

“CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAL DE RISCO NA EUROPA”¹

“EUROPEAN VENTURE CAPITAL MARKET CHARACTERIZATION”

*Elisabete Gomes Santana Félix*²
efelix@uevora.pt

Elisabete Gomes Santana Félix, Assistente do Departamento de Gestão de Empresas da Universidade de Évora. Doutoranda em Gestão no ISCTE na Especialização em Finanças. efelix@uevora.pt. telef.: 266740892. Universidade de Évora, Departamento de Gestão de Empresas, Largo dos Colegiais, n.º 2, 7000-803 Évora, Portugal.

Elisabete Gomes Santana Félix, Assistant Professor of the Management School of the University of Évora. PhD student in Management in the ISCTE in the specialization of Finances. efelix@uevora.pt. telef.: 266740892. Universidade de Évora, Departamento de Gestão de Empresas, Largo dos Colegiais, n.º 2, 7000-803 Évora, Portugal.

¹ Publicado na *Revista Economia Global e Gestão* n.º 3, vol. X, 2005, pp. 53-75.

² A autora agradece os comentários efectuados pelos orientadores, Prof. Doutor José Paulo Esperança e Prof. Doutor Mohamed Azzim Gulamhussen. Agradece também os comentários realizados por um referee anónimo. A autora é, no entanto, responsável por quaisquer erros ou omissões que possam existir.

“CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAL DE RISCO NA EUROPA”

RESUMO

Neste trabalho pretendeu-se realizar uma análise do mercado europeu de capital de risco nos últimos oito anos. Paralelamente a este objectivo, apresenta-se um pouco da história da indústria de capital de risco, realizando uma comparação entre os EUA e a Europa.

Na análise do mercado europeu de capital de risco focam-se, por exemplo, aspectos relativos aos montantes de investimento, de captação de fundos, tipo de investidores e tipo de investimentos.

Entre outras conclusões, verificam-se que são os bancos e os fundos de pensões os principais fornecedores de capital, que é um mercado tradicionalmente doméstico e que, em termos de montantes investidos, são os investimentos de tipo buyout que possuem maior representatividade, mas que quando analisados os números de investimentos efectuados são os do tipo de expansão que predominam.

PALAVRAS-CHAVE: Mercado de capital de risco; Europa; EUA.

JEL Classification: F00, G24, M13.

“EUROPEAN VENTURE CAPITAL MARKET CHARACTERIZATION”

ABSTRACT

In this work it was intended to carry through an analysis of the European venture capital market in the last eight years. Also it was done a summary of the venture capital industry history, carrying through a comparison between U.S.A. and Europe.

In the European venture capital market analysis it was pointed out aspects about the investment totals, fundraising, investors types and investments types.

Among others conclusions, it was found that the banks and pension funds are the main suppliers of capital, that it is a market traditionally domestic and that, in totals invested, the buyout investments are the ones that possess greater representation, but when analyzed the numbers of realized investments it is the expansion investment that predominate.

KEY WORDS: Venture Capital Market, Europe, USA.

JEL Classification: F00, G24, M13.

“CARACTERIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAL DE RISCO NA EUROPA”

Junho de 2005

1. ORIGEM DO CAPITAL DE RISCO

O capital de risco é originário dos EUA e surge no virar do século XX, quando famílias abastadas como os Rockefellers e os Duponts forneceram capital de risco a pequenas empresas em crescimento, tornando-se muitas delas em empresas de sucesso como são o caso da Eastern Airlines e a Xerox. Após a II Guerra Mundial, formaram-se algumas empresas institucionais de capital de risco das quais a mais notável foi a “American Research and Development Corporation” em Boston no ano de 1946, cujos fundadores foram o MIT, a Harvard Business School e empresas líderes locais. Esta empresa tinha como objectivo comercializar as tecnologias desenvolvidas para a segunda grande guerra.

Desde essa altura até aos dias de hoje a evolução do capital de risco não foi constante. Constatou-se uma tendência cíclica relacionada com o fluxo de oferta e procura, associada ao dinamismo do tecido empresarial norte-americano, bem como ao desenvolvimento do mercado de capitais (Ferreira, 2003).

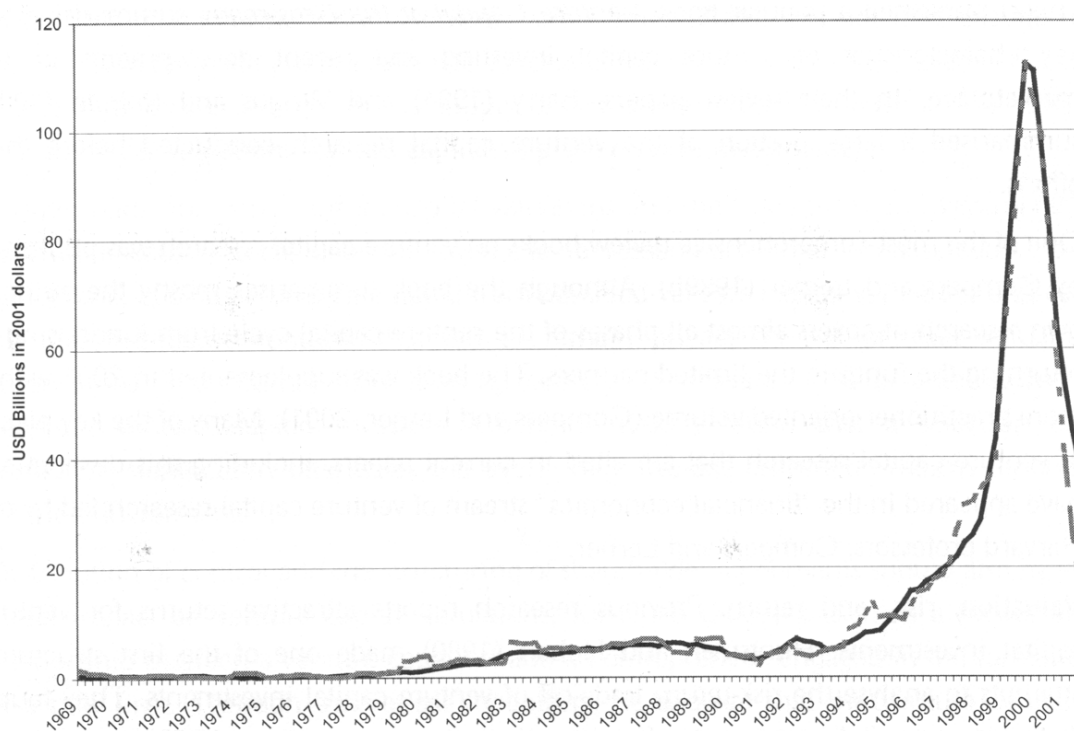
Até 1970 os fundos de capital de risco existentes nos EUA tinham origem em famílias abastadas e em SBIC’s (Small Business Investment Companies) criadas em 1958 pelo SBA – Small Business Administration, no entanto os investidores do tipo SBIC’s revelaram alguns problemas, nomeadamente na criação de expectativas irrealistas no mercado, inexperiência de gestão e desadequação à regulamentação governamental (Bygrave e Timmons, 1992; Norton, 1994).

No final da década de 70, verificou-se uma revitalização do mercado em virtude do Revenue Act em 1978 e do Employment Retirement Income Security Act (ERISA) (1974, 1979, 1980). Em virtude do primeiro verificou-se uma diminuição da tributação das mais-valias de 49% para 28%, assim como a criação de incentivos fiscais para os investimentos de longo prazo. No caso do ERISA veio dar um novo quadro legal aos fundos de pensões e permitindo aos mesmos efectuarem investimentos até 5% dos seus fundos em activos de risco, o que veio a revelar-se numa das maiores fontes de capitais para o mercado do capital de risco, permitindo assim a consolidação e surgimento da indústria de capital de

risco como uma das maiores fontes de recursos financeiros para projectos inovadores, com potencial crescimento e de elevado risco (Tavares, 2000; Ferreira, op. cit.).

Segundo as estatísticas da NVCA, em 1980 o mercado de capital de risco nos EUA representava perto de um bilião de dólares em contraponto com os cem biliões de dólares no ano de 2000. Este novo incremento na década de 80 terá surgido devido em parte ao bull market de 1982-83, altura em que os investidores reconheceram a elevada rendibilidade dos investimentos que tinham sido realizados na década de 70 (Sahlman, 1990; Ferreira op. cit.).

No ano de 2001 existiam nos EUA 800 empresas de capital de risco para mais de 2200 empresas participadas em estágio-inicial e em rápido crescimento, embora se tenha verificado uma leve diminuição de 2000 para 2001 associado ao decréscimo da economia e tecnologia (Sherman, 2001) tal como se pode observar pela figura 1.



Fonte: Venture Economics, Outubro de 2002.

Figura 1. Níveis de montantes investidos em capital de risco (linha a tracejado) e montantes afectados dos fundos de investimento de capital de risco (linha a cheio) dos EUA em dólares.

Nesta figura podemos observar, que no caso dos EUA, as entradas de dinheiro para o capital de risco e montantes afectos às empresas participadas apresentaram dois períodos de rápido crescimento. O primeiro período surgiu após a emenda anteriormente referida que regulamentava os investimentos de fundos de pensão (permitindo aos fundos de pensão investir em activos de elevado risco, incluindo capital de risco, tendo como consequência o aumento do capital disponível para investimento em capital de risco) (Gompers e Lerner, 1999b).

A explosão de capital de risco em finais dos anos 90 superou por completo o primeiro período de crescimento. Nos anos de 1998 a 2000 viveu-se uma forte expansão das indústrias de Internet e afins a seguir ao IPO da Netscape's em Agosto de 1995 (Seppä, 2003).

O mercado de IPOs favorável que durou até Março de 2000, altura do colapso do Nasdaq e das acções da Internet, terá sido a maior contribuição para a aparente expansão ilimitada da indústria de capital de risco dos EUA.

Na medida em que as IPO's são uma das formas de desinvestimento de capital de risco que permitirão realizar saídas com sucesso, então esse mercado de IPO's favorável permitiu a existência de um mercado de saídas de investimentos de capital de risco atractivo, elevando as expectativas relativas ao potencial de valorização das saídas de novos investimentos de capital de risco. No entanto, a queda brusca do mercado de acções após os inícios do ano 2000 causou uma queda drástica das actividades do capital de risco. Em 2001 e inícios do ano 2002, a oportunidade das IPO já não se encontrava aberta e o número crescente de falências de empresas de Internet elevou as dúvidas dos investidores com respeito à sustentabilidade do nível actual da actividade de capital de risco. Os investimentos diminuíram rapidamente. A captação de fundos e os montantes de investimento afectos ao capital de risco nos EUA caiu rapidamente entre 60% a 70% do pico de 2000 (Seppä, op. cit.). No entanto, o ano de 2001 e primeiros trimestres do ano de 2002 não deixam de ser dos melhores nos EUA quer em termos de fundos angariados, quer em termos de montante investido pelos investidores de capital de risco, como podemos constatar pela figura 1.

Segunda a NVCA a quebra registada desde 2001 deveu-se a vários factores, nomeadamente:

- Ao arrefecimento da dinâmica das IPOs e do mercado das fusões e aquisições nos EUA, em virtude da quebra ocorrida no NASDAQ e dos acontecimentos de 11 de Setembro, o que veio a afectar a confiança e optimismo dos investidores;

- Os investidores de capital de risco terem centrado a sua atenção no acompanhamento das empresas participadas e não na análise e prospecção de potenciais investimentos. As estatísticas da NVCA vêm comprovar esta situação, é que em 2001 verificaram-se 81% de investimentos em reforços, contra 51% em 1996 e 66% em 2000. Tal é acompanhado por um aumento dos investimentos em projectos de expansão (que cresceram em média 50%) e uma quebra das operações do tipo start-up's e seed-capital (que rondou os 30%);

- A ocorrência de uma diminuição das taxas internas de rendibilidade associadas aos fundos de capital de risco, nalguns casos para valores negativos. Estes investimentos deixaram de apresentar taxas de valores considerados anormais e sobrevalorizados. No entanto, a rendibilidade média de longo prazo mantém-se aproximadamente nos 20%;

- A ocorrência de uma maior diversificação dos investimentos realizados pelos operadores em termos de sectores de actividade. O segmento de mercado das tecnologias de informação deixou de apresentar um peso excessivo, atingindo no entanto os 79,6% em 2001 (com destaque para a indústria do software), tendo os sectores associados a ciências da vida (como a biotecnologia, os serviços e equipamentos de medicina, por exemplo), crescido entre 7% e 10% nesse mesmo ano, representando 18,5% do investimento total da indústria. Só a biotecnologia cresceu 8,2% em 2001, fruto do vasto conjunto de oportunidades criadas pelos recentes desenvolvimentos nos segmentos dos fármacos, genomas e proteómicos.

Nos EUA os investimentos de capital de risco continuam a ser caracterizados por serem efectuados por investidores privados, pela tomada de posições minoritárias nas empresas e pela sua independência relativamente à política governamental (Ferreira, op. cit.).

A importância que o capital de risco teve e continua a ter para a economia dos EUA é indiscutível e comprovável por um estudo elaborado pela DRI-WEFA no ano de 2000 e

apresentado pela NVCA, no qual se refere a importância em termos de criação de postos de trabalho bem como na criação de receita bruta. Segundo esse estudo os números associados ao investimento de capital de risco representam 13,1% do PNB dos EUA e 7,9% da receita agregada gerada pela totalidade das empresas do país (Ferreira, op. cit.).

Black e Gilson (1998) apresentam-nos alguns dos motivos que poderão ter possibilitado tal feito relativamente à evolução do capital de risco nos EUA. Verificou-se que à medida que o volume de fundos foi aumentando na indústria de capital de risco dos EUA foi ocorrendo um deslocamento do segmento alvo dessa indústria para estádios de ciclo de vida dos investimentos mais avançados. Outro aspecto reside no facto de nos EUA as novas tecnologias terem sido sempre o sector preferencial para investimentos de capital de risco, sector esse que é caracterizado por elevadas taxas de crescimento e consideráveis índices de inovação. Por último, e um dos principais aspectos referidos por estes dois autores bem como outros seguidores das suas teorias, a facilidade de saída dos investimentos existente nos EUA. Estes autores apresentaram a existência de uma correlação positiva entre os níveis de desenvolvimento dos mercados de capitais e dos de capital de risco.

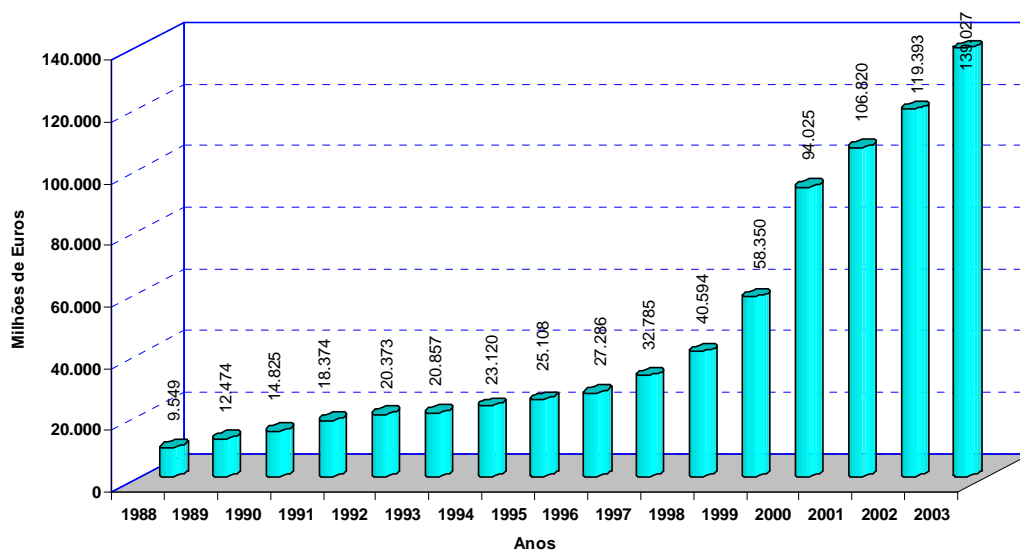
Este último aspecto referido verifica-se também no caso da Europa em que, tal como poderemos verificar mais à frente, a Inglaterra é desde o início um dos principais países em termos de volumes de investimentos de capital de risco pelo desenvolvimento existente nos mercados de capitais que possibilitou a ocorrência de saídas mais facilitadas e rentáveis.

2. O CAPITAL DE RISCO NA EUROPA

No caso da Europa a grande parte da indústria de capital de risco desenvolveu-se muito rapidamente nos inícios dos anos 80. Hoje em dia o capital de risco encontra-se numa fase de elevado desenvolvimento na Europa. Prova disso são as várias iniciativas de apoio e desenvolvimento levadas a cabo pela União Europeia, veja-se por exemplo o documento elaborado, em Agosto de 2002, pelo *Centre for Strategy & Evaluation Services*, a pedido da Comissão Europeia, cujo título é: “*Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy*”, o qual é dedicado ao financiamento das pequenas e médias empresas

(PMEs), encontrando-se nele uma secção relativa a investimento/financiamento de Capital de Risco.

Observe-se a figura 2 que nos evidencia o elevado crescimento do investimento de capital de risco na Europa, traduzido em termos de “portfolio at cost”.



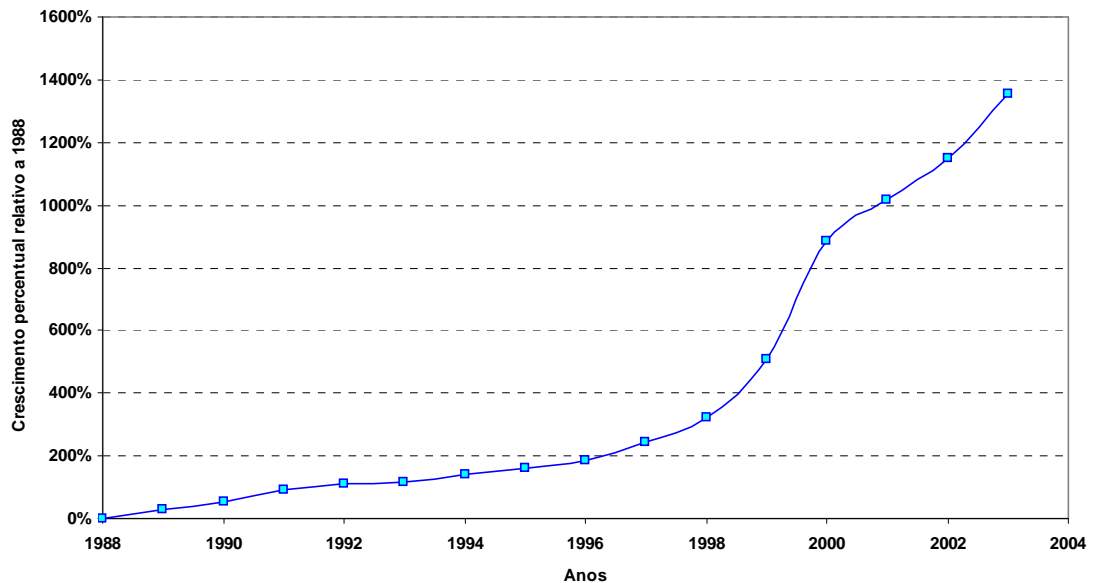
Fonte: EVCA.

Figura 2. Dimensão do investimento de capital de risco europeu, calculado em termos do “portfolio at cost” (líquido de desinvestimento).

Se procedermos a uma análise em termos percentuais aos valores apresentados na figura 2 observamos o crescimento do investimento de capital de risco referido por vários analistas e investigadores na Europa, mas também a resposta dos mercados à queda dos investimentos nos EUA evidenciada na figura 4.

Na figura 3 consta a evolução do crescimento do investimento de capital de risco europeu em termos percentuais relativos ao ano de 1988. Como se pode observar desde 1988 até 2003 verificou-se um aumento percentual da ordem dos 1355,93%.

É de realçar a linha crescente bastante evidenciada a partir de 1997. Este crescimento acentuado ficou a dever-se à realização de várias formas de buyout pan-europeus de grande dimensão (Yli-Renko e Hay, 1999).

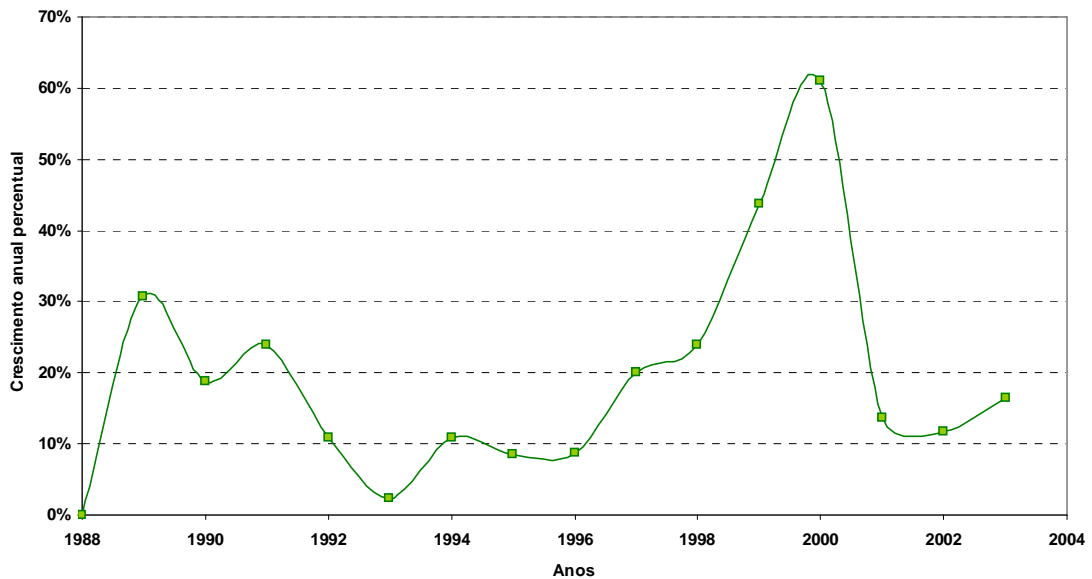


Fonte: Da autora com dados da EVCA.

Figura 3. Crescimento percentual do investimento de capital de risco europeu (calculado em termos do “portfolio at cost”) relativo ao ano de 1988.

Na figura 4 é apresentado o crescimento anual percentual do investimento de capital de risco europeu (calculado em termos do “portfolio at cost”). Observe-se que o ano em que ocorreu o maior crescimento foi 2000.

Tal como se observou na figura 1 relativa aos EUA, também na Europa ocorreu um decréscimo dos valores efectuados em investimento de capital de risco decorrido na sequência do sucedido no mercado americano como resposta aos mercados de capitais. No entanto observe-se que de 2001 para 2003 já se pode observar uma ligeira tendência crescente, encontrando-se agora os valores de investimento de capital de risco, em termos percentuais, aos níveis do ano de 1997.

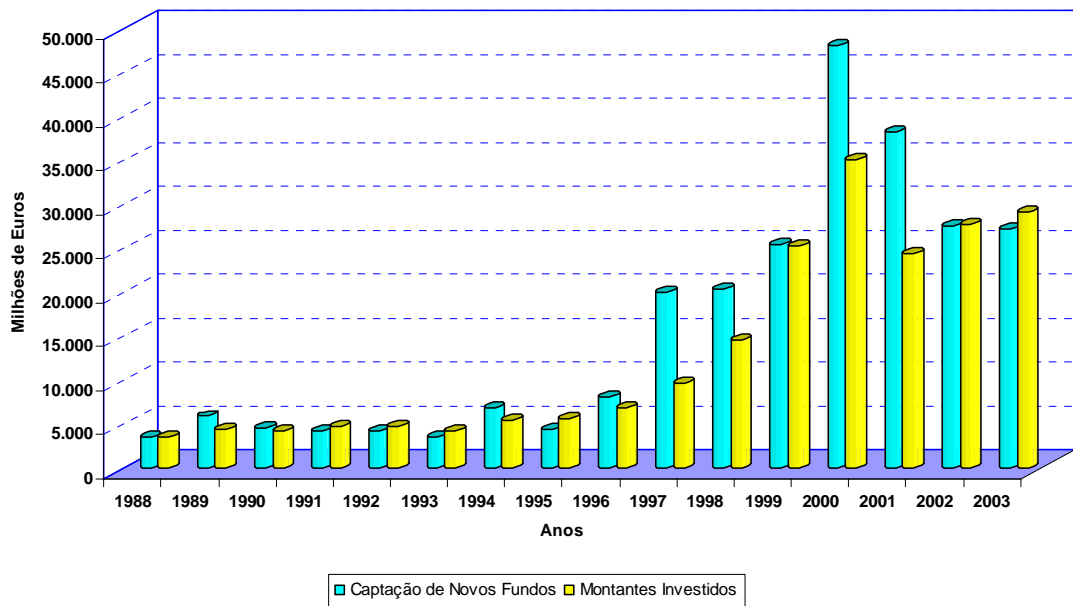


Fonte: Da autora com dados da EVCA.

Figura 4. Crescimento anual percentual do investimento de capital de risco europeu (calculado em termos do “portfolio at cost”).

Na figura 5 é apresentada a evolução relativa a capital de risco mas em termos de captação de fundos e de afectação desses fundos a novos investimentos. Como se pode ver continua-se a observar a mesma evolução apresentada nas figuras anteriores relativas à Europa. Maioritariamente constata-se que a afectação de fundos não acompanha a totalidade do crescimento da captação de fundos, tal é justificado por uma forte liquidez dos fundos de capital de risco europeus em geral (segundo a EVCA existem avultados montantes dos fundos de capital de risco por serem afectados a novos investimentos) (Yli-Renko e Hay, op. cit.).

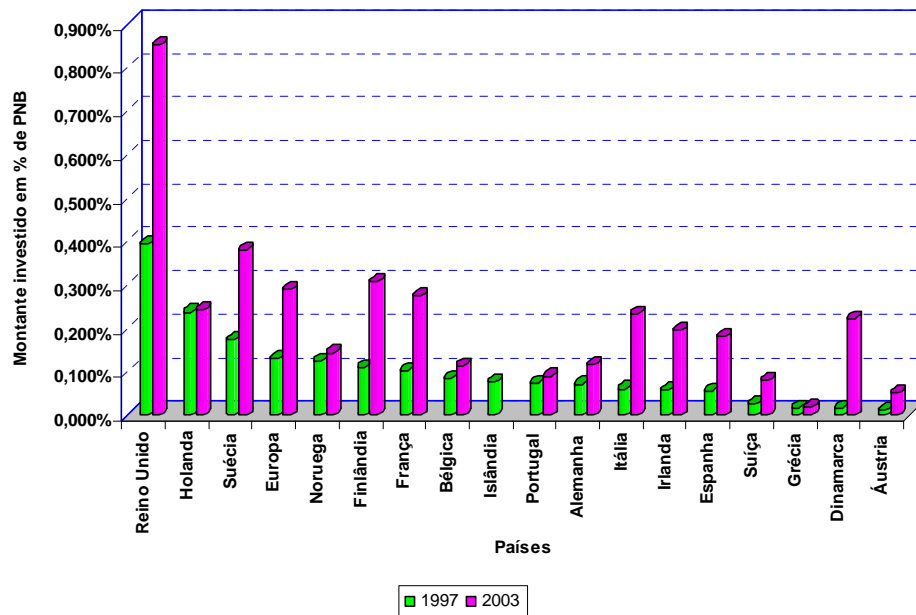
Observe-se que relativamente aos montantes afectados a novos investimentos verificou-se uma ligeira subida de 2001 para 2003. Em termos quer de captação de fundos quer de afectação de fundos a novos investimentos o ano de 2002 encontra-se acima do nível dos valores do ano de 1999, e os referentes a 2003 reflectem um crescimento.



Fonte: EVCA.

Figura 5. Montantes anuais de captação de novos fundos e montantes anuais afectados a fundos na Europa de 1988 a 2003.

Na figura 6 é apresentada uma comparação entre os anos 1997 e 2003 da evolução do investimento de capital de risco em percentagem do PNB (Produto Nacional Bruto) para alguns países europeus.



Fonte: EVCA.

Figura 6. Investimento de capital de risco em percentagem do PNB nos países Europeus em 1997 e 2003.

Observa-se um forte crescimento do investimento de capital de risco de 1997 para 2003. Apenas a Holanda, Noruega, Portugal e Grécia apresentam quase os mesmos valores para os dois anos. Não se obtiveram valores para a Irlanda

Tal como em 1997, em 2003 é o Reino Unido o país que apresenta os valores mais elevados relativamente ao seu PNB.

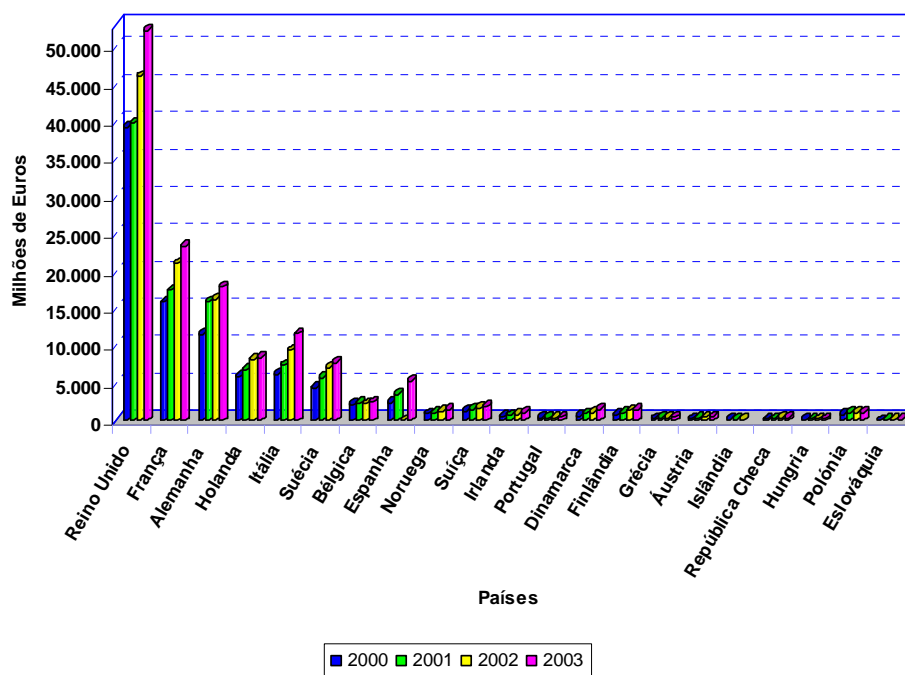
3. CARACTERIZAÇÃO DO CAPITAL DE RISCO NA EUROPA

Tendo em atenção ainda a figura 6 a indústria europeia de capital de risco é muito diferenciada entre os vários países europeus, quer no que respeita à dimensão quer no que respeita à fase de desenvolvimento.

Os países europeus são diferentes no que diz respeito ao grau de encorajamento para o empresário ao nível de ambiente cultural e político. Tal é reflectido nas diferentes condições fiscais e legais existentes entre os vários países (Yli-Renko e Hay, op. cit.).

A introdução da moeda única na Europa, uma política fiscal comum e a continuada harmonização de regulamentação terá um efeito diminuidor nas diferenças nacionais na indústria de capital de risco. Por outro lado, a Comissão Europeia está a aumentar o desenvolvimento de esquemas pan-europeus como forma de encorajamento do investimento de capital de risco, em particular nas fases iniciais de investimento (Yli-Renko e Hay, op. cit.).

Assim importa analisar e caracterizar para os vários países o investimento em capital de risco.

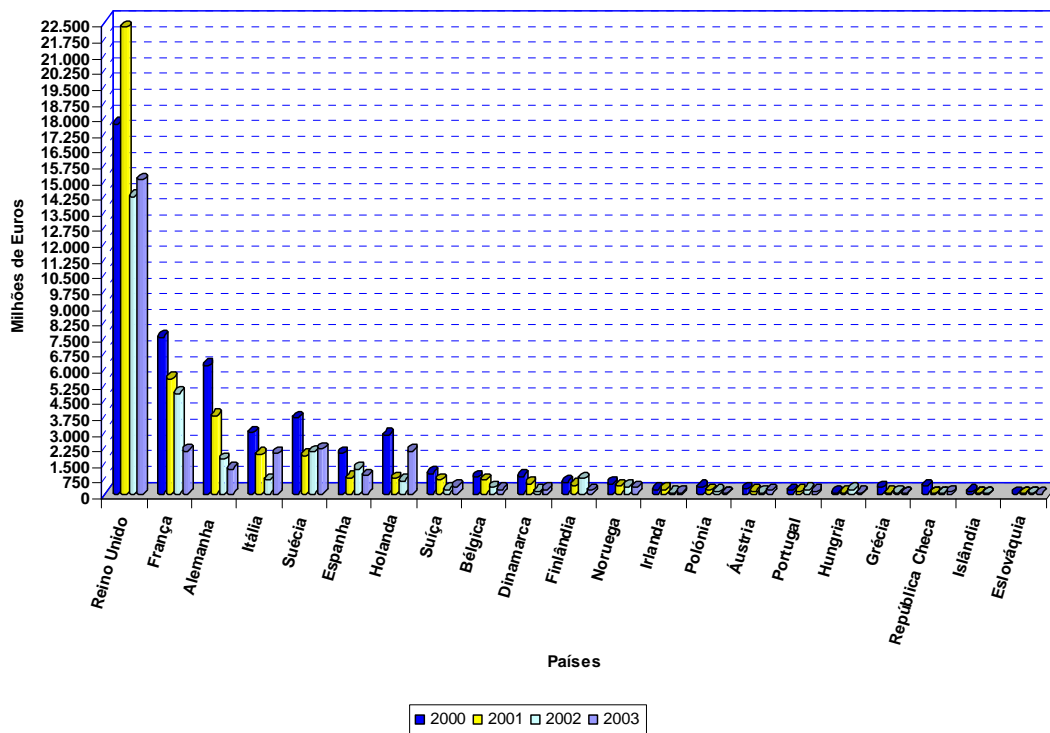


Fonte: EVCA.

Figura 7. Dimensão do portfolio de investimento de capital de risco dos países europeus, calculado segundo o portfolio at cost (líquido dos desinvestimentos)

A figura 7 compara a dimensão dos portfolios de capital de risco nos países Europeus. Verificamos que o Reino Unido é o país que apresenta maiores valores, sendo assim o mercado mais dominante, seguido da França e da Alemanha. A Suécia é um país que tem apresentado um forte crescimento. Para o ano 2003 a Espanha apresenta também um elevado crescimento.

Na figura 8 comparam-se os valores dos novos fundos captados para investimentos. Também aqui o Reino Unido, a França e a Alemanha continuam a dominar o mercado.

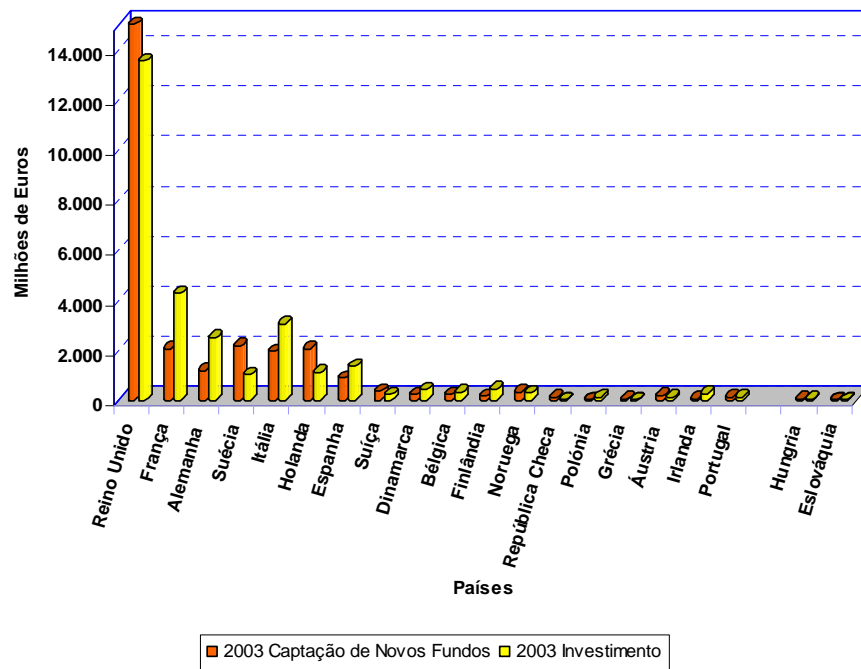


Fonte: EVCA.

Figura 8. Montantes anuais de captação de novos fundos nos países Europeus de 2000 a 2003.

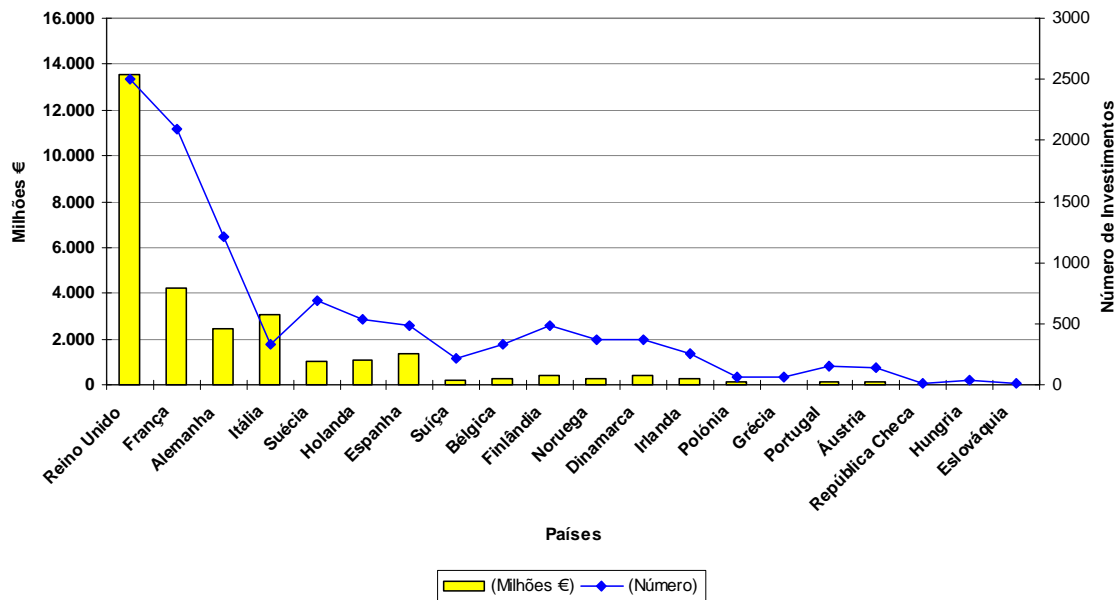
A figura 9 relaciona a captação de fundos com a afectação desses fundos a novos investimentos no ano de 2003 e permite compará-los entre países. Nesta figura e neste ano o Reino Unido e a França dominam em termos de valores.

Na figura podemos verificar que, em aproximadamente 40% dos países, no ano de 2003 os montantes investidos superaram a captação de novos fundos. Tal poderá ser explicado pela reaplicação em novos investimentos dos ganhos alcançados com os fundos de investimentos.



Fonte: EVCA.

Figura 9. Montantes anuais de captação de novos fundos e montantes anuais afectados a fundos nos países Europeus em 2003.



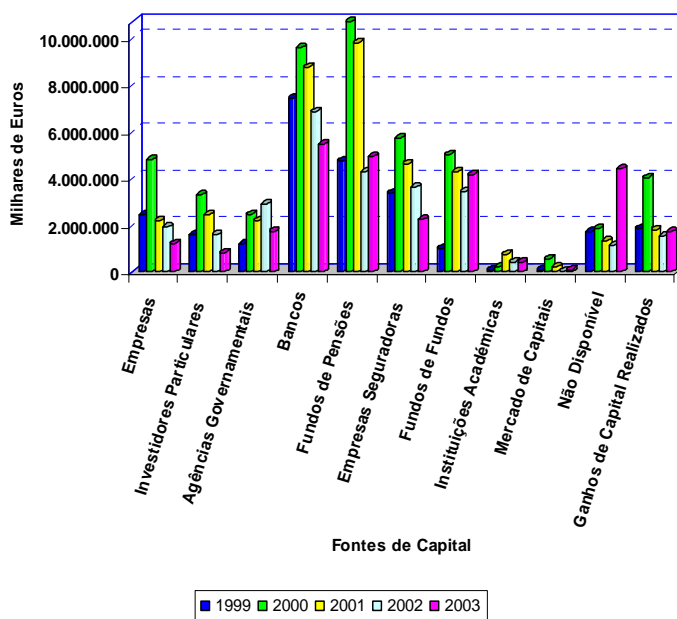
Fonte: Da autora com dados da EVCA.

Figura 10. Montantes investidos e número de investimentos efectuados nos países Europeus em 2003.

Na figura 10 é apresentada a relação entre os montantes anuais investidos e o número de investimentos efectuados no ano de 2003. Nem sempre os países com maiores valores de investimentos foram os que realizaram maiores números de investimentos. Com excepção de países como o Reino Unido e Itália.

Interessa-nos analisar quais são os principais fornecedores de capital para a indústria de capital de risco na Europa. Tal poderá determinar algumas das características respeitantes ao tipo de investimento e desinvestimento que é efectuado na Europa.

Na figura 11 apresenta-se a evolução anual de 1999-2003 da captação de fundos por tipo de investidor.



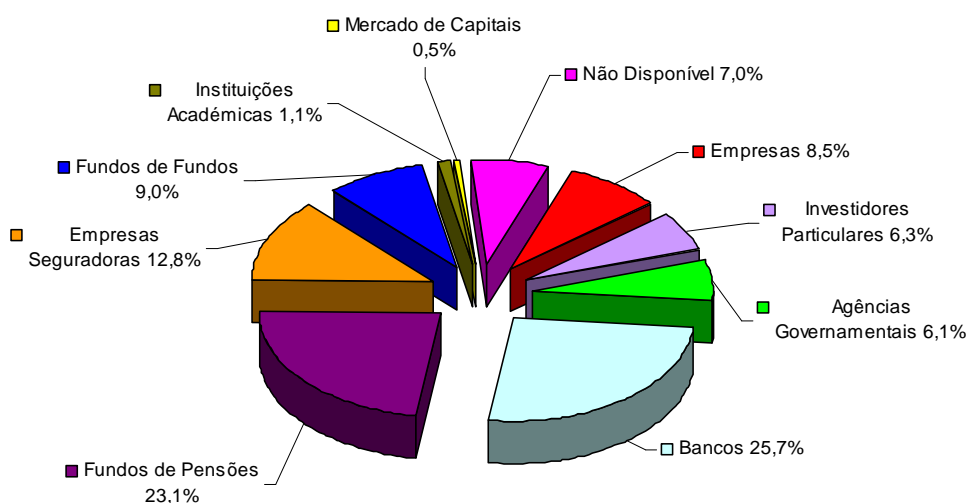
Fonte: EVCA.

Figura 11. Montantes anuais de captação de novos fundos por tipo de investidor entre 1999-2003.

Na Europa, nestes últimos quatro anos, os principais investidores foram os fundos de pensões e os bancos, seguidos pelas companhias de seguros e pela reaplicação dos fundos provenientes de outros fundos de investimento.

No caso do ano 2003 verifica-se que são os bancos os principais investidores de capital de risco na Europa.

Na figura 12 apresentam-se para um ciclo de oito anos os principais investidores de capital de risco europeus e como podemos verificar são os bancos e os fundos de pensões os principais investidores.



Fonte: EVCA.

Figura 12. Montantes de captação de novos fundos, por tipo de investidor, entre 1996-2003.

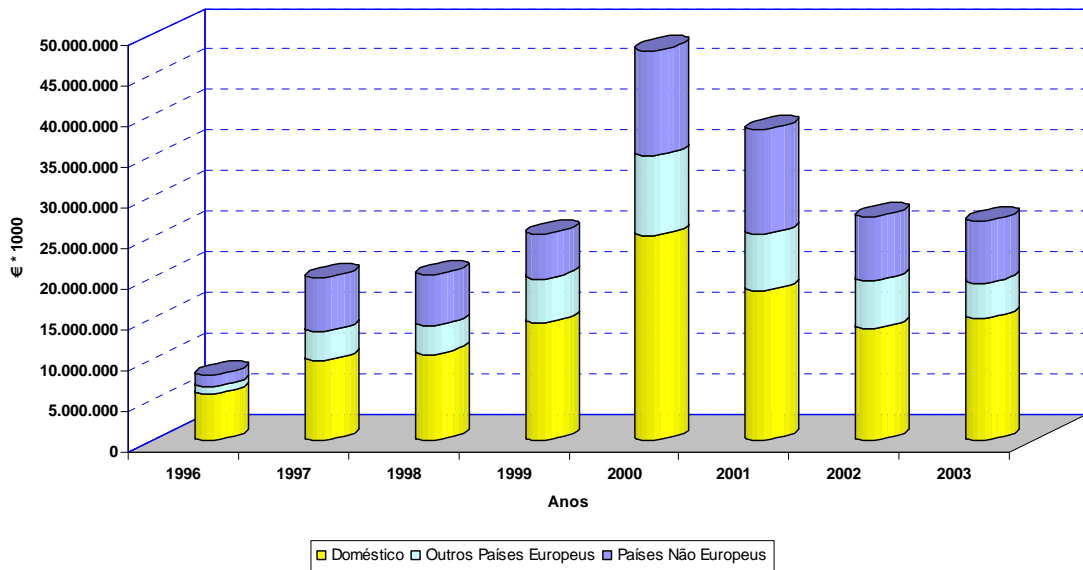
Na figura 11 no ano de 2000 verificou-se um forte crescimento no que diz respeito aos montantes investidos por empresas, embora nos dois seguintes anos tenha ocorrido uma diminuição, reflexo de todo o decréscimo verificado no mercado de capital de risco mundial nesses anos. No entanto, como podemos verificar pela figura 12 as empresas encontram-se em quarto lugar como investidores de fundos de capital de risco.

Este é um bom sinal e uma tendência bastante positiva para o mercado europeu.

Na figura 13 são apresentados os montantes captados de fundos para investimento em capital de risco segundo a origem desses fundos. Como podemos observar o mercado

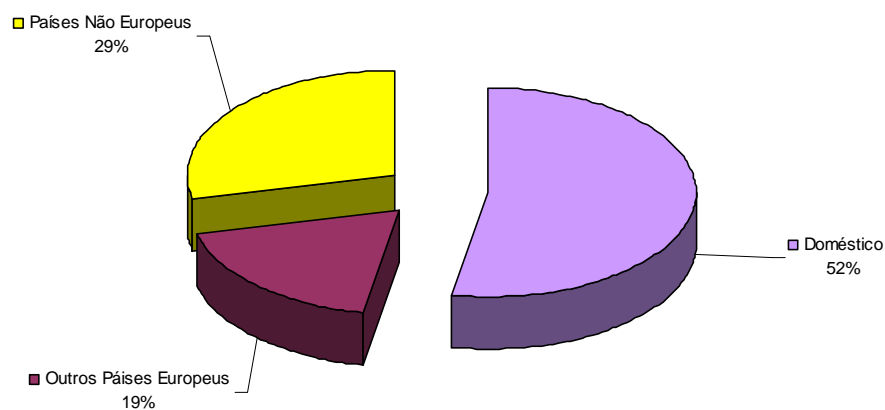
Europeu de capital de risco é caracterizado por capital resultante de países europeus. Tendo vindo a verificar-se um aumento de capitais provenientes de outros países que não europeus.

Na figura 14 podemos verificar a mesma tendência pela análise de um ciclo de oito anos.



Fonte: Da autora com dados da EVCA.

Figura 13. Montantes de captação de novos fundos, por origem geográfica, entre 1996-2003.



Fonte: Da autora com dados da EVCA.

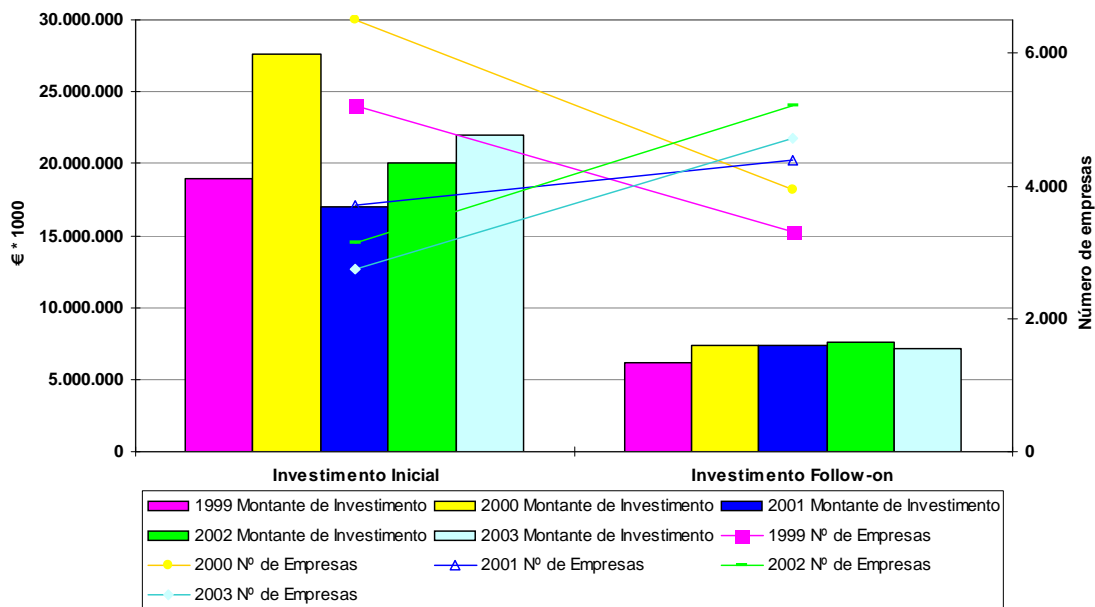
Figura 14. Montantes de captação de novos fundos, por origem geográfica, entre 1996-2003.

Na figura 15 apresentam-se os investimentos iniciais e investimentos follow-on quer por montante investido quer por número de empresas que realizaram esse investimento para o ciclo de 1999-2003.

Ainda na mesma figura podemos verificar que os montantes de investimentos iniciais são superiores aos de follow-on, mas neste último tem-se verificado uma pequena tendência crescente.

Tal tendência é reforçada pela análise respeitante ao número de empresas que realizaram investimentos. Verifica-se um aumento do número de empresas que efectuaram investimentos follow-on nos dois últimos anos.

O que acaba por ser justificado pelo amadurecimento do mercado de capital de risco europeu, levando à ocorrência de um maior número de rounds de investimento.



Fonte: Da autora com dados da EVCA.

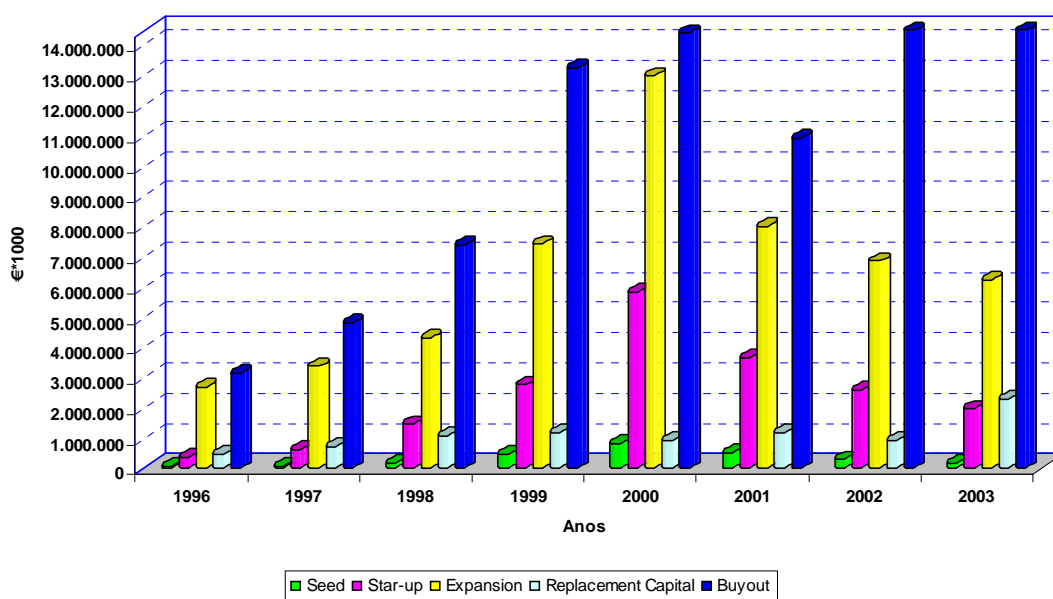
Figura 15. Investimento Inicial e Investimento Follow-on, pelo montante de investimento e número de empresas, entre 1999-2003.

Nas figuras 16 e 17 apresentam-se os montantes investidos segundo as formas de investimento de capital de risco.

Como se observa na figura 16 o mercado europeu de capital risco é caracterizado por investimento do tipo buyout, seguido de investimento do tipo expansão.

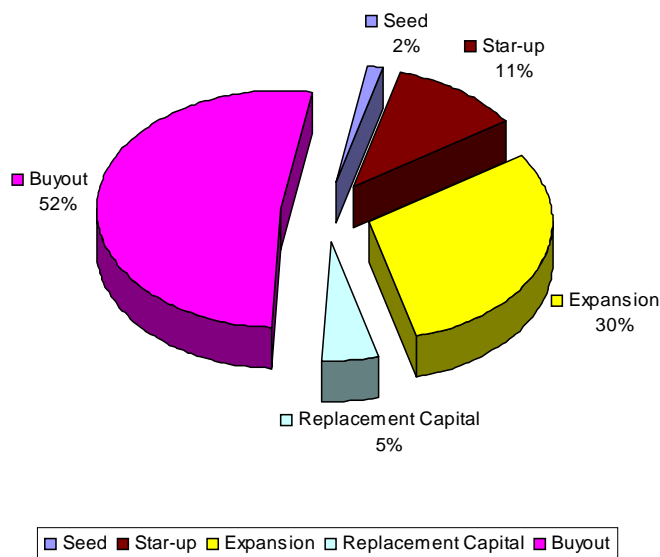
Investimentos do tipo Buyout oferecem oportunidades mais fáceis e rentáveis de alcançar rendimentos do que investimentos em fases mais iniciais.

Pela figura 17 confirmamos que no ciclo de oito anos têm sido também os investimentos do tipo buyout e expansão que dominaram.



Fonte: EVCA.

Figura 16. Evolução dos montantes investidos por formas de investimento de capital de risco.



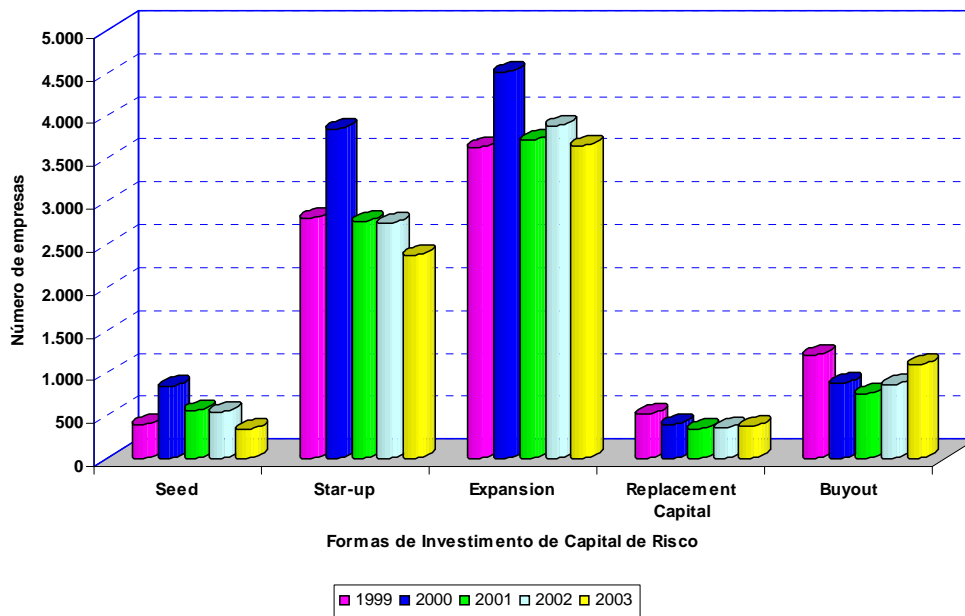
Fonte: EVCA.

Figura 17. Total dos montantes investidos por formas de investimento de capital de risco, entre 1996-2003.

Atentemos nas figuras 18 e 19. A primeira, mostra-nos o número de empresas que investiram segundo as formas de investimento em capital de risco; a segunda dá-nos a conhecer, não o número de empresas, mas antes o número de investimentos por estas efectuados tendo em conta, mais uma vez, as formas de investimento em capital de risco.

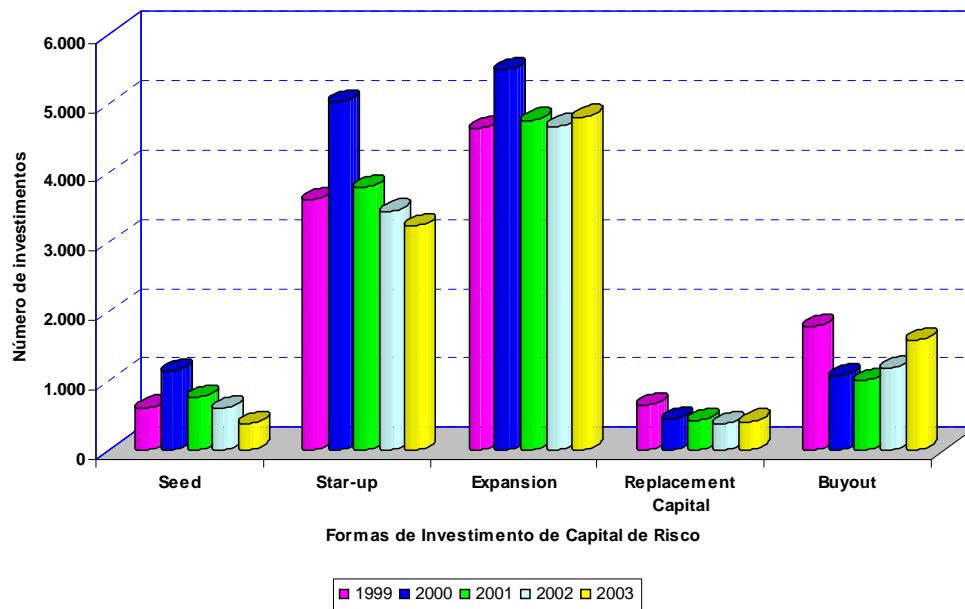
Em ambas as figuras, são a expansão e o start-up as formas de investimento que captam maior número de empresas interessadas e, bem assim, o número de investimentos no período considerado.

Tal acontece pois os investimentos do tipo Buyout consistem em negócios de elevados montantes e não necessariamente de elevados números de negócios.



Fonte: EVCA.

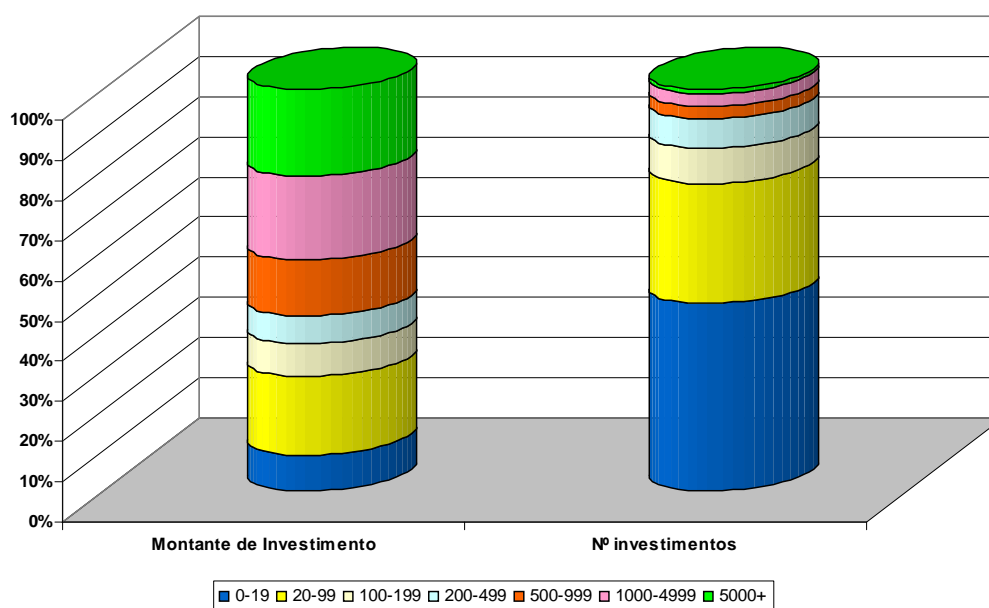
Figura 18. Número de empresas que efectuaram investimentos, por formas de investimento de capital de risco, entre 1999-2003.



Fonte: EVCA.

Figura 19. Número de investimentos efectuados, por formas de investimento de capital de risco, entre 1999-2003.

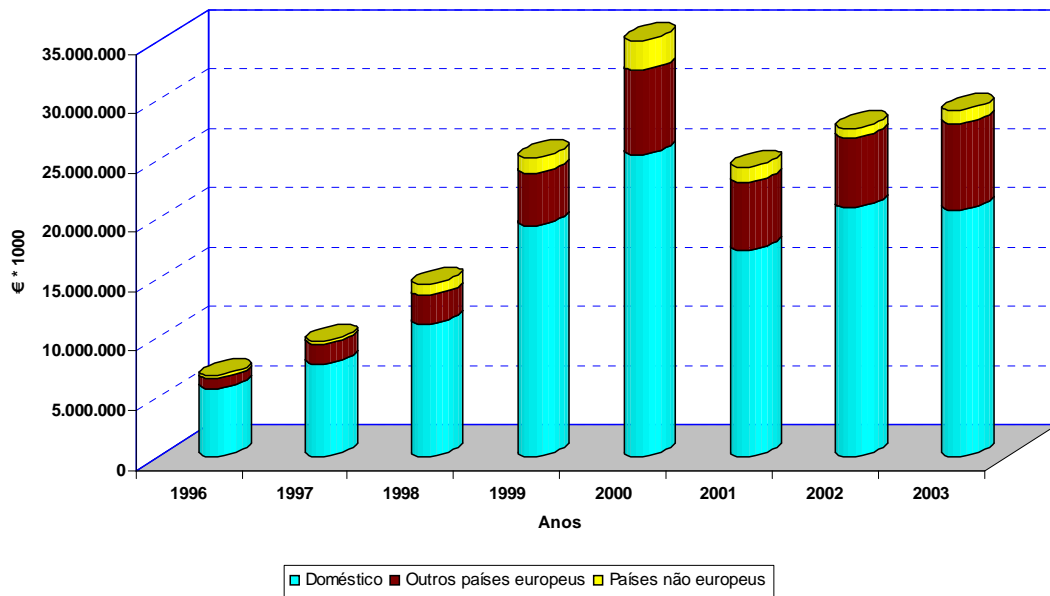
Observando a figura 20 verificamos que em termos de montante investido no ano de 2003 são as grandes empresas que dominam os investimentos. No entanto, e relativamente ao número de investimentos realizados, as pequenas empresas representam aproximadamente 70% dos mesmos.



Fonte: EVCA.

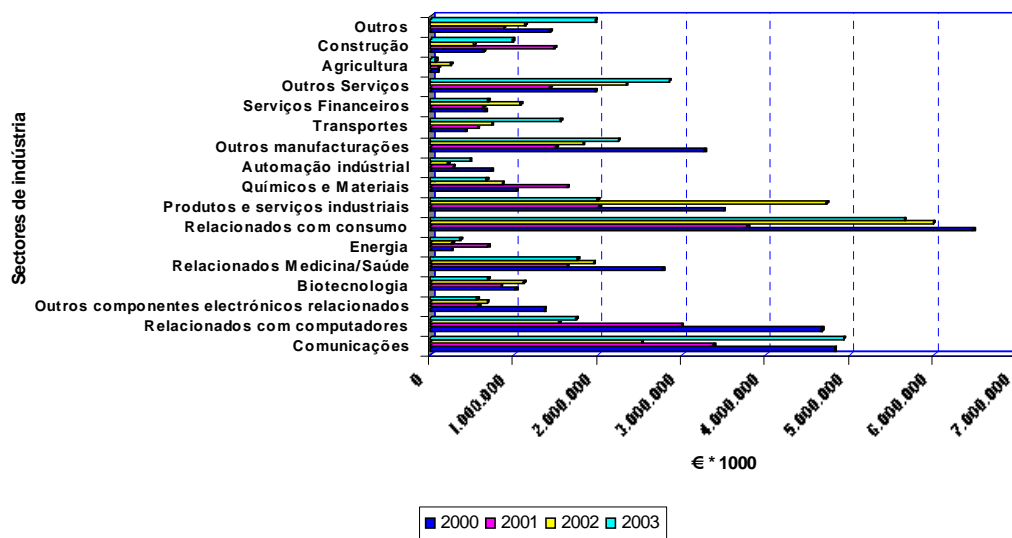
Figura 20. Investimento pelo número de empregados nas empresas que investiram no ano de 2003.

Na figura 21 verifica-se que os investimentos de capital de risco foram maioritariamente realizados na Europa. O mercado de capital de risco europeu é tradicionalmente um mercado doméstico.



Fonte: EVCA.

Figura 21. Montantes de investimentos efectuados, por origem geográfica, entre 1996-2003.



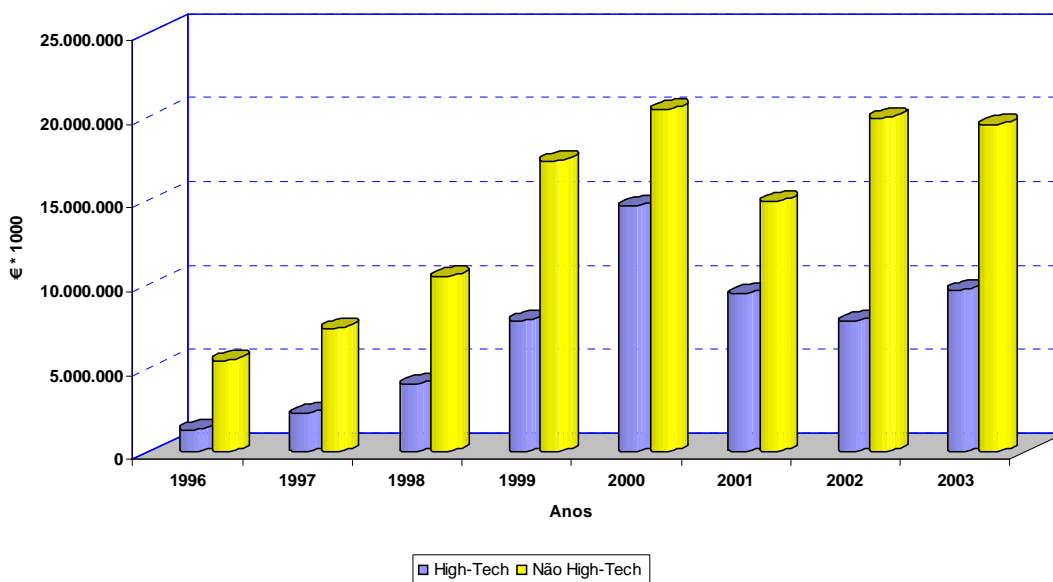
Fonte: Da autora com dados da EVCA.

Figura 22. Montantes de investimentos efectuados, por sectores de indústria, entre 1999-2003.

Na figura 22 apresentam-se os montantes de investimento divididos pelos vários sectores de actividade.

Verifica-se que existem quatro categorias de sectores que têm dominado os investimentos de capital de risco nos últimos anos. Essas categorias são os investimentos em produtos relacionados com o consumo, com as comunicações, com computadores e, por fim, os investimentos em produtos e serviços industriais.

Se aglomerarmos os sectores segundo a classificação de high-tech ou não high-tech obtemos a figura 23, na qual observa-se que na Europa os investimentos de capital de risco não são caracterizados como sendo de high-tech, embora se tenha vindo a verificar um leve crescimento nesse tipo de investimentos, encontrando-se hoje já próximo dos 50% do total de investimentos de capital de risco.



Fonte: EVCA.

Figura 23. Montantes de investimentos efectuados em sectores de indústria High-Tech e não High-Tech, entre 1999-2003.

Os investimentos classificados de high-tech encontram-se normalmente concentrados em torno de universidades com algum peso em investigação e desenvolvimento na comunidade em que se inserem. A confirmação deste facto é a história no capital de risco, já aqui apresentada, nos EUA, em que os investimentos se encontram associados a concentrações de famílias abastadas com algumas das melhores universidades americanas.

Na Europa já vão surgindo vários parques industriais e “silicon valleys”, nos quais se verificam uma forte concentração de empresas tecnológicas e de divisões de pesquisa e desenvolvimento de grandes empresas, bem como instituições de pesquisa. Alguns exemplos destes clusters tecnológicos são a concentração de empresas de biotecnologia em Cambridge, o “silicon Glen” na Escócia e a concentração de empresas de telecomunicações em Sophia Antipolis (Nice) e em Oulu (Norte da Finlândia). Estas regiões poderão também vir a ser centros para actividades de capital de risco do tipo early-stage (Yli-Renko e Hay, op. cit.).

No entanto, no caso europeu estes clusters tecnológicos continuam a ser dominados por divisões de grandes empresas e não por novos start-ups.

4. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BLACK, B. S. e R. J. GILSON (1998), «Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets». *Journal of Financial Economics*, 47, pp. 243-277.

BYGRAVE, W. D. e J. TIMMONS (1992), **Venture Capital at the Crossroads**. Harvard Business School Press, Massachusetts.

FERREIRA, R. (2003), «O Impacto da Participação do Capital de Risco na Rentabilidade das Empresas». Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade Católica Portuguesa.

GOMPERS, P. A. e J. LERNER (1999b), **The Venture Capital Cycle**. The MIT Press: Cambridge, MA.

NORTON, E. (1994), «Venture capitalist attributes and investment vehicles: an exploratory analysis». *Journal of Small Business Management*, vol. 3, nº 3, pp. 181-198.

SAHLMAN, W. A. (1990), «The structure and governance of venture-capital organizations». *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 473-521.

SEPPÄ, T. J. (2003), «Essays on the Valuation and Syndication of Venture Capital Investments». Tese de Doutoramento não publicada, Helsinki University of Technology.

SHERMAN, A. J. (2001), «*Venture Capital - An Overview of the Basic Issues and Challenges for Entrepreneurs*». A Netpreneur.org *Special Report*, EUA, Agosto.

TAVARES, C. (2000), «*Micro e Pequenas Empresas e a Inovação. O Problema do Financiamento Seed e Start-up Capital. O Papel dos Agentes Públicos*». Dissertação de Mestrado não publicada, ISEG.

YLI-RENKO, H. e M. HAY (1999), «European venture capital – an overview». In W. D. Bygrave, M. Hay e J. B. Peeters (eds.), **The Venture Capital Handbook**. Pearson Education Limited: Harlow.