciado por Robb e Robinson (2010), afirmando que a debilidade do capital próprio das novas empresas torna o financiamento impossível ou muito restrito de concretização.

Dada esta dificuldade, os investidores em VC são indicados para este tipo de investimentos porque já possuem alguma experiência em casos semelhantes e, dado o seu perfil, normalmente são conhecidos por serem pouco adversos ao risco. Com a ajuda dos investidores em VC, os empreendedores conseguem com mais facilidade dar o salto e converter a sua ideia de negócio numa empresa.

Este impedimento ao crescimento das novas empresas pode ser entendido como uma oportunidade de negócio para os investidores VC, ou qualquer investidor de CR. De facto, as VC combatem o *gap* que existe entre o potencial crescimento de uma nova empresa e a sua capacidade de gestão e financiamento. Posto isto, os investidores em VC e em CR ganham uma extrema importância no desenvolvimento de empresas inovadoras, promovendo o empreendedorismo. Este facto foi comprovado por Dutta e Folta, (2016) que concluíram que existe uma correlação positiva entre o investimento em VC e a inovação e comercialização, que são excelentes indicadores para medir a capacidade de empreendedorismo, inovação e desenvolvimento de uma empresa ou país.

Os BA's aparecem aqui com os mesmos objetivos e com práticas semelhantes aos investidores de PE e VC, sendo a sua maior divergência serem investidores individuais

e não de uma sociedade. Normalmente possuem uma vasta e boa rede de contactos, uma visão invulgar para o negócio (Avdeitchikova, Landströma e Månsson, 2008) e os seus investimentos estão relacionados com a sua personalidade como investidor. Ainda, e segundo Dutta e Folga (2016), existem diferenças com relevância estatística entre o contributo para inovação das VC e BA's, porém, não identificaram a razão para essas diferenças, sendo este um ponto interessante a estudar.

2.5. Tipologia de Negócios de Capital de Risco

Como temos verificado o mundo do CR é amplo e, como tal, existem investidores especializados em diversas áreas, conforme o negócio, e com diversas formas de o concretizar. De notar que não existe nenhum guião a adotar quando falamos em CR, dado que existem várias configurações e opções de negócio a seguir, de acordo com cada oportunidade, estilo, perfil e ambições de ambos os contractuantes, isto é, do comprador e do vendedor, como poderá ser analisado na Tabela 1.

Sintetizando, dado as características, atributos e *know-how* dos investidores VC, os mesmos estarão mais acostumados a lidar com negócios como o *seed capital* e o *start-up*, enquanto que os investidores de PE, pelas suas características próprias, tenderão a realizar investimentos como o *turnaround* e expansão com maior facilidade do que investir em *start-up*.

Tipo de negócio	Definição/Conceito
Seed Capital	Quando um investidor de CR investe num projeto antes da própria instalação do negócio. As garantias advêm normalmente de análises e estudos de mercados que testam o potencial e viabilidade do investimento. Logicamente existem enormes desafios para os investidores pois o estado do possível negócio é muito prematuro.
Start-Up	O “start-up” difere do seed capital num único ponto, que é o facto de o investimento ser realizado numa empresa já existente, com um produto desenvolvido, ou quase desenvolvido, porém ainda sem qualquer comercialização.
Expansão	Investimento destinado ao desenvolvimento e crescimento de empresas já num estado de maturidade, mas que necessitam de financiamento externo para expandir o seu negócio, como por exemplo, desenvolver capacidades de comercialização internacional ou de produção.
Management Buy-Out (MBO)	Este tipo de investimento procura suportar a aquisição da empresa/negócio por parte do Conselho de Administração atual ou até pelos sócios minoritários.
Management Buy-In (MBI)	Investimento com a entrada de uma equipa de gestão externa para a Administração da empresa investida. O objetivo é ter o poder de tomada decisão, controlar o destino do financiamento e incrementar os resultados da mesma, tendo como prioridade a recuperação do investimento por parte do investidor de CR.
Resgate (Turnaround)	Investimento destinado a empresas em condições financeiras muito débeis, ou em pré-insolvência. O processo passa, para além do investimento, por implementar novos projetos e apresentar uma reestruturação económica e financeira.

Tabela 1: Tipo de negócios na indústria de CR

Fonte: APCRI e IAPMEI, 2016

2.6. Contextualização da Indústria de CR em Portugal

Desde 2009 que Portugal atravessa uma situação financeira e económica difícil, completando em 2014 o programa de ajustamento financeiro que iniciou em 2011. Durante esses anos houve a presença do Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Central Europeu (BCE) e da Comissão Europeia, mais conhecida por TROIKA, nas

decisões macroeconómicas. Porém, ao terminar o programa, essa dependência foi reduzida. Por outras palavras, Portugal tem vindo a conquistar aos poucos a confiança dos mercados e, com isto, obtendo uma maior facilidade ao crédito com taxas de juros cada vez mais baixas.

Estas incertezas, aliadas a todas as restrições ao financiamento geradas pelo contexto macroeconómico, originaram, segundo os dados do PRODATA (2015), um investimento direto negativo na maioria dos anos desde 2008 a 2014, com a exceção do ano de 2011. Posto isto, é possível concluir que existiu uma tendência para o desinvestimento em Portugal durante o período em questão.

Portugal	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
PIB	178.873	175.448	179.930	176.167	168.398	169.395	173.044
Investimento Direto	-1.627	-1.424	-9.216	6.522	-13.541	-1.750	-1.615

Tabela 2: PIB e investimento direto em Portugal

Fonte: PRODATA, 2015

O desinvestimento influencia diretamente a indústria do CR visto que a mesma anda a par da economia (Leitão, Teles e Silva, 2015). Deste modo, foram visíveis as dificuldades financeiras que as empresas portuguesas passaram e que ainda estão a sentir. Este facto pode despertar o interesse dos investidores face à perceção de uma oportunidade.

Em 2014 as expectativas económicas são ligeiramente mais otimistas do que nos anos anteriores. A situação económica do país poderá originar a criação de novas oportunidades de negócio para investidores especializados em CR em Portugal visto que existem muitas empresas com dificuldades financeiras mas com um potencial de crescimento/recuperação, a necessitar de um *turnaround*.

Em Portugal, existe uma entidade chamada Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), responsável por regular os mercados de instrumentos financeiros, assim como todos os agentes participativos nessas operações. Dado o elevado risco das operações de CR, estes investidores têm obrigações perante a

CMVM, como por exemplo, obter autorização para exercer este tipo de serviço, assim como a obrigatoriedade de reportar constantemente sobre os negócios e decisões.

Segundo a CMVM, no final do ano 2012, a quota de mercado das empresas/investidores de CR em Portugal, à data, estava distribuída da seguinte maneira:

<u>Investidores CR</u>	<u>Quota de Mercado (%)</u>
ECS – SCR, SA	42,70%
Caixa Capital - SCR, SA	13,80%
Oxy Capital – SCR, SA	10,10%
Portugal Capital Ventures, SCR	6,80%
Espirito Santo Ventures - SCR, SA	6,30%
Outros	20,30%

Tabela 3: Quotas de mercado da indústria CR em Portugal em 2013

Fonte: CMVM, 2013

Desta tabela podemos retirar a ideia que o mercado está muito centralizado, isto é, poucas empresas dominam a maioria das operações de CR em Portugal. Isto pode interpretar-se da seguinte forma: como existem poucas oportunidades de negócio em Portugal, não é necessário haver muitas empresas especializadas em CR e só as melhores se apoderam dos negócios locais existentes, ou seja, não existe mercado interessante para muitos investidores.

Esta interpretação vai ao encontro da conclusão do artigo de Leitão, Teles e Silva (2015), que afirmam que atualmente Portugal apresenta uma carência de oportunidades de novos investimentos, existindo no entanto, sempre o mercado dos *turnarounds*.

Tendo como base os dados da IMF - World Economic (EVCA, 2014), a evolução da indústria de CR em Portugal será analisada com mais detalhe, em comparação com os restantes países europeus.

Desta base de dados foram retirados os correspondentes ao aparecimento de novos fundos programados para toda indústria de CR (Tabela 3) e elaborada uma nova tabela onde é apresentado o rácio desinvestimento/investimento (Tabela 4), de forma a

analisar a percentagem do desinvestimento face o investimento dos investidores de CR. Desta forma, é possível descrever e demonstrar a realidade portuguesa e dos restantes países da europa entre o período de 2008 a 2014.

A conclusão que se pode tirar da Tabela 4 é que a indústria de CR em Portugal é embrionária comparativamente às grandes potências europeias, existindo, no entanto, países europeus onde os fundos ainda são mais insignificantes. Por exemplo, a média apresentada por Portugal ao longo dos anos esteve sempre muito abaixo da média europeia. Porém, em 25 países europeus e durante o período em causa, Portugal é o 12º país com mais aparecimento de novos fundos.

Países	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média
Áustria	246.800	331.830	172.430	249.200	172.840	23.450	13.240	151.224
Bálticos	8.000	-	85.620	-	40.420	-	86.740	27.598
Bélgica	708.000	355.600	731.950	231.600	38.500	66.000	260.300	298.994
Bulgária	28.200	-	-	-	-	20.400	-	6.075
Rep. Checa	2.000	41.400	10.450	7.600	-	104.100	-	20.694
Dinamarca	277.980	289.000	283.410	655.660	384.810	136.770	144.610	271.530
Finlândia	908.950	383.470	371.270	448.890	515.620	398.740	584.560	451.438
França	8.954.130	2.551.930	4.467.960	6.026.230	3.778.700	8.438.360	7.234.910	5.181.528
Alemanha	2.560.730	1.190.790	1.216.570	3.302.990	1.974.290	1.328.870	1.781.050	1.669.411
Grécia	53.500	200.000	25.000	-	-	-	-	34.813
Hungria	100.000	35.120	133.690	-	-	14.710	26.060	38.698
Irlanda	155.810	125.270	93.340	11.450	-	174.280	396.400	119.569
Itália	1.612.420	2.179.920	808.000	849.650	206.400	494.550	639.950	848.861
Luxemburgo	244.000	-	508.050	92.450	15.130	110.500	428.860	174.874
Holanda	1.912.660	1.067.840	1.221.720	2.262.030	1.268.900	803.690	1.402.170	1.242.376
Noruega	1.765.580	16.570	489.630	1.654.680	495.790	823.150	1.932.410	897.226
Outros países da CEE	111.560	42.700	9.000	318.780	-	7.300	19.860	63.650
Polónia	760.460	145.350	114.760	442.590	485.560	261.250	10.630	277.575
Portugal	15.220	1.010.950	141.500	532.390	268.480	237.290	101.700	288.441
Roménia	-	-	83.300	-	14.000	1.100	-	12.300
Espanha	2.281.000	693.760	479.590	401.810	173.700	200.670	1.476.590	713.390
Suécia	6.786.170	828.410	803.380	5.703.550	402.430	5.603.580	3.212.430	2.917.494
Suíça	3.212.380	912.590	705.320	737.390	388.290	570.230	3.100.730	1.203.366
Ucrânia	258.650	-	35.490	-	1.740	-	-	36.985
Reino Unido	47.510.720	6.511.050	8.805.720	17.674.590	13.953.910	34.576.270	21.786.150	18.852.301
Total Europeu	80.474.920	18.913.550	21.797.150	41.603.530	24.579.510	54.395.260	44.639.350	35.800.409

Tabela 4: Aparecimento de novos fundos destinados a investimentos em CR

Fonte: EVCA, 2015

Deste modo, é possível concluir que existe uma grande discrepância entre as grandes potências europeias, como é o caso do Reino Unido, Suécia, França e Alemanha para os restantes países europeus (só estes é que se encontram acima da média europeia).

Outro facto é que Portugal apresenta, com a exceção do ano 2009, uma descida no aparecimento de novos fundos de empresas PE. Este facto vai ao encontro da crise económica vivida neste período que afetou todas ou quase todas as indústrias e a de CR não foi exceção.

Outro ponto que poderá ser relevante é a cultura de cada país. Já Hofstede (1993) tentou procurar as diferenças no funcionamento organizacional e chegou à conclusão que as diferenças identificadas adviriam da cultura dos empregados e, em grande parte, da cultura do país de acolhimento.

Por exemplo, Portugal é conhecido por ter uma cultura conservadora adversa ao risco, ou seja, o grau de ameaça percebido por membros de uma cultura em situações incertas ou desconhecidas é elevado. O sentimento de desconforto que as pessoas sentem ou a insegurança com riscos, caos e situações não estruturadas é grande, o que poderá influenciar o aparecimento de novos fundos, assim como os investimentos em CR.

Com o objetivo de perceber se um país investe mais do que desinveste ou vice-versa, foi elaborado um rácio onde é determinada a percentagem do montante de desinvestimento dos investidores de CR face ao investimento dos mesmos (Tabela 5).

É de notar que Portugal apresenta em média um rácio inferior face aos restantes países europeus. Conjugando este rácio com as tabelas em anexo (Tabelas A.1. e A.2.), constata-se um escasso investimento, sem contudo haver desinvestimento. No caso Reino Unido, por exemplo, o investimento é elevado, mas também o desinvestimento é notório.

Uma explicação para este facto poderá ser a cultura conservadora portuguesa, de só investir quando o fator risco é reduzido. Também poderá dever-se ao facto destes

investimentos serem dotados de um elevado risco, ou ainda pela atitude defensiva dos investidores face a toda a conjuntura económica vivida na Europa durante este período.

Países	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média
Áustria	48%	43%	40%	284%	53%	230%	62%	109%
Bálticos	34%	21%	25%	10%	46%	96%	21%	36%
Bélgica	56%	26%	47%	47%	98%	76%	98%	64%
Bulgária	5%	17%	33%	66%	2%	254%	34%	59%
República Checa	2%	42%	97%	10%	96%	72%	256%	82%
Dinamarca	29%	53%	45%	141%	135%	32%	120%	79%
Finlândia	23%	37%	49%	81%	59%	116%	59%	61%
França	29%	44%	64%	60%	53%	95%	82%	61%
Alemanha	27%	47%	46%	107%	57%	76%	64%	61%
Grécia	0%	25%	8%	7%	0%	0%	9348%	1341%
Hungria	77%	2%	5%	17%	11%	109%	14%	33%
Irlanda	84%	57%	87%	13%	18%	47%	15%	46%
Itália	28%	66%	60%	69%	60%	75%	182%	77%
Luxemburgo	3%	32%	97%	35%	12%	131%	215%	75%
Holanda	57%	73%	46%	52%	66%	101%	61%	65%
Noruega	11%	9%	14%	30%	42%	80%	55%	34%
Outros países da CEE	2%	19%	0%	49%	184%	64%	3%	46%
Polónia	8%	8%	12%	19%	25%	74%	168%	45%
Portugal	29%	32%	17%	23%	45%	40%	37%	32%
Roménia	5%	0%	30%	11%	402%	74%	110%	90%
Espanha	25%	50%	20%	44%	36%	169%	135%	68%
Suécia	37%	45%	25%	111%	38%	132%	98%	70%
Suíça	17%	25%	11%	42%	57%	57%	20%	33%
Ucrânia	4%	75%	2%	0%	0%	190%	792%	152%
Reino Unido	24%	58%	51%	68%	66%	109%	118%	70%
Total Europeu	27%	48%	46%	69%	59%	96%	93%	63%

Tabela 5: Rácio desinvestimento/investimento dos investidores de CR

Fonte: EVCA, 2015

2.7. Influência do Investimento de Capital de Risco

Ao longo dos anos, diversos economistas ou estudiosos estudaram e analisaram o impacto dos investimentos de CR nas respetivas empresas target em diferentes níveis,

como a rentabilidade, o desenvolvimento e investigação, entre outros. Este subcapítulo irá incidir numa síntese de alguns estudos que foram importantes para a definir as questões de investigação, apresentadas posteriormente.

A maior parte dos estudos sobre a eficiência da empresa investida, revelam que existe uma melhoria na eficiência e nos resultados da empresa no ano antes da saída do investidor de CR e 2 ou 3 anos depois (Bull, 1989, Kaptlan, 1989 e Wright, Thompson e Robie, 1992). Sapienza (1992), também, concluiu que existe uma relação positiva entre a performance económica e as empresas com investidor de CR, porque os investidores de CR vão ao encontro do gap financeiro, mas também são uma mais-valia no apoio à gestão devido ao seu *know-how* e experiência, como vimos anteriormente. Isto é importante, tanto nos novos negócios como nas empresas maduras, quase falidas. Deste modo, devido às características específicas dos investidores de CR, vários estudiosos como Amit (1998) verificaram que os investidores de CR são mais indicados para alavancar o crescimento de novas empresas do que outros comuns. Este estudo vai de encontro às pesquisas de Berger & Udell (1998) que concluíram que o tipo de *corporate finance* utilizado pelas CR é adequado para as empresas em ascensão.

No entanto, tal como foi constatado anteriormente, poderá existir discordância num aspeto muito importante: o fator tempo. Normalmente, o interesse máximo dos *shareholders* será o de conseguir o máximo de resultados no longo prazo, enquanto o interesse dos investidores de CR poderá ser a valorização da empresa no curto/médio prazo, pois o seu maior objetivo, normalmente, é vender a empresa adquirida por um valor superior ao da aquisição. Este facto remete para o problema da Teoria da Agência analisada anteriormente.

Um dos mecanismos para analisar se a empresa tem um bom desenvolvimento é analisar as flutuações do número de trabalhadores. Esta matéria torna-se sensível quando falamos em aquisições de empresas com possíveis reestruturações a nível dos recursos humanos. Assim, existem dois cenários relevantes de análise que dependem do estágio da empresa, isto é, se já é uma empresa madura com dificuldades

económicas ou uma empresa no estágio embrionário com potencial de crescimento. Relativamente às empresas já maduras, o número de trabalhadores é um indicador importante para perceber se a influência de um investidor de CR contribui para o crescimento da empregabilidade da empresa ou se, pelo contrário, diminui os números de empregados de modo a conseguir a sustentabilidade.

Normalmente, quando um investidor de CR investe numa empresa em que o objetivo é a recuperação da sustentabilidade financeira, a estratégia poderá passar pela reestruturação a nível de recursos humanos. Este é um ponto sensível visto que estamos a lidar com pessoas e daí ser necessário uma análise pormenorizada e só avançar para a decisão de reestruturação se for de facto necessário e não houver alternativas. Nesta situação, apesar das intenções dos investidores serem as melhores, os colaboradores podem dificultar a intervenção dos mesmos, ou por não concordarem com o plano a ser implementado ou por receio de serem despedidos, entre outros motivos.

Este facto foi analisado por diversos estudiosos e alguns, como por exemplo, Kaplan (1989) verificaram que existiu um pequeno crescimento do número de empregados no período de 1985-1987 nos EUA depois do *buyout*. Assim, a revisão bibliográfica aponta para uma diminuição do número de empregados aquando da aquisição devido ao plano de reestruturação, aumentando, porém, após este processo. Também, Alperovych, Amess e Wright (2013) chegaram aos mesmos resultados, verificando um aumento da empregabilidade no Reino Unido no período de 1999-2004.

No entanto, nem todos são lineares nas conclusões. Por exemplo, Davis (2008) relacionou a empregabilidade das empresas com investidores de CR face às restantes, chegando à conclusão que a empregabilidade cresceu mais rapidamente no caso das empresas com investidores tradicionais. Lichtenberg and Siegel (1990) chegaram a uma conclusão semelhante de Davis, ao verificar que os *buyouts* não evidenciaram nenhum crescimento do número de trabalhadores comparativamente à média da indústria.

O número de trabalhadores é um indicador bastante importante na análise do crescimento de qualquer empresa mas é ainda mais significativo quando se analisa uma empresa embrionária, ou seja, quando falamos de VC. Normalmente essas empresas começam com um número muito reduzido de empregados mas passado uns anos se esse número aumentar, o que, aliado a outros indicadores, poderá significar sucesso. Segundo o Parlamento Europeu (2012), existe uma relação positiva entre o investimento das VC e o aumento do número de colaboradores na empresa investida. Se não houvesse este tipo de investimento, provavelmente muitas empresas que hoje têm sucesso, teriam terminado a atividade por falta de fundos. A dificuldade destes negócios está na conquista da confiança, quer por parte do empreendedor, quer por parte do investidor. Esta ambiguidade torna os investimentos VC em investimentos com elevado risco.

Capítulo 3

3. QUESTÕES DE INVESTIGAÇÃO E METODOLOGIA

Todo o percurso para elaboração deste artigo teve um fio condutor, um contexto que foi concretizado através dos métodos utilizados, materiais e instrumentos disponíveis, escolhas e experiências que serão seguidamente apresentados.

Este trabalho, como qualquer trabalho de investigação não é totalmente previsível. Sabendo à partida que o sucesso de qualquer trabalho de investigação está dependente dos procedimentos seguidos e da habilidade em escolher o caminho para atingir os objetivos da pesquisa, este artigo sofreu ligeiros aperfeiçoamentos à ideia inicial.

Em primeiro lugar, serão apresentados os objetivos a perseguir com este estudo: as questões de investigação, isto é, o que estudo irá evidenciar. Posteriormente, será exposta a metodologia que foi seguida, de modo a ser possível concretizar e materializar os melhores resultados possíveis.

3.1. Questões de Investigação

Com base na revisão da literatura foram estabelecidos três tópicos a analisar e testar relativamente à contribuição das empresas/investidores de CR: os resultados, a dívida e a empregabilidade das empresas investidas.

1ª Questão: As empresas portuguesas com investimento de CR apresentam maiores níveis de rentabilidade?

2ª Questão: As empresas portuguesas com investimento de CR apresentam menores níveis de endividamento?

3ª Questão: As empresas portuguesas com investimento de CR apresentam maiores níveis de empregabilidade?

Antes de responder a estas questões terão, também, de ser analisados, descritivamente, os seguintes indicadores: Ativo, Capital Próprio (CP), Passivo, EBITDA, Resultado Líquido (RL) e Volume de Negócios (VN) de todas as amostras.

Relativamente às questões de investigação, para estudar a rentabilidade os indicadores escolhidos foram EBTIDA Margin, ROA e ROE, para analisar o nível de endividamento foram selecionados Autonomia Financeira (AF) e Debt to Equity (DTE) e, por último, para perceber os níveis empregabilidade o indicador utilizado foi o Número de Trabalhadores (NT).

3.2. Metodologia

O foco deste artigo será a indústria do Capital de Risco em Portugal, mais precisamente, a contribuição ou influência do investimento a nível nacional de CR em empresas portuguesas, durante o período de 2008 a 2013.

Durante o estudo sobre a matéria e a revisão bibliográfica, que serviu de ponto de partida, foram identificados alguns pontos relevantes e interessantes a testar, sempre na perspetiva de perceber se os investidores de CR contribuem, ou não, para o desenvolvimento das empresas, fazendo a distinção entre as que têm a participação dos mesmos e as restantes. Deste modo, o objetivo deste artigo começava a estruturar-se, materializando-se na análise da influência do investimento de CR nas empresas.

Para iniciar a análise estatística sobre a indústria CR em Portugal, foi realizada uma análise descritiva de todas as amostras, a explicar posteriormente e, para tal, foi elaborada uma tabela com medidas estatísticas dos indicadores anteriormente referidos. Relativamente às questões de investigação, foram utilizados os testes estatísticos para avaliar a significância de eventuais diferenças nas médias e nas medianas entre as empresas com e sem investimento de CR.

A escolha dos indicadores para analisar os níveis de rendimento, endividamento e empregabilidade tem uma razão de ser, isto é, a escolha derivou de alguma literatura. Para a análise da rentabilidade de uma empresa, Palepu (2010) apresenta o indicador

ROE como ponto de partida para um estudo contínuo e sistemático do desempenho de qualquer empresa, pois oferece a informação sobre a aplicação dos investimentos dos acionistas por parte dos gestores. Por outras palavras, é a quantidade de dinheiro que a empresa consegue gerar por cada euro do capital próprio. Palepu (2010) mostra que este indicador é influenciado por dois fatores: *Equity Multiplier* (EM) e ROA. Que, significam, respetivamente, o quão rentável são os ativos da empresa e o tamanho dos mesmos comparativamente aos investimentos dos *shareholder*, ou seja, ao capital próprio. Deste modo, de forma a aprimorar o estudo da rentabilidade, será também utilizado o ROA nos testes hipóteses, uma vez que este mostra os resultados que a empresa consegue gerar por ativo.

O indicador EBITDA Margin é muito relevante para análise da rentabilidade uma vez que, fazendo o rácio entre EBITDA e VN, obtemos a informação de qual empresa, independentemente da respetiva estrutura e estratégia seguida, tem a melhor performance. Este indicador mostra os resultados antes de impostos, investimentos, amortizações e depreciações que a empresa é capaz de gerar por cada unidade do VN. Palepu (2010) argumenta a utilidade do EBITDA *Margin*, anunciando, porém, uma alternativa que é capaz de fazer uma análise semelhante a nível de performance operacional, mas eliminando efeitos de endividamento: NOPAT *Margin*. (*Net Operating Profit After Tax Margin*)

A opção passou pelo EBITDA *Margin*, visto que o EBTIDA é muitas vezes utilizado na avaliação da empresa. No entanto, é de notar que esta escolha pode induzir a análise em erro porque o EBITDA não se traduz em resultados líquido e as depreciações são um custo real que pode influenciar negativamente os resultados de qualquer empresa (Palepu, 2010).

Relativamente à análise do endividamento, os indicadores utilizados como método de comparação foram AF e DTE. O rácio DTE dá informações importantes sobre a estrutura de capital da empresa, tendo em conta todas as dívidas de todo o tipo de credores, e oferece a percentagem de dívida (passivo) face ao CP. A AF oferece a

percentagem de A que é financiado pelo CP, ou seja, pelos *shareholders*. Em vez da AF poderia ter sido utilizado *Total Debt Ratio* (TD), que indicava a percentagem de ativo que era financiado pelo passivo. Porém, ao analisar AF e DTE já é possível ter uma ideia ampla da estrutura de capital das empresas e ver a sua evolução em termos de dívida ao longo do período (Palepu, 2010).

No que diz respeito à última questão, o estudo do nível de empregabilidade, a forma mais direta e simples de perceber o seu efeito é fazendo uma comparação do Número de Empregados.

Posto isto, segue a parte de concretização da amostra, em que o objetivo é comparar as empresas com investimento de CR com as restantes, considerando padrões economicamente comparáveis, isto é, seria incorreto comparar PMEs ou micro empresas com empresas com dimensão significativamente superior.

De realçar que a base de dados utilizada neste artigo foi a SABI, que incorpora os dados de todas, ou quase todas, as empresas ibéricas.

Assim sendo, para explicar de um modo simples e sintético todo o raciocínio e organização das amostras, dado os recursos disponíveis, serão apresentados três passos, que se concretizam em duas amostras:

1º Passo: Selecionar as empresas portuguesas de CR.

Foi elaborada uma lista de empresas com base em simples pesquisas na Internet e através da base de dados SABI, segundo os seguintes critérios: território português, nome das empresas (normalmente estas sociedades em Portugal terminam a sua denominação social por “Sociedade de Capital de Risco” ou “SCR”, ou, possuem igualmente no nome expressões como “Capital de Risco”, “Ventures Capital”, e “Business Angels”) e por último, os CAE’s¹, selecionados com base nos primeiros critérios.

¹ CAE’s selecionados foram 6420, 6230, 6499 e 6630

Esta lista de empresas especializadas em CR (investidores de CR) foi o passo a dar para concretizar as duas amostras de teste. Após elaborar esta lista formou-se um conjunto de empresas com investimento de CR, onde o critério foi a participação social por parte das empresas que foram identificadas com investidores de CR.

2º Passo: Selecionar as empresas com participações de investidores de CR (amostra 1).

Esta lista de empresas também foi elaborada através da base dados SABI. O ponto de partida foi encontrar o máximo de empresas com participações dos respetivos investidores encontrados anteriormente. De realçar que o objetivo será comparar esta amostra com as restantes empresas portuguesas, dentro de um padrão comparável, cuja definição representou o maior desafio na construção das amostras.

Após conceber a amostra 1, foi detetado um problema de dimensão que tornou impensável fazer a análise por CAE, o que seria o ideal. Para além disso, o número de amostragens por CAE era muito díspar, por exemplo, CAE's com uma só empresa e CAE's com dez.

3º Passo: Elaborar a amostra de controlo (amostra 2), com padrões comparáveis.

A amostra 2 será de controlo, isto é, servirá como objeto de comparação face à amostra 1. No entanto, como já foi referido, terá de ser economicamente comparável. Para cumprir com este critério, o procedimento utilizado foi o seguinte:

1 - Reduzir aos dois primeiros dígitos os CAE's encontrados na Amostra 2.

2 - Enquadrar a pesquisa no intervalo entre a metade e o dobro da mediana do Ativo das empresas da amostra 2, por cada CAE reduzido.

3 – O problema da disparidade de amostragem por CAE voltou a surgir e para ultrapassar a situação era necessário estabelecer uma proporcionalidade entre as amostras. Por exemplo o CAE com range 58 correspondia a 8,7% da amostra 1, logo a amostra 2 teria que ter a mesma percentagem para o mesmo CAE. A proporcionalidade foi definida entre o CAE com menos amostragens da amostra 2

(CAE com range 55 e sete amostragens) e a percentagem do CAE com menos amostragens da amostra 1 (vários CAE's só com uma amostragem, que representam 1,45% da amostra). Deste modo, foi conseguida a proporcionalidade desejada entre as amostras, ou seja, 7 empresas corresponderá 1,45%. De salientar, que a escolha das empresas da amostra 2, quando sujeitas à proporcionalidade, foi aleatória. Resumidamente, esta foi a solução encontrada para o problema de a amostra não ser suficiente para fazer comparação por CAE.

Ainda, dado o reduzido número de empresas de todas as listas de empresas, foi considerado como número total da amostra os dados encontrados entre o período estabelecido (6 anos), isto é, as amostragens foram consideradas em conjunto, independentemente do ano. Após a determinação dos pontos a testar e a criação das amostras mais credíveis possíveis, o próximo passo será proceder aos testes.

Para medir diferenças significativas entre médias foi utilizado o T-Student, já que não existe alternativa, e para medir diferenças na mediana foi selecionado o teste Kruskal-Wallis, que é uma extensão ao teste U de Mann-Whitney (Kruskal e Wallis, 1952). Neste caso, como só existem duas amostras independentes, é indiferente utilizar qualquer um dos testes à mediana, porque, enquanto o teste de Mann-Whitney mede diferenças significativas entre medianas de duas amostras independentes, o teste Kruskal-Wallis mede as diferenças entre duas ou mais amostras independentes. Diversos autores como Conover (1999) estudaram o teste Kruskal-Wallis e concluíram que se baseia nos seguintes pressupostos: as amostras foram selecionadas de forma aleatória; as amostras escolhidas têm distribuições idênticas; as amostras são independentes. Uma das vantagens de utilizar o teste Kruskal-Wallis é que este consegue reduzir ou até eliminar o impacto de *outliers* (Maxwell and Delaney, 1990).

Sintetizando, o objetivo fulcral deste artigo é fazer um enquadramento da influência do investimento de CR nas empresas investidas e perceber se têm influência positiva, ou não, a nível de rentabilidade, endividamento e empregabilidade. Serão ainda analisados alguns indicadores financeiros relativos à indústria de CR em Portugal.

Capítulo 4

4. AMOSTRA, RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1. Amostra

Como explicado anteriormente no terceiro capítulo, todo o percurso para conseguir analisar se o investimento CR tem influência ou não nos três diferentes aspetos, colmatou em duas amostras - como podemos observar nas tabelas abaixo temos N's diferentes para cada indicador. A amostra 1 é uma lista de 69 empresas e o número de amostragens da amostra 1 (N1) varia de indicador para indicador, porque foi construído consoante o número de empresas identificadas vezes o número de anos seleccionados. Por exemplo, o facto de no indicador ativo termos N1 de 328 amostragens e no volume de negócios termos um N1 de 276 amostragens, deve-se à falta de dados de alguns indicadores face às empresas seleccionadas. O mesmo acontece na amostra 2, que corresponde a uma lista de 468 empresas, onde o número de amostragens por indicador é também variável, pela mesma razão.

<u>Indicadores</u>	<u>N1</u>	<u>N2</u>
Ativo	328	2.453
Capital Próprio	328	2.454
Passivo	331	2.453
Volume de Negócios	276	1.976
Resultado Líquido	327	2.437
EBITDA	327	2.441
Número de empregados	290	1.974
ROA	328	2.439
ROE	328	2.438
EBITDA Margin	276	1.975
Autonomia Financeira	267	2.453
Debt to Equity	269	2.419

Tabela 6: N das amostras 1 e 2

4.2. Resultados

A apresentação dos resultados obtidos será feita, em primeiro lugar, como meio de enquadramento, através de uma breve análise descritiva da lista de empresas especializadas em CR. Numa segunda estância será analisado o *core* deste artigo, isto é, a influência dos investidores de CR na rentabilidade, endividamento e empregabilidade face às restantes. Em terceiro, e último lugar, será realizada exatamente a mesma análise, porém, eliminando 5% de cada extremo de ambas as amostras devido ao facto de as amostras apresentarem desvios padrões elevados (medidas como a média são extremamente influenciadas pelos extremos o que poderia causar desvio nos resultados).

Iniciando pela lista de investidores de CR, apresentada na tabela abaixo, é possível tirar a fotografia à indústria do CR em Portugal entre 2008 e 2013 que, curiosamente, foi ao encontro a uma das ideias abordadas na revisão bibliográfica, nomeadamente, a de que o setor em Portugal está numa fase embrionária.

Relativamente ao primeiro ponto, existem inúmeros indicadores na investigação em questão que vão ao encontro do estado embrionário da indústria CR em Portugal, começando, desde logo, pelo baixo número de empresas nacionais especializadas em CR. Logicamente que ao existirem poucos *players* no setor a evolução será mais lenta. É ainda de realçar a dimensão dos *players* - observando a tabela 7 é possível verificar que 75% dos investidores portugueses especializados em CR empregam menos do que 14 colaboradores e a média de colaboradores por *player* é de 9. Ainda poderemos avaliar a dimensão destes investidores numa vertente financeira, olhando para o volume de negócios, onde 50% dos investidores têm um volume de negócios inferior a 360 mil euros. Outro facto relevante é a dimensão do desvio padrão, onde, a partir da observação dos extremos, se verifica que a média é extramente influenciada pelos extremos superiores, isto é, existe uma grande discrepância entre os *players* da indústria.

Observando a estrutura de capitais destes investidores é possível afirmar que, apesar da sua dimensão, apresentam uma estrutura sólida, visto que o seu nível endividamento é sustentável, como podemos verificar ao analisar a autonomia financeira - é em média 76%, isto é, em média as empresas especializadas em CR conseguem financiar os seus ativos em 76% com o seu capital próprio. Relativamente ao DTE, a mediana é de 83%, isto é, 50% dos investidores conseguem honrar as suas dívidas utilizando 83% do seu capital próprio.

Observando a rentabilidade das mesmas, só 25% dos investidores consegue apresentar bons resultados, porque só 25% dos investidores conseguem gerar pelo menos 0,23 euros por ativo (ROA) e 0,35 euros por cada euro investido pelos *shareholders*. Verificamos assim que a maioria dos investidores não consegue, ou ainda não conseguiu, níveis de rentabilidade desejáveis. De realçar que ambos os indicadores apresentam um desvio padrão muito elevado, onde as médias são inflacionadas pelos extremos superiores, o que define o *gap* entre os *players* deste setor, mas também a dificuldade e o risco inerente desta indústria. Podemos ligar este ponto à importância dada à experiência e *know-how* na revisão bibliográfica, que surgiram como fatores cruciais para o sucesso neste sector.

Indicadores	N	Média	Desvio Padrão	Mín.	Percent. 5	Percent. 25	Mediana	Percent. 75	Percent. 95	Máx.
Ativo	197	23.920	80.397	4	51	557	2.282	13.994	56.165	531.331
Capital Próprio	197	12.331	30.911	4	47	399	1.405	6.370	45.469	213.387
Passivo	164	11.878	53.510	0	1	42	535	3.481	19.570	346.181
Volume de Negócios	134	1.535	2.737	0	11	64	357	2.066	7.338	16.188
Resultado Líquido	197	2.085	7.948	0	1	18	166	1.032	8.374	72.856
EBITDA	197	1.900	7.053	0	1	17	166	911	9.134	72.859
EBITDA Margin	134	29	154	0	0	0	0	3	73	1.493
ROA	197	0	1	0	0	0	0	0	1	10
ROE	197	0	1	0	0	0	0	0	2	4
Autonomia Financeira	197	1	1	0	0	0	1	1	1	7
Debt Equity	161	1	4	0	0	0	0	1	4	34
Nº Trabalhadores	125	9	10	1	1	3	5	13	32	50

Tabela 7: Investidores de CR nacionais

Em seguida apresentarei os resultados das amostras 1 e 2 em paralelo. Numa primeira estância, será analisado as características financeiras gerais de ambas as amostras através da estatística descritiva dos indicadores básicos como o ativo, passivo, capital próprio, entre outros. Posteriormente, será feita a análise *core* deste artigo, isto é, a análise descritiva e dos testes de hipóteses dos indicadores selecionados para medir rentabilidade, endividamento e empregabilidade, tal como explicado anteriormente.

Na análise da dimensão física podemos comparar o tamanho do ativo, do passivo e do capital próprio. Ao observar a Tabela 8, em média as empresa com investimento de CR apresentam um ativo superior do que as restantes. O mesmo se verifica ao analisar o passivo e capital próprio. A nível da dimensão financeira, a média do volume de negócios é semelhante entre as empresas sem e com investimento, mas ligeiramente superior nas empresas sem investimento. No entanto, a nível de EBITDA, apesar de a média ser ligeiramente inferior nas empresas com investimento, olhando para os percentis verificamos que até ao percentil 75% é superior nas empresas com investimento, ou seja, existe uma maior homogeneidade entre as empresas com investimento do que sem investimento a nível de dimensão financeira. Em síntese, é notória uma diferença, sobretudo a nível de dimensão física entre as amostras, concluindo, que maioritariamente os investidores de CR portugueses focam os seus investimentos em empresas já com uma dimensão relevante, como vimos na revisão bibliográfica, no artigo de Leitão, Teles e Silva (2015), que afirma que o principal negócio realizado pelos investidores CR em Portugal é *turnaround*.

Indicadores	Ativo	Capital Próprio	Passivo	Volume de Negócios	Resultado Líquido	EBITDA
N1	328	328	331	276	327	327
Média	53.065	17.184	36.304	23.719	-376	1.219
Desvio Padrão	117.237	42.318	81.031	44.304	7.894	6.895
Mínimo	1	-50.345	-15.302	3	-69.588	-68.461
Percentil 5	140	-2.494	29	32	-6.418	-4.891
Percentil 25	2.658	332	1.166	1.037	-707	-103
Mediana	15.114	3.849	9.651	6.888	15	251
Percentil 75	48.173	15.389	28.694	21.498	1.007	2.595
Percentil 95	196.425	98.937	130.215	143.018	5.557	11.019
Máximo	864.869	314.182	550.687	243.832	81.240	30.323

Tabela 8: Amostra 1 - empresas com investimento de CR

Indicadores	Ativo	Capital Próprio	Passivo	Volume de Negócios	Resultado Líquido	EBITDA
N2	2.453	2.454	2.453	1.976	2.437	2.441
Média	31.983	10.542	21.437	24.948	530	1.952
Desvio Padrão	58.738	21.961	52.045	73.499	6.908	7.805
Mínimo	1	-105.386	0	0	-122.490	-121.956
Percentil 5	195	-1.597	40	45	-4.141	-1.634
Percentil 25	1.949	256	860	920	-55	-1
Mediana	11.655	2.529	4.918	4.092	34	220
Percentil 75	37.175	12.132	21.948	23.467	726	2.151
Percentil 95	130.572	55.336	92.529	108.981	6.505	11.693
Máximo	933.854	192.721	861.229	1.955.056	72.856	77.933

Tabela 9: Amostra 2 - empresas sem investimento de CR

Serão agora apresentados os resultados dos testes de hipóteses realizados com o intuito de verificar se o investimento de CR tem ou não influência na rentabilidade, endividamento e empregabilidade. Relativamente à rentabilidade comparando as médias não existe nenhuma diferença estatisticamente significativa entre as duas amostras. No entanto, se analisarmos os resultados do teste Kruskal Wallis, que compara as medianas, já é visível uma diferença estatisticamente significativa em dois dos indicadores escolhidos para medir a rentabilidade: ROA e EBITDA Margin. Ambos os indicadores apresentam, para 99% de significância, uma diferença entre as medianas, onde as empresas sem investimento apresentam melhor rentabilidade. Observamos que a mediana em termos de EBITDA Margin é inferior nas empresas com investimento - este resultado pode derivar da frágil estrutura de custos nas

empresas com investidores ou das dificuldades financeiras que estas enfrentam. Relativamente ao ROA, as medianas são semelhantes entre as duas amostras, onde as empresas sem investimento apresentam uns resultados ligeiramente melhores. Mais precisamente, só metade das empresas com investimento conseguem rentabilizar os seus ativos em 4% e metade das restantes em 5%. No entanto, o outro indicador que mensurava a rentabilidade, o ROE, não apresenta nenhuma diferença significativa entre as duas amostras. Posto isto, face aos resultados obtidos, o investimento de CR parece não representar uma mais-valia em termos de rentabilidade face às restantes.

Analisando especificamente a saúde financeira das empresas de ambas as amostras, ou seja, o endividamento, é de notar, observando a mediana e média dos rácios AF e DTE, que as empresas com investimento de CR são mais estáveis face às restantes. Analisando os testes hipóteses, verificamos que em ambos testes existem diferenças estatisticamente diferentes para um nível de significância de 99%. Sintetizando, os resultados apontam para uma influência positiva dos investidores de CR no que diz respeito à sustentabilidade em termos de endividamento.

Ao analisar o número de trabalhadores, verificamos que os investidores de CR portugueses procuram, ou encontram, mais oportunidades de negócio em empresas já num estado de maturidade. Este facto é visível quando observamos a média de trabalhadores das empresas com investimento de CR. Uma explicação para este facto, poderá ser o risco de investir em VC, o escasso empreendedorismo atrativo ou a conjuntura económica vivida em Portugal. É ainda possível relacionar este dado ao facto do *turnaround* ser o tipo de negócio mais utilizado em Portugal, como vimos na revisão bibliográfica. A comparação realizada às médias não comprovou nenhuma diferença estatisticamente significativa. No entanto, para um nível de 99% de significância é apresentada uma diferença entre as medianas, onde as empresas com investimento de CR têm uma média e mediana superior às restantes empresas.

Sumariando, relativamente à empregabilidade, os investidores de CR parecem ter uma influência positiva nas empresas em que investem.²

	Nº Empr.	ROA	ROE	EBITDA Margin	Autonomia Financeira	DTE
N1	290	328	328	276	267	269
Média	181	-20%	28%	-221%	1.113%***	3.763%***
Desvio Padrão	594	293%	191%	8.194%	3.723%	41.329%
Mínimo	1	-5.184%	-1.147%	-119.933%	-130%	-199.528%
Percentil 5	2	-58%	-170%	-413%	0%	-2.148%
Percentil 25	13	-3%	-4%	-6%	11%	9%
Mediana	40***	4%***	14%	7%***	68%***	148%**
Percentil 75	129	12%	54%	20%	518%	1.118%
Percentil 95	546	29%	218%	103%	4.777%	26.523%
Máximo	4.546	257%	1.562%	57.704%	36.008%	552.323%

Tabela 10: Amostra 1 - empresas com investimento de CR (rácios de análise)

	Nº Empr.	ROA	ROE	EBITDA Margin	Autonomia Financeira	DTE
N2	1.974	2.439	2.438	1.975	2.453	2.419
Média	149	-2%	36%	481%	18%***	334%***
Desvio Padrão	403	206%	360%	26.390%	286%	1.645%
Mínimo	1	-7.870%	-6.118%	-98.965%	-6.334%	-14.763%
Percentil 5	1	-16%	-53%	-58%	-27%	-496%
Percentil 25	6	0%	1%	3%	13%	30%
Mediana	30***	5%***	18%	9%***	33%***	126%**
Percentil 75	111	12%	47%	21%	61%	335%
Percentil 95	515	34%	179%	86%	97%	1.844%
Máximo	4.574	402%	12.518%	1.167.379%	100%	17.654%

Tabela 11: Amostra 2 - empresas sem investimento de CR (rácios de análise)

A não uniformidade dos resultados dos dois testes e as elevadas variâncias dos indicadores indica que estamos perante um problema de extremos. Se observarmos a tabela verificamos que a média de todos os indicadores é próxima do percentil 75%, quer nas empresas com investidor de CR, quer nas empresas sem investidor, isto é, a média é influenciada pelos extremos superiores. Para combater este problema, foi feita exatamente a mesma análise, mas retirando 5% de cada extremo dos indicadores que foram sujeitos aos respetivos testes, de ambas as amostras, sendo o suficiente para

² Os testes de hipóteses foram realizados para uma significância de 90%, 95% e 99%, representados nas tabelas por respetivamente “*”, “**” e “***”.

alterar estatisticamente o panorama dos resultados, principalmente na comparação das médias.

No teste de hipóteses T-student houve alterações significativas relativas aos resultados anteriores. Desta vez, só o indicador número de empregados é que não apresentou diferenças estatisticamente significativas. O *proxi* da rentabilidade ROE apresentou diferenças para um nível de significância de 95% e todos os restantes para um nível de significância de 99%, confirmando assim os resultados anteriormente obtidos, ou seja, existem diferenças significativas nos *proxis* de rentabilidade e endividamento. Adicionalmente, os investidores de CR parecem ser uma mais-valia ao nível do endividamento, mas não ao nível da rentabilidade.

No teste da mediana houve ligeiras alterações nos resultados relativos à rentabilidade e endividamento, nos *proxis* ROE e DTE, respetivamente. O ROE na análise anterior não apresentava nenhuma diferença estatisticamente significativa e agora apresenta diferença para um nível de significância de 95%. O DTE agora apresenta diferenças estatisticamente relevantes para nível de confiança de 99%. Assim sendo, todos os indicadores apresentaram diferenças estatisticamente significantes entre as medianas. Também no caso das medianas, esta nova análise só veio reforçar os resultados obtidos na análise anterior. Sintetizando, foram detetadas diferenças significativas a nível da rentabilidade, endividamento e empregabilidade, onde o investimento parece ser útil ao nível do endividamento e empregabilidade.

	Nº Empr.	ROA	ROE	EBITDA Margin	Autonomia Financeira	DTE
N1	260	295	295	248	240	242
Média	78	3%***	22%**	-5%***	421%***	1.460%***
Desvio Padrão	93	14%	56%	59%	791%	3.467%
Mínimo	2	-56%	-167%	-377%	0%	-2.114%
Percentil 5	4	-22%	-61%	-115%	1%	-16%
Percentil 25	13	-2%	-1%	-4%	14%	14%
Mediana	40***	4%***	14%**	7%***	68%***	148%**
Percentil 75	99	11%	48%	19%	360%	925%
Percentil 95	252	22%	128%	43%	2.273%	10.364%
Máximo	480	29%	179%	88%	4.096%	2.071%

Tabela 12: Amostra 1 sem 5% dos extremos

	Nº Empr.	ROA	ROE	EBITDA Margin	Autonomia Financeira	DTE
N	1.776	2.195	2.194	1.778	2.207	2.177
Média	77	7%***	28%**	13%***	37%***	235%***
Desvio Padrão	106	9%	37%	20%	28%	354%
Mínimo	1	-16%	-52%	-57%	-27%	-483%
Percentil 5	2	-6%	-11%	-13%	-2%	-139%
Percentil 25	7	0%	2%	4%	15%	36%
Mediana	30***	5%***	18%**	9%***	33%***	126%***
Percentil 75	93	11%	42%	19%	58%	311%
Percentil 95	329	25%	110%	55%	87%	1.005%
Máximo	509	34%	178%	86%	97%	1.832%

Tabela 13: Amostra 2 sem 5% dos extremos

Capítulo 5

5. CONCLUSÃO

Ao longo deste artigo foram demonstrados e discutidos vários conceitos, teorias e resultados sobre o tema CR, com o intuito de perceber a influência do investimento de CR nas empresas.

Foi verificado que o número de investidores especializados em CR é diminuto, assim como a sua dimensão física e financeira. Foi também notória a disparidade entre investidores, quer na sua dimensão, quer nos seus resultados. Deste modo, estes factos permitem chegar à conclusão que a indústria do CR em Portugal encontra-se numa fase embrionária.

No que toca aos resultados, foi comprovado que a dimensão da maioria das empresas com investimento de CR é razoável, o que permite concluir que o investimento em VC é reduzido e que, possivelmente, o tipo de negócio mais utilizado pelos investidores de CR é o *turnaround*, tal como revelado na revisão bibliográfica.

A expectativa seria que este tipo de investimento fosse uma vantagem a todos níveis estudados neste artigo, porém, os resultados foram contra ao esperado quando comparados os *proxis* de rentabilidade. Este facto poderá dever-se ao período de reestruturação no qual as empresas investidas se encontram, isto é, ainda estão à procura de inverter a sua situação económica.

Os resultados ao nível do endividamento foram os previstos, visto que as empresas tiveram uma injeção de capital por parte dos novos investidores. Sendo assim, é possível concluir que as empresas com investimento CR parecem apresentar uma estrutura de capitais mais sólida do que as restantes.

As evidências ao nível da empregabilidade demonstraram que o investimento de CR parece promover a empregabilidade, o que vai contra a possível ideia da estratégia de

redução de custo, por parte dos investidores de CR, passar pela redução do número de empregados.

Sumarizando os resultados obtidos na comparação da rentabilidade, endividamento e empregabilidade entre as empresas com e sem investimento de CR, pode-se concluir que parece que os investidores de CR apresentam uma mais-valia para as empresas ao nível de endividamento e empregabilidade. No entanto, ao nível da rentabilidade, parecem representar uma desvantagem para as empresas.

Relativamente às insuficiências deste artigo, temos a circunstância de o número de investidores e empresas com investimento de CR identificados serem escassos, o que não permitiu uma análise mais profunda do tema. Deste modo, este estudo é exploratório e deixa em aberto potenciais investigações futuras relacionadas com a indústria de CR em Portugal, que foram identificadas ao longo da revisão bibliográfica e da apresentação de resultados, nomeadamente, a relação da advertência ao risco dos investidores portugueses face aos investidores de outros países mais desenvolvidos em nível de CR, como por exemplo a Grã-Bretanha. Outro curso de investigação interessante seria perceber se existe alguma relação entre o sucesso dos negócios de CR com os aspetos culturais dos investidores. Ainda poder-se-á estudar de forma individualizada o VC em Portugal e fazer a correlação com o empreendedorismo, uma vez que neste artigo, os resultados relacionados com VC ficaram ocultos ao nível da amostra, pois existem mais negócios PE's em Portugal.

BIBLIOGRAFIA

Alperovych, Y., Amess, K. e Wright, M. 2013. **“Private equity firm experience and buyout vendor source: What is their impact on efficiency?”**. European Journal of Operational Research 228, 601–611.

Amaro, R. e Barbosa P. 2015 **“Portugal – Private Equity 2015”**. ICLG. Disponível em http://www.mlghts.pt/xms/files/Publicacoes/Artigos/2015/ICLG_to_Private_Equity_2015_-_Portugal.pdf. (2016/02 /12 ; 15H 05M).

Amita, R, Brandera, J. e Zotta, C. 1998. **“Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence”**. Journal of Business Venturing. Vol. 13 441-466.

APCRI e IAPMEI 2006. **“Guia Prático do Capital de Risco”**. Disponível em <http://www.iapmei.pt/resources/download/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf>. (2016/02/11; 16H 10M).

Avdeitchikovaa, S., Landströma, H. e Månsson, N. 2008. **“What do we mean when we talk about business angels? Some reflections on definitions and sampling”**. Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance. Vol. 10, 371-394.

Azenha, T. 2010. **“Determinantes do Crédito ao Sector Privado em Portugal”**. Universidade do Aveiro: Departamento de Economia, Gestão, Engenharia Industrial.

Barber, F. and Goold, M. 2007. **“The Strategic Secret of Private Equity.”** Harvard Business Review, 85(9): 53-61.

Berger, Allen N. e Udell, Gregory F. 1998. **“The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle”**. Journal of Banking and Finance. Vol. 22.

Binks, M. e Ennew, C. 1996. **“Big Banks Small Business”**. Forum of Private Business Knutsford.

Blackman, A. 2014. **“The Pros and Cons of Having Private Equity Firms Invest In Your Business”**. Disponível em <http://business.tutsplus.com/tutorials/the-pros-and-cons-of-having-private-equity-firms-invest-in-your-business--cms-19887>. (2016/02/11; 16H 10M).

Bull, I. 1989. **“Financial Performance of Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis”**. Journal of Business Venturing. Vol. 4, 263-279.

BVCA 2010. **“A Guide to Private Equity”**. Disponível em http://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website%20files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf. (2016/02/12; 10H 05M).

Chemmanur, Thomas J., Krishnan, K. e Nandy, Debarshi K. 2011. **“How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface”**. Review of Financial Studies (RFS).

CMVM 2013. **Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco, 2013**. Disponível em http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/Relat%C3%B3rio%20Capital%20de%20risco%202013_Vers%C3%A3o%20final_09012015%20v2.pdf (2015/02/22; 15H 43M).

Conover, J. 1999. **“Practical Nonparametric Statistics”**. 3ª edição. Wiley.

Davis, Steven J., Haltiwanger, John C., Jarmin, Ron S., Lerner, J. e Miranda, J. 2011. **“Private Equity and Employment”**. National Bureau of Economic Research.

Dutta, S. and Folta, T. B. 2016. **“A Comparison of the Effect of Angels and Venture Capitalists on Innovation and Value Creation”**. Journal of Business Venturing. Vol. 31, 39–54.

ECVA 2014. **“2014 European Private Equity Activity”**. Disponível em <http://www.investeurope.eu/media/385581/2014-european-private-equity-activity-final-v2.pdf>. (2016/02/12; 16H 15M).

EVCA 2015. **“EVCA investeurope.eu”**. Disponível em <http://www.investeurope.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/> (2015/04/16; 17H 08M).

Ehrlich, Sanford B., De Noble, Alex F., Moore, T. e Weaver, Richard R. 1994. **“After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms”**. Journal of Business Venturing. Vol. 9, Issue 1, 67–82.

Ernst & Young 2012. **“How do Private Equity Investors Create value? A Study of 2011-2012 North American Exits”**. Disponível em [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Private_equity_value_creation_in_North_America/\\$FILE/EY-Clear-direction-focused-vision.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Private_equity_value_creation_in_North_America/$FILE/EY-Clear-direction-focused-vision.pdf) (2016/02/12; 15H 05M).

Gilligan, J. e Wright, M. 2008. **“Private Equity Demystified”**. ICAEW – Corporate Finance Faculty.

Gompers, P. Kaplan, S. e Mukharlyamov, V., 2015. **“What Private Equity Investors Think They Do for the Companies They Buy.”** Harvard Business Review.

Gompers, P. e Lerner, J., 2001. **“The Venture Capital Revolution”**. The Journal of Economic Perspectives. Vol. 15, No. 2, 145-168.

Hofstede G. 1993. **“Cultural Constraints in Management Theories”**. ACAD Manage Perspect. Vol. 7, 81-94.

INVESTOPEDIA 2016. **“Agency Theory”**. Disponível em <http://www.investopedia.com/terms/a/agencytheory.asp> (2016/02/12; 15H 05M).

Jensen, Michael C. 1986. **“Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”**. American Economic Review.

Jensen, Michael C. e Murphy, Kenvin J. 1990. **“CEO Incentives—It’s Not How Much You Pay, But How”**. Harvard Business Review.

Kaplan, S. 1989. **“The Effects of Management Buy Outs on Operating Performance and Value”**. Journal of Financial Economics.

Kay, J. 2012. **The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making, Final Report**. Disponível em https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/253454/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf. (2015/09/11; 17H 00M).

Kosman, J. 2009. **“The Buyout of America: How Private Equity Will Cause the Next Great Credit Crisis”**. New York: Penguin Group.

KPMG 2013. **“KPMG’s Guide to Directors Remuneration 2013”**. Disponível em <https://www.kpmg.com/UK/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/PDF/Tax/guide-directors-remuneration-2013.pdf> (2015/12/12; 15H 00M).

Kruskal, W.H. & Wallis, W.A. 1952. “Use of ranks in one-criterion variance analysis”. **Journal of the American Statistical Association**. Vol. 47, 583 – 621.

Lichtenberg, Frank R., Siegel, D. 1989. “The Effects of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior”. **Journal of Financial Economics**. Vol. 27, 165-194.

Maxwell, S. E. & Delaney, H. D. 1990. **“Designing Experiments and Analyzing Data. A model Comparison Perspective”**. Belmont, California: Wadsworth Publishing Company.

Oliver, B. 2012. **“The risks associated with investing in private equity”**. Medical Economics.

Palepu, Krishna G., Healy, Paul M. e Peek, E. 2010. **“Business Analysis and Valuation”** (3ª edição). IFRS Edition.

Parlamento Europeu 2012. **“Potential of Venture Capital in the European Union”**. Caso de Estudo. Disponível [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET\(2012\)475088_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/etudes/join/2012/475088/IPOL-ITRE_ET(2012)475088_EN.pdf). (2016/11/22; 14H 45M).

Partners, P e DePonte, K. 2010. **“The Guide to Private Equity Investment Due Diligence”** (2ª edição). London: PEI Media.

Pictet Alternative Advisors SA 2014. **“An Introduction to Private Equity”**. Disponível em https://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:5hXWLtL-QiQJ:https://www.pictet.com/content/dam/pictet_documents/pdf_documents/pai_documentation/introduction_private-equity_en.pdf+&cd=1&hl=pt-PT&ct=clnk&gl=pt (2016/01/04; 10H 25M).

Popov, A. e Roosenboom, P. 2009. **“Does Private Equity Investment Spur Innovation? Evidence from Europe”**. Working paper, Banco Central Europeu.

PRODATA 2015. **“Balança Financeira em Portugal”**. Disponível em <http://www.pordata.pt/Portugal/Balan%C3%A7a+financeira-2490> (2015/08/16; 15H 05M).

Ramos, M. 2011. **“Capital de Risco e Financiamento Bancário: Custos e Benefícios Jurídico-económicos para as Empresas Portuguesas”**. Universidade do Porto: Faculdade de Direito.

Robb, A e Robinson, D. 2010. **“The Capital Structure Decisions of New Firms”**. National Bureau of Economic Research.

Samila, S. e Sorenson, O. 2011. **“Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth”**. The Review of Economics and Statistics, Vol. 93, No. 1, Pages 338-349

Sapienza, Harry J. 1992. **“When Do Venture Capitalists Add Value?”** Journal of Business Venturing. Vol. 7, 9-27.

Wright, M., Thompson, S. e Robbie, K. 1992. **“Venture capital and management-led, leveraged buy-outs: A European perspective”**. Journal of Business Venturing. Vol. 7, 47-71.

ANEXOS

Anexo A.1.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média
Áustria	214.339	138.208	129.594	120.210	154.529	85.738	105.457	135.439
Bálticos	38.710	5.932	27.192	28.160	20.288	17.389	23.694	23.052
Bélgica	634.109	1.011.984	459.660	575.016	517.614	922.341	649.993	681.531
Bulgária	11.536	4.100	4.558	10.900	65.088	1.598	1.440	14.174
República Checa	39.708	61.395	36.513	189.853	16.607	24.034	13.986	54.585
Dinamarca	485.624	416.571	391.850	372.497	603.351	1.398.513	533.376	600.255
Finlândia	470.740	356.730	433.232	404.788	443.570	551.797	547.360	458.317
França	8.477.434	3.364.127	5.896.007	9.198.771	5.112.436	5.866.890	8.931.100	6.692.395
Alemanha	6.997.308	2.562.660	4.753.259	4.335.994	5.228.713	5.966.121	5.718.305	5.080.337
Grécia	233.700	39.173	15.000	9.291	-	1.129	198	42.642
Hungria	33.440	191.271	45.204	77.611	104.308	21.597	100.645	82.011
Irlanda	71.262	54.639	46.473	58.230	86.698	76.992	132.561	75.265
Itália	3.391.527	1.383.108	897.122	1.194.861	1.190.895	1.138.424	719.751	1.416.527
Luxemburgo	395.999	57.997	69.230	172.011	222.621	63.245	61.696	148.971
Holanda	1.744.988	784.004	1.257.881	2.072.434	1.326.312	979.794	1.847.564	1.430.425
Noruega	738.381	621.594	932.027	654.782	823.299	840.436	1.189.906	828.632
Outros países da CEE	29.155	30.204	14.773	16.576	39.439	31.295	62.641	32.012
Polónia	721.398	481.083	470.533	688.990	527.647	334.515	322.617	506.683
Portugal	393.611	291.096	193.238	441.232	224.876	271.408	239.554	293.573
Roménia	122.584	82.865	75.678	48.075	24.276	48.700	38.878	63.008
Espanha	1.661.841	950.889	2.461.444	1.963.473	1.424.081	736.589	945.574	1.449.127
Suécia	2.407.070	1.309.913	3.091.360	2.021.860	1.995.967	1.531.062	1.502.107	1.979.906
Suíça	943.235	592.382	1.492.361	585.416	635.193	596.333	1.211.247	865.167
Ucrânia	125.044	12.259	94.286	60.043	36.001	19.684	4.114	50.204
Reino Unido	21.366.919	8.932.644	17.531.138	18.471.169	15.220.200	13.762.861	14.513.048	15.685.426
Total Europeu	51.749.661	23.736.827	40.819.613	43.772.244	36.044.010	35.288.483	39.416.810	38.689.664

Tabela A.1: Investimento em PE e similares

Fonte: EVCA, 2015

Anexo A.2

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Média
Áustria	102.237	60.052	52.104	341.503	82.409	197.503	64.876	128.669
Bálticos	12.994	1.224	6.887	2.900	9.253	16.768	4.997	7.860
Bélgica	354.497	261.130	213.966	268.761	504.855	697.703	636.978	419.699
Bulgária	609	700	1.500	7.150	1.382	4.055	495	2.270
República Checa	871	25.644	35.295	19.070	16.009	17.287	35.870	21.435
Dinamarca	142.050	220.203	176.122	526.191	812.866	444.524	639.896	423.122
Finlândia	110.295	131.575	210.763	327.111	263.241	642.696	321.011	286.670
França	2.466.237	1.465.223	3.768.640	5.564.604	2.703.555	5.578.439	7.355.370	4.128.867
Alemanha	1.870.455	1.205.541	2.179.281	4.657.085	2.965.274	4.548.656	3.650.438	3.010.961
Grécia	78	9.916	1.180	664	19.000	0	18.541	7.054
Hungria	25.646	3.079	2.248	13.134	11.439	23.499	13.960	13.286
Irlanda	59.845	30.891	40.459	7.739	15.908	36.370	19.855	30.152
Itália	948.911	906.692	542.259	820.586	714.670	854.717	1.308.838	870.953
Luxemburgo	11.846	18.518	66.884	60.015	27.183	82.696	132.446	57.084
Holanda	988.618	574.068	580.926	1.084.674	870.311	989.166	1.119.902	886.809
Noruega	78.721	54.915	132.442	198.323	342.806	674.093	657.459	305.537
Outros países da CEE	700	5.860	0	8.204	72.410	19.929	2.000	15.586
Polónia	54.603	39.939	58.474	134.224	131.893	247.068	541.198	172.485
Portugal	112.978	91.929	32.282	102.360	100.675	107.462	88.274	90.851
Roménia	6.735	0	22.510	5.083	97.543	35.902	42.883	30.094
Espanha	409.921	473.360	494.085	871.634	518.886	1.245.412	1.276.281	755.654
Suécia	896.857	586.246	776.990	2.249.410	763.095	2.017.278	1.477.588	1.252.495
Suíça	157.455	149.153	159.778	245.889	363.199	337.851	242.824	236.593
Ucrânia	5.000	9.233	1.468	0	0	37.402	32.600	12.243
Reino Unido	5.038.878	5.152.621	9.021.424	12.537.100	10.034.192	14.975.175	17.113.542	10.553.276
Total Europeu	13.857.039	11.477.711	18.577.966	30.053.412	21.442.054	33.831.651	36.798.123	23.719.708

Tabela A.2: Desinvestimento em PE e similares

Fonte: EVCA, 2015