



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

**MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

DISSERTAÇÃO

CO-FINANCIAMENTO PÚBLICO NO INVESTIMENTO *EARLY STAGE*

O Caso dos Fundos de Co-Investimento com Business Angels (BAs)

Sérgio Paulo Paraíba Soares Póvoas

Orientação:

Prof. Manuel Duarte Mendes Monteiro Laranja

Outubro 2018

Porque é que o Estado intervém no early stage?

Que fundos de co-investimento com *BAs* existem?

Como se avalia este tipo de fundos?

É propósito desta tese clarificar este mecanismo de apoio do Estado aos investimentos efetuados por *BAs* pretendendo-se ao mesmo tempo fornecer uma proposta de avaliação para este tipo de fundos

RESUMO

Os Fundos de Co-Investimento com BAs são ainda uma realidade bastante recente na Europa e no Mundo, mas o seu desenvolvimento tem sido bastante significativo nos últimos anos, sendo um mecanismo que tem permitido aos BAs serem um dos players mais ativos no financiamento a empresas nas fases *early stage*.

Sendo estes fundos, na sua maioria, co-financiados com fundos públicos importa perceber, não só o porquê do Estado intervir nesta fase do *early stage*, como também os resultados a que se tem chegado e como tem sido feita a avaliação dos mesmos.

Esta dissertação, tendo por base os poucos dados que existem disponíveis a este nível, pretende contribuir para que Portugal, que foi um dos países pioneiros neste tipo de mecanismo, possua uma metodologia de avaliação para os seus fundos de co-investimento com BAs, que possibilite em devido tempo uma análise rigorosa dos resultados alcançados.

ABSTRACT

The co-investment funds with BAs are a recent reality in Europe and the World, but it's development has been quite significant in the last few years, being a mechanism that has allowed the BAs to be the most active players in financing companies in the *early stage* phases.

Once these funds, in it's majority, are co-financed with public funds, it's important to understand not only why the government intervene's in these phase of the *early stage* as well as the results that have been obtained and their evaluation.

This dissertation, based on the few data available at this level, is a contribution for Portugal, which is one of the pioneer countries in this kind of mechanism, to have a method of evaluation for it's funds of co-investments with BAs, achieving in due time a rigorous analysis of the results achieved.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, que desde cedo me transmitiram valores e regras fundamentais na minha formação académica, profissional e como pessoa, e a quem muito devo do que sou hoje.

Ao meu orientador Professor Manuel Laranja pela total disponibilidade e sábios conselhos na orientação deste trabalho.

Ao Dr. Francisco Banha, meu mestre e “pai profissional”, por me ter feito aqui chegar, e por todo o apoio prestado desde o primeiro momento para que este trabalho fosse uma realidade.

Ao meu irmão Renato, por estar sempre ao meu lado, por me fazer acreditar e pelo exemplo que é para mim.

E finalmente, mas não menos importante, à minha mulher Alexandra, às minhas filhas Inês e Carolina, pelo apoio incondicional e pela grande tolerância com os meus “maus feitos” e com os sucessivos serões e fins de semana roubados ao seu convívio.

INDICE de TABELAS

Tabela 1 – Fases de Investimento/Financiamento	10
Tabela 2 – Características do <i>early stage</i> e <i>later stage</i>	10
Tabela 3 – Investimentos médios 2013-2016	13
Tabela 4 – Investimentos do Scottish Co-Investment Fund	32
Tabela 5 – Performance do Scottish Co-Investment Fund	32
Tabela 6 – Indicadores do Seed Co-Investment Fund	35
Tabela 7 – Indicadores do Co-Fund NI	36
Tabela 8 – Indicadores do ACF – Angel Co Fund (2011-2013)	38
Tabela 9 – Análise dos Investimentos Efetuados	40
Tabela 10 – Guião para consulta às entidades veículo	41
Tabela 11 – Guião para consulta às empresas financiadas	41

INDICE de FIGURAS

Figura 1 – Investimentos BA / Peso PIB %	13
Figura 2 – Horizonte temporal dos Investimentos	14
Figura 3 – Análise SWOT BAs	15
Figura 4 – Atividades dos BAs	17
Figura 5 – BAs vs Venture Capital	18
Figura 6 – Quadro Estratégico (Seed Co-Investment Fund)	34

INDICE GERAL

1. Introdução	8
1.1. Tópicos de Pesquisa	8
1.2. Resultado Expectável	8
1.3. Estrutura da Tese	8
2. Revisão de Literatura	9
2.1. Os vários estádios de financiamento	9
2.2. Os Business Angels	10
2.3. O processo de investimento <i>early stage</i>	15
2.4. Porque é que o Estado intervém no <i>early stage</i>	18
2.5. Os fundos de co-investimento com <i>BAs</i>	23
2.6. A avaliação (avaliação das intervenções)	28
3. Proposta de avaliação para fundos de co-investimento com <i>BAs</i>	39
4. Conclusão	43
4.1. Conclusão	43
4.2. Limitações e Desenvolvimentos futuros	44
5. Bibliografia	45
6. Anexos	
• Anexo 1 – Principais características dos Fundos de Co-investimento	48
• Anexo 2 – Definições de Adicionalidade, Deslocamento, Taxas de Retorno e Impacto Económico	49
• Anexo 3 – Principais conclusões da Avaliação do Scottish Co-Investment Fund	51
• Anexo 4 – Indicadores de avaliação de Implementação e de Impacto do New Zealand Investment Fund	55
• Anexo 5 – Medidas de Performance do New Zealand Investment Fund	57
• Anexo 6 – Metas / Indicadores Chave de Desempenho (KPIs) Co-Fund Northern Ireland	59
• Anexo 7 – Vertentes de avaliação da performance e impacto do Co-Fund Northern Ireland	60

1. Introdução

1.1. Tópicos de Pesquisa

O tema dos Fundos de Co-Investimento com *BAs* como instrumentos de uma política pública de apoio ao investimento em capital de risco *early stage* é bastante recente e, portanto, existem ainda poucos estudos académicos sobre o assunto.

Devido à sua natureza, a própria atividade de *BA*, especialmente quando comparada com o capital de risco não possui tópicos de pesquisa estruturados, a abordagem é desagregada e focada nas etapas individuais do processo de investimento.

Quando tentamos então entrar na área da avaliação deste tipo de fundos os casos de estudo são praticamente inexistentes já que a grande maioria dos fundos de co-investimento que existem ainda não têm um período temporal que permita fazer este tipo de avaliações.

Por isto mesmo é que este trabalho examinará sobretudo os vários casos de fundos existentes ao nível nacional e internacional e, focando-se no pouco que existe internacionalmente ao nível de avaliação, procura formular uma metodologia de avaliação para o caso português, um dos países pioneiros neste tipo de fundos.

1.2. Resultado Expectável

Esta pesquisa visa mostrar não só o porquê de os Estados intervirem no *early stage*, nomeadamente através de fundos de co-investimento com *BAs*, evidenciando a sua importância nos investimentos que têm vindo a ser realizados, mas também perceber o que existe em termos de avaliação e como a mesma é essencial para perceber se os objetivos definidos *à priori* foram ou não atingidos.

O objetivo final é que este trabalho possa servir de base para desenvolvimento de uma metodologia de avaliação a utilizar futuramente pelas entidades portuguesas competentes, às avaliações dos fundos de co-investimento lançados em Portugal com *BAs*, logo que o período temporal o permita.

1.3. Estrutura da Tese

Este trabalho é organizado da seguinte maneira. Primeiro a pesquisa existente sobre os vários estágios de financiamento, o conceito e o impacto económico da atividade de *BA*,

bem como, uma breve abordagem às várias etapas do processo de investimento em *early stage*.

Posteriormente, a revisão de literatura incide sobre os vários fundos de co-investimento existentes a nível mundial, procurando obter informação ao nível do racional dos apoios do Estado aos investimentos *early stage*, bem como, analisa o que existe atualmente em termos de avaliação deste tipo de fundos.

Com base nesta pesquisa este trabalho deixa uma proposta de avaliação para os fundos de co-investimento com BAs lançados em Portugal.

Finalmente, conclui-se este trabalho identificando áreas para pesquisas futuras.

2. Revisão de Literatura

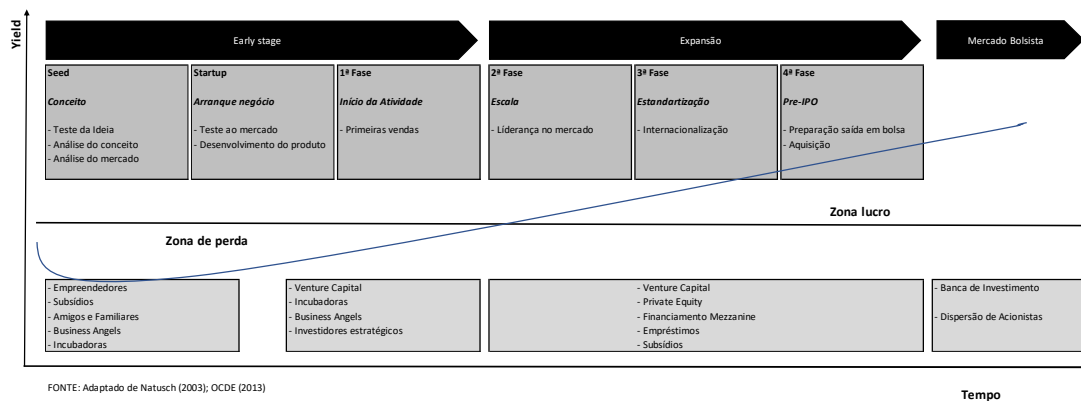
2.1. Os vários estágios de investimento

Segundo Natusch 2003, e conforme podemos observar na tabela 1, podemos distinguir 6 fases de investimento até uma empresa se tornar pública (se essa for a sua ambição), ou seja, com os seus capitais dispersos em bolsa.

- Fase Early Stage
 - Seed – Fase inicial da ideia e do conceito. O financiamento nesta fase tem como objetivo finalizar a investigação, o conceito de produto, o design, o protótipo, todos os testes de mercado e o próprio plano de negócios. São normalmente montantes de financiamento baixos.
 - Startup – Fase do produto/serviço totalmente concebido. O financiamento nesta fase serve essencialmente para a comercialização em “massa” e para cobrir os investimentos iniciais em marketing. A empresa pode ainda nem ter sido criada ou estar há pouco tempo no mercado.
 - 1ª Fase – É a fase do começo da produção e das primeiras vendas. O financiamento nesta fase tem como objetivo operacionalizar toda a empresa.
- Fase de Expansão
 - 2ª Fase – É a fase da escalabilidade. O financiamento é essencialmente direcionado para o crescimento da empresa e para a tornar com uma posição significativa no mercado.
 - 3ª Fase – É a fase da standardização em que o financiamento é direcionado para a internacionalização da empresa.

- 4ª Fase – É o pre-IPO (Initial Public Offering), ou seja a fase prévia à abertura dos capitais em bolsa.

Tabela 1: Fases de Investimento/Financiamento



Pela leitura da tabela 1, podemos também verificar que a cada uma destas fases correspondem várias fontes de financiamento.

Segundo Van Osnabrugge e Robinson (1999), e tal como podemos verificar na tabela 2, o perfil de risco de cada uma destas fases é totalmente diferente. Assim, quer os BAs quer os fundos de Venture Capital são instrumentos essenciais no apoio aos empreendedores que pretendem desenvolver os seus conceitos e empresas, dado o grau de risco envolvido e a escassez de outras fontes de financiamento, como a Banca.

Tabela 2 – Características do *early stage* e *later stage*

Características das Fases Startup e Early Stage	Características das Fases Expansão e MBO
<ul style="list-style-type: none"> - Ideia - Incerteza nos custos, e zero rendimentos - Clientes e Concorrentes pouco identificados - Uma pessoa ou equipa com "visão" - Due diligence complexa - Modelo de pricing por estabelecer - "Hands-on" fundamental - Falta de liquidez - Níveis de retorno baixos historicamente na Europa - Necessários muitos investimentos para diluir o risco - Operações de financiamento montantes baixos - Investimentos a longo prazo 	<ul style="list-style-type: none"> - Negócio estabelecido - Cash flow previsível - Clientes e Concorrentes identificados - Equipa de gestão experiente - Due diligence - Modelo de pricing estabelecido - "Hands-off" - Existência de liquidez - Níveis de retorno favoráveis historicamente na Europa - Necessários poucos investimentos para diluir o risco - Operações de financiamento elevadas - Investimentos a mais curto prazo

Baseado em: Van Osnabrugge e Robinson (1999b)

2.2. Os Business Angels

Na literatura podemos encontrar inúmeras definições para o conceito de BA. Assim, e segundo Hans Landstrom e Colin Mason 2016, BAs são "indivíduos com riqueza, que agindo sozinhos ou em grupo, investem o seu próprio dinheiro em empresas não cotadas, com as quais não possuem qualquer laço familiar, ficando simultaneamente com papel ativo no negócio, ou como advisor ou como membro da administração".

De acordo com a definição da OCDE (2002), *BAs* são “indivíduos que investem o seu capital, juntando-lhe o seu know how e experiência a empresas com elevado potencial”. Ainda segundo a OCDE, os *BAs* são muitas vezes vistos como investidores que preferem investir localmente para estarem em contacto regular com a empresa e com os empreendedores.

Segundo a definição da EBAN (European *BAs* Network)¹, as principais características de um *BA* são:

- Investidor individual (qualificado e definido por alguns reguladores nacionais);
- Investe diretamente (ou através de uma sociedade veículo por si dominada) o seu próprio dinheiro;
- Financeiramente independente, isto é, uma possível perda total do(s) seu(s) investimento(s) não provoca uma mudança significativa da sua situação económica dos seus ativos;
- Investe predominantemente em empresas nas fases seed e startup sem qualquer laço familiar;
- Tem a decisão final sobre os seus investimentos;
- Fornece suporte estratégico e know how aos empreendedores desde o investimento inicial à “saída”;
- Respeita um código ético que inclui regras de confidencialidade e de tratamento justo com os empreendedores.

A par de todas estas definições os *BAs* fornecem também aos empreendedores, mentoria, conselhos, acesso a redes que muitas vezes são determinantes para o sucesso das empresas em início de vida².

Um investimento efetuado por *BAs* pode também proporcionar e alavancar financiamentos de outras fontes. Os *BAs* ao investirem predominantemente em “equity” contribuem para o fortalecimento dos Balanços das empresas o que poderá possibilitar às mesmas um maior recurso a financiamento alheio (dívida)³. Os seus investimentos podem também transmitir sinais positivos a outros investidores que pretendam co-investir ou fornecer financiamento follow-on (Landstrom e Mason, 2016).

¹ glossário da EBAN em <http://www.eban.org/resource-center/glossary>

² Edelman, Linda & Manolova, Tatiana & Brush, Candida (2017). Angel Investing: A literature review

³ European Commission (2002). Benchmarking *BAs* – Final report

Como fenómeno, podemos referir que indivíduos que investem em projetos de elevado risco existem desde que é conhecida a origem da atividade económica na sociedade. Por exemplo, empreendedores a angariar capital junto deste tipo de indivíduos pode ser encontrado nos séculos XVII e XVIII antes de cristo, tal como na Era Medieval na Europa. Um exemplo extraordinário disso, foi o investimento efetuado pela Rainha Isabel de Espanha para financiar a viagem de Cristovão Colombo – um investimento que se mostrou altamente rentável para Espanha (Landstrom e Mason, 2016).

Investimentos efetuados por este tipo de indivíduos foram também bastante relevantes para a evolução da revolução industrial durante os séculos XIX e XX. Por exemplo, nos EUA, grupos de investidores privados foram responsáveis pelo desenvolvimento de diversas indústrias, tal como, a do aço, petróleo e vidro. Estes tipos de investimento não foram únicos dos EUA, atividades similares podem ser encontradas noutros países (Rind, 1981; Benjamim e Margulis, 2001; Gompers e Lerner, 2003).

Apesar de todo este histórico, o conceito de BA como uma poderosa fonte de financiamento para empresas de elevado potencial de crescimento só emergiu efetivamente nas últimas duas décadas nos Estados Unidos e na Europa (Harrison e Mason, 2010) estando a crescer rapidamente noutras regiões do mundo e a tornar-se mais formal e organizado (Ibrahim, 2010) através da criação de redes⁴ e fundos de co-investimento.

Segundo entrevistas conduzidas pela OCDE (2011) em inúmeros países, os principais fatores de sucesso de um investimento por BA são:

- Terem sido anteriormente empreendedores experientes e de sucesso;
- Existir uma due diligence prévia ao investimento
- Investimento em setores onde o BA tenha experiência
- Investir num portfolio e não concentrar todo o investimento numa só empresa
- Existirem programas de formação, mentoring e coaching para novos BAs
- Existir um verdadeiro ecossistema empreendedor
- Desenvolvimento de “redes” – a importância do intangível

De acordo com as estatísticas disponíveis pela EBAN em 2017 (Eban Statistics Compendium 2016), o mercado *early stage* na Europa está estimado em 9,9 mil milhões

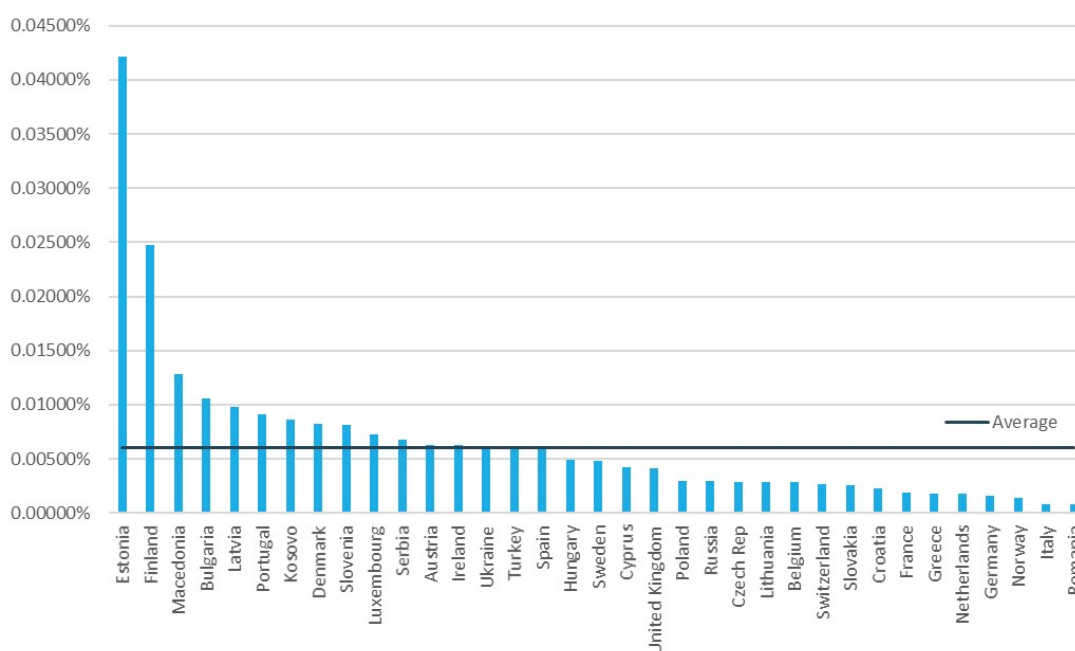
⁴ Bilau, José & Sarkar, Soumodip (2015)

de euros, e os BAs representam a sua fatia mais significativa com cerca de 6,7 mil milhões de investimento (crescimento de 8,2% face a 2015), seguidos dos venture capitalists com 2,5 mil milhões euros (25%). Quanto ao equity crowdfunding tem registado um crescimento significativo, mas ainda possui a menor fatia neste mercado (7%).

Em termos de investidores, são cerca de 312.500 em toda a Europa que fecharam 38.230 operações em 2016.

A Figura 1 mostra-nos o peso que este tipo de investimento possui em termos de PIB nacional dentro da Europa, observando-se que em média corresponde a um pouco mais de 0,005%.

Figura 1 – Investimento BA / Peso PIB %



Fonte: EBAN Statistics Compendium 2016

A tabela 3, mostra-nos a evolução entre 2013 e 2016 dos investimentos médios realizados por BA, por empresa investida e por rede de investidores.

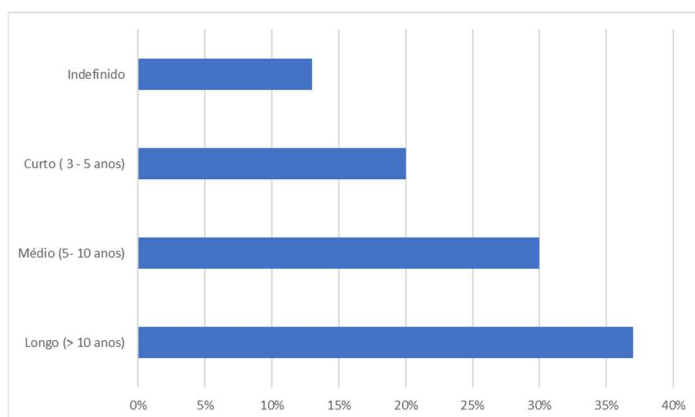
Tabela 3 – Investimentos médios 2013-2016

	2013	2014	2015	2016
Investimento médio por empresa	165	174	184	166
Investimento médio por Rede de Business Angels	1,184,000	1,232,000	1,291,000	1,386,000
Investimento médio por Business Angel	20,4	20	19,99	22,5

Fonte: *EBAN Statistics Compendium 2016*

Quando se analisam estes investimentos por *BAs*, é também importante ter presente o horizonte temporal dos investimentos, e o porquê de muitas vezes este capital ser designado por “capital paciente”⁵. De facto, e conforme estudo da Comissão Europeia mais de 2/3 dos investimentos efetuados por *BAs* são a mais de 5 anos e, desses, mais de metade é a mais de 10 anos. Ver figura 2.

Figura 2 – Horizonte temporal dos Investimentos



Fonte: *Understanding the nature and impact of the BAs in Funding Research and Innovation – European Commission*

Importa agora ter presente quais os retornos que este tipo de investimentos pode representar para os *BAs*. Não existindo muitos dados concretos a este nível, destaca-se o estudo produzido em 2007 por Robert Wiltbank, Ph. D. na Willamette University (*Returns to angel investors in groups*) que, com informação de 1.137 exits por 539 *BAs* chegou às seguintes conclusões:

1. O retorno médio dos investimentos é de 2,6x o investimento em 3,5 anos (aproximadamente 27% de TIR);
2. 52% gerou retornos inferiores ao capital investido. 7% gerou retornos 10x o capital investido;
3. 39% dos investimentos gerou retornos inferiores a 1x o capital investido e 61% mais de 1x;

⁵ Sudek, Richard (2006). *Angel Investment Criteria*

4. O que é que contribui positivamente para as melhores performances: Duração das due diligences, experiência dos *BAs*, participação ativa dos *BAs* no acompanhamento das participadas.

Por fim, importa deixar uma análise SWOT deste tipo de investidores, que como já vimos anteriormente possuem um papel importantíssimo no financiamento *early stage*.

Figura 3 – Análise SWOT *BAs*

<p style="text-align: center;">Pontos Fortes - Mais Valias dos <i>BAs</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Apoio financeiro para projetos de elevado risco inerente - Sem necessidade de colaterais ou qualquer outro tipo de garantia - Apoio de gestão e estratégico - Elevada probabilidade de ajudar em novas rondas de financiamento - Elevada probabilidade de atrair novos investidores - Mercado de <i>BAs</i> em crescimento que poderá trazer melhores ofertas - Experiência do Business Angel noutros investimentos - Estratégia de saída do <i>BA</i> pode melhorar o desenvolvimento da startup 	<p style="text-align: center;">Pontos Fracos - quando nos relacionamos com os <i>BAs</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Ausência de princípios geralmente aceites - Falta de base legislativa coerente na união Europeia - Não há seguros contra investidores desonestos - Critérios de decisão incertos - Expetativa de retorno elevada - Características pessoais desconhecidas - Se estiver fora de uma rede de <i>BAs</i>, dificuldades em encontrar um <i>BA</i> - Não aplicável a qualquer setor de atividade
<p style="text-align: center;">Oportunidades - O que os <i>BAs</i> podem trazer</p> <ul style="list-style-type: none"> - Elevada probabilidade de se ganhar network - Experiência de gestão - Melhoria no desenvolvimento estratégico do negócio - Possibilidade de atingir novos mercados e novos investidores - Relacionamento interpessoal 	<p style="text-align: center;">Ameaças - que ocorrem quando se trabalha com <i>BAs</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Desejo inesperado do Business Angel sair do negócio - A determinação do <i>BA</i> pode trazer mudanças indesejáveis ao projeto - Estratégia de Saída inadequada - Características pessoais de um <i>BA</i> - Mudanças legislativas indesejadas - Possível tomada total do projeto pelo <i>BA</i>

Fonte: Adaptado de Alina Dibrova 2015

2.3. O processo de investimento *early stage*

O investimento *early stage* possui as suas próprias especificidades que têm de ser conhecidas antes de qualquer julgamento prévio⁶:

- a) O fator de risco é o maior na indústria do venture capital, já que os investimentos são efetuados nas fases mais iniciais dos negócios e sem resultados previsíveis;
- b) Reduzida liquidez devido a posições de longo prazo desde a data de investimento até às possíveis saídas (4-7 anos), sem qualquer garantia de êxito na saída;
- c) Requer um processo de análise, seleção e negociação;
- d) Pressupõe uma estratégia de pós-investimento no sentido de defender os próprios interesses (ex: contra novos investidores) e um processo contínuo de acrescentar valor ao empreendedor

⁶ Mason, Colin & Harrison, Richard (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector

Em termos de processo, o relatório produzido pelo Centre for Strategy & Evaluation Services (2012) “Evaluation of EU Member States’ *BA* Markets and Policies”, refere que tipicamente o investimento por *BAs* inclui as seguintes etapas:

1. O *BA* tem acesso às oportunidades de negócio através das suas próprias fontes ou, às vezes, através de canais formais (por exemplo, *BAs Networks* ou eventos de empreendedorismo);
2. Após a identificação dessas oportunidades, o *BA* realiza uma triagem inicial para avaliar o interesse inicial no investimento e se ele se ajusta à sua carteira de investimentos e à área de conhecimento / experiência;
3. Reunião com o empreendedor, avaliação detalhada do plano de negócios, revisão de dados e análise de mercado;
4. Negociação sobre avaliação e nível de participação societária com o empreendedor;
5. Após o investimento, apoio efetivo sob a forma de aconselhamento/orientação de gestão e network;
6. A fase final inclui a saída do negócio (exit) através da venda das ações, geralmente na forma de uma venda comercial e menos frequentemente através de uma oferta pública inicial (saída em bolsa). A maioria dos estudos disponíveis sugere que os *BAs* tendem a manter seus investimentos por um período de 3 a 7 anos. No entanto, a saída ainda é uma área problemática para os *BAs* e também é influenciada pelas condições económicas existentes.

De uma forma mais detalhada a EBAN distingue a atuação do *BA* em 8 etapas:



Fonte: Adaptado de EBAN Research Committee (*Compendium of Co-Investment Funds with *BAs* 2012*)

A cada uma destas etapas, que podemos identificar como a cadeia de valor dos *BAs*, e que são fundamentais se quisermos entender as implicações e os efeitos das políticas públicas neste setor, correspondem um conjunto de atividades (vidé figura 4), que este setor cada vez mais profissionalizado segue de forma efetiva. Só entendendo, o que é o *early stage*, com está desenhado o seu processo de investimento, e o que são e como

atuam os *BAs* é que os Estados poderão criar políticas públicas mais adaptadas e eficientes.

Figura 4 – Atividades dos *BAs*

Atividade	Descrição das atividades de <i>BA</i> / Redes de <i>BAs</i>
Originação de Projetos (Deal flow)	<ul style="list-style-type: none"> - Identificar e contactar fontes de originação de projetos - Colaboração e comunicação regular com essas fontes - Participação em redes de Business Angels, Seminários, Eventos Empreendedorismo,...
Seleção de Projetos	<ul style="list-style-type: none"> - Usar os critérios de seleção pré-definidos (região, sector, potencial,) - Recorrer ao apoio de um comité de seleção - Através do contacto pessoal com os empreendedores - Através do conhecimento sectorial e comercial de outros <i>BAs</i> ou Redes de <i>BAs</i>
Due Diligence	<ul style="list-style-type: none"> - Empreendedores - Aspectos legais (Licenças, acordos, ...) - Propriedade Intelectual - Comercial - Fiscal
Term Sheet e Parasocial	<ul style="list-style-type: none"> - Montagem financeira da operação (capitais próprios, empréstimos, empréstimos convertíveis) - Opções (compra e venda) - Estatutos - Acordos Empreendedores e outros Investidores
Financiamento e Co-Investimento	<ul style="list-style-type: none"> - Utilização esquemas de co-investimento - Co-investimento com outros <i>BAs</i> - Apoio às startups para serem financiadas
Criação de valor	<ul style="list-style-type: none"> - Criação de valor estratégico (advisory board) - Apoio à gestão na startup
Exit	<ul style="list-style-type: none"> - Dissolução - Venda aos empreendedores - Venda a terceiros - Venda a outros <i>BAs</i>, Private Equity,... - Saída em Bolsa
Incentivos Fiscais	<ul style="list-style-type: none"> - Identificação incentivos fiscais disponíveis

Fonte: Adaptado de EBAN Research Committee (*Compendium of Co-Investment Funds with *BAs* 2012*)

Como já vimos anteriormente, outro importante *player* em termos de investimento nesta fase do *early stage* são os fundos de venture capital⁷. Gerido por fundos ou parceiros em geral, é “formal” e “profissional”, e tem como objetivo investir no início ou em fase de expansão de empresas com elevado potencial de crescimento. O venture capital (capital de risco) é um subconjunto do designado *private equity*, uma classe mais ampla de tipos de investimento por capital próprio.

O Venture Capital (VC) é assim uma importante fonte de financiamento para empresas jovens e de elevado potencial de crescimento, muitas delas com forte base tecnológica e de inovação. Contudo, o Venture Capital está somente apropriado para uma pequena porção de startups, já que os critérios de seleção são bastante exigentes. Em média, 65%

⁷ Christofidis, Constantin & Debande, Olivier (2001)

de um portfolio de um VC gera 3,8% de retorno, enquanto que 4% do portfolio gera mais de 60% de retorno (Nanda, 2010).

O Venture Capital difere significativamente de país para país e é bastante sensível aos ciclos de mercado, não apenas em termos de montantes investidos como de estágios de desenvolvimento (Lerner, 2010). Dependendo das condições de mercado, os fundos de Venture Capital investem mais nas fases “later stage”, levando a um gap nas fases pre-seed e seed onde as expectativas de lucro e retorno não são tão claras, pelo que o risco de investimento é maior.

No quadro seguinte, e para uma melhor análise das diferenças de atuação dos *BAs* e dos *VCs* deixamos uma comparação entre algumas características:

Figura 5 – *BAs* vs Venture Capital

Características	Business Angels	Venture Capital
Curriculum	Empreendedores / Empresários	Financeiros, Consultores, alguns da Indústria
Investimento	Investem o próprio dinheiro	Gerem um fundo / Investem o dinheiro de outros
Fase de Investimento	"Seed" e "Early Stage"	Maioritariamente "later stage"
Deal Flow	Através de redes sociais e associações ou grupos de business angels	Através de redes sociais mas também com procura activa no mercado
Due Diligence	Feita pelos próprios Business Angels baseada na sua própria experiência	Feita pelo staff próprio e por vezes com o apoio de escritórios de advogados
Proximidade Geográfica	Investimentos feitos na sua zona geográfica	Investimentos de âmbito nacional e com ligações internacionais através de parceiros
Papel "pós-investimento"	Activo ("hands-on")	Lugar no Conselho de Administração, Estratégico
Retorno do Investimento e motivações para o investimento	Importante mas não a principal razão do investimento	Crítico. O Fundo tem de possibilitar aos seus accionistas o retorno necessário

FONTE: OCDE (2011), adaptado de EBAN (2006)

2.4. Porque é que o Estado intervém no *early stage*

Uma parte substancial de literatura sugere que o financiamento desempenha um papel significativo na criação e crescimento de empresas (Aghion et al., 2007) e refere que os empreendedores enfrentam barreiras significativas de financiamento (Evans e Jovanovic, 1989; Gartner et al., 2012). Nas fases iniciais de desenvolvimento existe um crescente défice de financiamento devido ao facto de os bancos estarem menos dispostos a emprestar para empresas em fase de arranque e as empresas de capital de risco passarem para fases posteriores de investimento (OCDE, 2011).

Embora uma lacuna de financiamento não seja necessariamente uma “falha de mercado” (nem todas as empresas que procuram fundos necessariamente os merecem), a lacuna de financiamento a este nível tem sido persistente e crescente ao longo do tempo, despertando maior atenção dos Estados no sentido de criarem políticas que visem colmatar esta lacuna.

Intervenções políticas neste mercado dos *BAs* têm sido relativamente recentes, começando no início dos anos 90 no Reino Unido e no final da década de 1990 nas outras partes da Europa Ocidental (Mason, 2009) e, mais recentemente, em outras regiões do mundo.

Embora os Estados se tenham tornado cada vez mais interessados em aumentar o investimento dos *BAs* nos seus países, sempre houve debates internos sobre se as políticas e programas que apoiam esses indivíduos (com poder económico) são justificados. Embora a evidência empírica do impacto do investimento dos *BAs* na produtividade e no crescimento económico possa estar a faltar atualmente devido à escassez de dados, vários argumentos podem ser considerados.

Para os formuladores de políticas intervirem num mercado, muitas vezes há necessidade de evidenciar uma “falha de mercado”. Tal como indicou Murray (2007) a intervenção do Estado neste mercado de capital de risco informal, é baseado no argumento da falha de mercado.

Em termos de falhas de mercado, há uma assimetria de informação bem documentada na fase *early stage* entre empreendedores e investidores. Os empreendedores têm mais informações sobre as perspetivas para o sucesso do negócio do que os potenciais investidores e podem, intencionalmente ou não, deturpá-lo. Isso requer que o potencial investidor conduza um processo de *due diligence* para evitar seleção adversa. Por outro lado, as empresas têm menos informações sobre o processo de investimento e as expectativas dos investidores. Durante e após o processo de investimento, nenhuma das partes tem transparência sobre as ações da outra, o que pode impactar os resultados. Além disso, os custos para os investidores de estruturar, negociar e monitorizar estas operações de financiamento, a fim de evitar o risco moral, podem ser altos em relação ao tamanho do investimento (Mason, 2009).

A assimetria de informação é particularmente pronunciada para as jovens empresas de base tecnológica. Estas empresas têm pouco ou nenhum histórico, a par de que, também pode ser difícil avaliar o potencial de novos produtos inovadores.

Outro argumento forte para a intervenção dos Governos diz respeito ao impacto positivo que este tipo de investimento efetuado por BAs tem na economia. As estimativas indicam que as empresas apoiadas por investimentos de BAs têm contribuído de forma importante para o crescimento do emprego. Nos Estados Unidos, as estimativas sugerem que cerca de 250 mil novos empregos foram criados em 2009 por empresas apoiadas pelo investimento anjo, representando 5% dos novos empregos nos Estados Unidos (Sohl, 2010). Pesquisas mais recentes nos Estados Unidos também mostram que as empresas jovens que têm financiamento de BAs têm uma maior probabilidade de sobrevivência e melhor desempenho e crescimento de 30% a 50% em média (Kerr, Lerner e Schoar, 2010).

Outra razão potencial para apoiar o investimento efetuado por BAs é o facto de que estes investidores possuem estruturas de custos muito mais baixas do que os fundos de capital de risco (VCs), são capazes de fazer investimentos menores e estão mais espalhados geograficamente (Mason, 2009), ou seja, são capazes de investir em áreas nas quais os VCs não investem.

Segundo Wong, Fritsch e Falck (2005 e 2007) enquanto que um pequeno número de startups contribuem para a inovação, crescimento económico e criação de empregos, os governantes acreditam que existe uma falha de mercado e que muitas startups não exploram convenientemente as oportunidades devido à falta de capital de risco (Mason e Harrison 2003; Carlson e Chakrabarti 2007).

Esta falha de mercado pode ser combatida por aumentar diretamente a oferta de capital de risco, ou por aumentar a taxa de retorno expectável para os investidores através do decréscimo da carga fiscal, da melhoria do mercado em termos de exit, ou reduzindo as barreiras ao empreendedorismo (Da Rin 2006).

Vários estudos já mediram o impacto das políticas públicas no estímulo aos mercados formais de venture capital (e.g. Lerner 1999, 2002; Ayayi 2004; Da Rin 2006; Cumming 2007). Contudo, existe a falta de alguma informação sobre a eficácia e eficiência de políticas que incidam sobre BAs, tais como, incentivos fiscais, apoio a redes de BAs, ou a Fundos de Co-Investimento com BAs (Maula 2007).

Tal como foi referido no “Evaluation of EU Member States’ *BAs* Market and Policies Final report” (2012), tem sido referido em muitos estudos que existe um défice de financiamento para as empresas na fase inicial (*early stage*). Este tipo de empresas depende, em grande parte, de fontes informais de capital e são muito pequenas para atrair capital de risco (*VCs*) ou algumas formas de financiamento bancário. Os *BAs* são assim cada vez mais os investidores adaptados a esta realidade, e que atuando em conjunto com outros (sindicato) ou como co-investidores podem suprir esta lacuna de financiamento.

Segundo dados compilados pela EBAN (Statistics Compendium 2014), apenas um percentual muito baixo de projetos apresentados a *BAs* é eventualmente apoiado – cerca de 3 a 5%, ou por vezes menos. A questão é, quantos dos projetos rejeitados poderiam ter sido apoiados se existissem mais *BAs*? Por certo que mais projetos poderiam encontrar financiadores se mais *BAs* existissem. Assim, na medida em que os *BAs* podem suprir essa lacuna financeira, há uma justificativa para apoiá-los e, possivelmente, também para incentivar um aumento na oferta de *BAs* por meio de medidas políticas, tais como:

- Apoio para a criação e operacionalização de Redes de *BAs*
- Incentivos fiscais e de dedução à coleta
- Esquemas de Co-Investimento

Segundo Rudy Aernoudt (2005), as políticas dos governos para estimular o crescimento, a inovação e especialmente a criação de novas empresas está bastante focada no acesso ao financiamento, principalmente através do aumento da oferta de capital. À medida que os *VCs* formais avançam em direção a negócios maiores e transferem seus investimentos para um estágio posterior de desenvolvimento, criando um “segundo” *equity gap*, os *BAs* tornam-se mais importantes no financiamento da fase *early stage*. No entanto, as políticas devem ser focadas tanto do lado da oferta quanto do lado da procura e combinadas com uma mudança cultural. Os governos devem assim procurar formas inovadoras de estimular o financiamento de *BAs* em vez de lidar com as falhas do mercado por meio de esquemas de subsídios demasiado burocratizados.

Esta análise em termos de oferta e procura permite-nos explicar porque é que o mercado não funciona, especialmente na extremidade inferior, ou seja, no início do financiamento. Ironicamente, no segmento de mercado onde os investidores

(fornecedores) não estão interessados por causa dos elevados custos e baixos retornos, os empreendedores estão mais recetivos ao financiamento. Já na fase de crescimento, onde os investidores estão mais interessados em investir na empresa, o entusiasmo das empresas por este tipo de financiamento diminui.

Um estudo indica que o retorno desejado dos investimentos em *early stage* é estimado em 100% (Leleux, 2000) pelo que os investidores são muito rigorosos na seleção e due diligence (apenas uma em cada cem propostas é retida).

Por outro lado, como os mercados de Venture Capital (VC) estão a crescer e a captação de recursos está mais facilitada, estes investidores estão "desesperadamente" à procura de projetos para investir na fase de expansão, sendo que nesta fase apenas algumas empresas estão interessadas em abrir o seu capital para fundos de capital de risco.

É claro que, apesar da abundância de capital, o mercado não funciona no extremo inferior e que os *BAs* podem estar em melhor posição para preencher o pequeno e o segundo hiato de capital. Os montantes disponíveis para investir são suficientes para cobrir a fase seed da empresa, mas podem ser insuficientes se forem confrontados com o financiamento de segundos rounds pela saída dos VCs (capitalistas de risco formais). Analisando agora alguns casos concretos, refira-se que o plano de negócios do Fundo de Co-Investimento escocês (SCF Business Plan, 2003) refere a falha de mercado que se pretende combater: “existe um numero significativo de falhas de mercado na área da angariação de capital na Escócia que precisa de ser resolvida. Estima-se que existam neste mercado cerca de 150-200 operações realizadas por ano, num total de cerca de 5.000 propostas de investimento”.

Na Nova Zelândia, trabalhos de pesquisa indicaram que o acesso a financiamento por parte da maior parte das empresas da Nova Zelândia não é uma barreira ao crescimento, contudo, para um sub-segmento dessas empresas (i.e. empresas de base tecnológica e startups) existem dificuldade em obter financiamento, devido aos seus cash flows limitados, à falta de colaterais, e ao risco envolvido do negócio.

Este tipo de investimento efetuado por *BAs* pode variar muito de país para país, tanto em termos de volume quanto de abordagem, sendo que, também é necessário referir que enquanto as políticas que visam os investimentos dos *BAs* estão a ser implementadas num número crescente de países, a realidade é que até ao momento houve poucas avaliações formais desses programas.

Na literatura (Lerner, 2010) argumentou que os esforços do setor público para apoiar os mercados *early stage* exigem prazos longos de análise. Uma das causas mais comuns de fracasso dessas iniciativas é a impaciência, a incapacidade de entender o contexto mais amplo e confiar em indicadores de avaliação muito restritos.

Na Europa, Cumming et al (2014) destacam o enorme déficit de investimento em capital de risco quando comparado com os EUA, apontando que isso levou a níveis muito maiores de desenvolvimento de esquemas *venture capital* público para compensar. Segundo o último relatório da EBAN (Statistics Compendium 2017), o investimento efetuado por *BAs* na Europa em 2017 foi de 7,3 mil milhões de euros (crescimento de 9% face a 2016), ao passo que nos EUA atingiu os 23,9 mil milhões de euros.

2.5. Os fundos de co-investimento com Business Angels

De acordo com a EBAN (European *BAs* Network) os fundos de co-investimento são mecanismos de financiamento que resultam de uma parceria público-privada entre o Estado e os *BAs* para investimentos na fase *early stage*. Os Estados através destes fundos têm por objetivo fornecer capital próprio às startups em que os *BAs* se comprometeram a investir, em geral numa base *pari-passu* e sob o mesmos termos e condições que os *BAs*.

Estes esquemas de co-investimento foram assim criados com o objetivo de incentivar o desenvolvimento do mercado dos *BAs* e do mercado de capital de risco nas fases iniciais, ajudando a preencher uma lacuna financeira ao fornecer capacidade extra nesses estágios de desenvolvimento. Para além disso, este tipo de mecanismos também levou em alguns países à profissionalização e ao desenvolvimento do mercado de *BAs*⁸.

Nestes últimos anos os fundos de co-investimento têm tido um desenvolvimento bastante significativo, em parte devido ao sucesso percebido do caso Escocês criado em 2003 como resposta à contração do setor de capital de risco após o *crash* tecnológico de 2000 (Pierrakis, 2010; Technopolis, 2011). Desde então, foi replicado na Nova Zelândia e Ontário, no Canadá, bem como, em várias regiões do Reino Unido, nomeadamente pelas antigas Agências de Desenvolvimento Regional e em Londres

⁸ Baldock, Robert & Mason, Colin (2015) Establishing a new UK finance escalator for innovative SMEs: the role of enterprise capital funds and angel co-investment fund

(London Seed Capital). A partir daí muitos outros países seguiram o exemplo e criaram também este tipo de mecanismo.

Os fundos de co-investimento são assim uma resposta relativamente recente do setor público às mudanças estruturais na oferta de financiamento empresarial, tendo surgido durante um período de crescente necessidade percebida e confiança nas intervenções do governo (Mason e Pierrakis, 2013; Murray, 2007; Wilson e Silva, 2013) para abordar a lacuna de financiamento inicial e inicial após a crise Dot.com (2001).

O relatório de EBAN de 2014 identificava 77 fundos de co-investimento com *BA*s na Europa, com uma capitalização média de 22 milhões de euros (apesar de 70% dos mesmos serem abaixo dos 10 milhões euros). Em média, cada um destes fundos investe cerca de 760 mil euros por operação. De um modo geral, a participação pública é em linha com a privada e a saída e faz-se de forma proporcional também.

De entre os inúmeros fundos de co-investimento que neste momento existem, podemos distingui-los em duas categorias⁹:

1. os que pré-approvam os seus parceiros de investimento (*BA*s e fundos de capital de risco), e que aprovam de imediato as oportunidades submetidas
2. os que tomam as suas próprias decisões sobre todas as oportunidades de investimento que lhes são trazidas.

No entanto, ambas as abordagens mantêm o princípio de que o dinheiro do setor público acompanha os investidores do setor privado - tanto os fundos de capital de risco como os *BA*s, mas mais frequentemente os últimos - investindo juntamente com eles em acordos que esses investidores trazem para o fundo de co-investimento, alavancando suas redes e expertise e, ao mesmo tempo, minimizando os custos de transação do setor público¹⁰.

Apesar de tudo isto existem diferenças significativas no design e na ênfase desses vários esquemas. Em termos de características, enumeramos no Anexo 1 as principais.

No documento publicado pela European *BA*s Network (EBAN) – *Compendium of Co-Investment Funds with *BA*s 2016* - estão listados entre as páginas 21 e 25 todos os fundos de co-investimentos existentes na Europa em 2016.

⁹ Murray, Gordon & Cowling, Marc et al (2012)

¹⁰ Harrison, Richard (2018). *Crossing the chasm: the role of co-investment funds in strengthening the regional *BA* ecosystem*

Neste trabalho vamos, contudo, concentrar a nossa análise em quatro fundos de quatro países diferentes, e para os quais já foi efetuado algum trabalho de base nas questões relacionadas com a avaliação, a saber: Escócia, Nova Zelândia, Irlanda do Norte e UK. De seguida apresentamos então uma breve caracterização de cada um deles.

2.5.1. Scottish Co-Investment Fund (Escócia)

O Scottish Co-Investment Fund (SCF) foi criado em 2007 pelo Scottish Investment Bank com o apoio do Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional e fornece financiamento de capital para empresas elegíveis num intervalo de 100.000 libras a 1 milhão de libras, o que permite um investimento total por empresa até 2 milhões de libras (a participação pública não pode exceder 50% do valor do negócio)¹¹.

O objetivo subjacente à criação deste fundo foi aumentar os montantes disponíveis de capital para investir em empresas de elevado potencial de crescimento na Escócia, que lhes permita atingir os seus desígnios.

Ao contrário de um fundo de capital de risco (VC) padrão ou de um BA, o SCF não encontra nem negocia; em vez disso, forma parcerias contratuais com gestores ativos de fundos de capital de risco, BAs e sindicatos de investidores corporativos do setor privado (o parceiro do SCF).

O parceiro do SCF encontra a oportunidade, negocia os termos do acordo e oferece-se para investir o seu próprio capital em dinheiro. Se a oportunidade precisar de mais dinheiro do que o que o parceiro do SCF pode oferecer, este pode pedir ao SCF que co-invista em igualdade de condições. O parceiro do SCF determina quanto o SCF pode investir em qualquer novo negócio; no entanto, o SCF não pode investir mais do que o parceiro do SCF.

¹¹ World Bank (2014). Scottish Co-Investment Fund: Partnerships for SME Financing

2.5.2. Seed Co-Investment Fund (Nova Zelândia)¹²

Este fundo de co-investimento foi criado para ajudar o desenvolvimento do mercado dos *BAs* e de “equity” na Nova Zelândia, e com isto, dinamizar o investimento dos *BAs* em empresas em início de vida que de outra forma podia não ocorrer.

Este programa teve início em Julho de 2005 e os primeiros investimentos foram anunciados em Setembro 2006.

Os parceiros de co-investimento são qualificados tendo em conta os seguintes aspetos:

- Conhecimentos nas áreas de investimentos, incluindo experiência na identificação de oportunidades e contribuição para a sua comercialização;
- Estratégia credível na identificação e seleção de oportunidades de investimento no *early stage*;
- Capacidade demonstrada na angariação de capital no setor privado;
- Rede de contactos e estrutura de investimento enquanto investidor.

Eis, de seguida, algumas regras de funcionamento:

- 140.000 Euros de comparticipação máxima para cada nova oportunidade de investimento apresentada pelos parceiros (propostas de investimento em serviços de intermediação financeira, imobiliário, setor mineiro, são excluídas);
- Comparticipação até 50% do investimento realizado pelos parceiros, numa relação 1:1;
- Participação até 35% nas empresas investidas;
- Co-investimentos de *follow-on* acima de 140.000 euros até um montante total de 280.000 Euros, tendo em conta que, o valor agregado dos investimentos acima dos 140.000 Euros numa só empresa não ultrapassa os 15% da totalidade dos investimentos realizados pelo Fundo;
- 2,3 milhões de euros de comparticipação máxima por parceiro

A expectativa é que este Seed Co-Investment Fund opere durante 12 anos, e disponibilize um total de 23 milhões de euros para investimento.

¹² New Zealand Venture Investment Fund (2017). Investment report January 2017
New Zealand Venture Investment Fund (2016). Investment report January 2016

2.5.3. Co-Fundo Northern Ireland (Irlanda do Norte)¹³

Este fundo, lançado em 2011, tem uma maturidade de 6 anos e um capital envolvido de 12,5 milhões de libras (elevado em 7,2 milhões de libras em 2014), sendo previsto decorrer até maio de 2017. É financiado através de um Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (“FEDER”) e é o primeiro fundo formal de co-investimento na Irlanda do Norte.

O objetivo principal do Fundo é “estimular mais investimento privado nas empresas da Irlanda do Norte, que demonstram alto potencial de crescimento, sejam inovadoras e focadas nas exportações”.

O Fundo está posicionado para tipicamente investir em rounds de investimento entre £ 150k e £ 1m, numa proporção de até 50% do round, e em termos de investimento *pari passu* ao lado de investidores do setor privado. A meta definida foi de um rácio 55:45 (privado:público).

As empresas investidas devem enquadrar-se na definição de PME da Comissão Europeia (número de empregados não superior a 250, volume de negócios não superior a 50 milhões de euros e ativos do balanço que não excedam 43 milhões de euros) e estar situados na Irlanda do Norte.

Embora se preveja que uma proporção mais elevada de beneficiários possa ser a fase inicial, as empresas de crescimento elevado, as PME em qualquer fase do seu ciclo de vida são elegíveis desde que tenham o nível mínimo de investimento exigido de um sindicato ou de investidores privados.

2.5.4. UK Angel Co-Investment Fund (Reino Unido)¹⁴

O Angel CoFund é um fundo de investimento de 100 milhões de libras, com o objetivo de apoiar empresas britânicas promissoras e ajudar a desenvolver o importante mercado de investimento de *BAs*.

Lançado em novembro de 2011, o fundo faz investimentos iniciais entre £ 100K e £ 1M, juntamente com sindicatos de *BAs* para apoiar negócios de alto potencial e dar-lhes o

¹³ Invest Northern Ireland (2016). Co-Investment Fund Interim Evaluation – Final Report December 2016

¹⁴ Baldock, Robyn & Mason, Colin (2017). The role of government co-investment funds in the supply of entrepreneurial finance: An assesment of the early operation of the UK Angel Co-Investment Fund

capital necessário para desenvolver e impulsionar o crescimento. O fundo não pode investir mais do que 49% do investimento total da operação, e ficar com mais de 30% dos capitais da participada.

As decisões de investimento são tomadas por um comité de investimento independente, baseadas em toda a informação fornecida pelos BAs.

Desde o seu lançamento, o fundo investiu e assumiu 37 milhões de libras, juntamente com mais de 180 milhões de libras de BAs e outros investidores, apoiando 79 empresas (no final de outubro de 2017).

O fundo investe no Reino Unido e estuda propostas para empresas em todos os estágios de desenvolvimento e na maioria dos setores, desde que se qualifique como uma PME.

O critério crítico para garantir o investimento do CoFund é a presença de um grupo ou sindicato forte de BAs privados que estejam procurando fazer um bom investimento¹⁵.

Em resumo, supõe-se que o impacto dos esquemas de co-investimento duplicará ou quase triplicará o investimento individual de BAs. Infelizmente, devido ao facto da grande maioria destes fundos ser bastante recente, ainda não se dispõe de informações suficientes para medir precisamente esse impacto. No entanto, esperamos que nos próximos anos os relatórios independentes possam estabelecer o efeito de alavanca e o impacto desse tipo de parcerias privadas e público-privadas em benefício de empresas inovadoras em estágio inicial.

É um pouco sobre a avaliação deste tipo de fundos que vamos abordar nos próximos capítulos.

2.6. A avaliação

De acordo com Lerner e seus colegas, o “ponto de partida para qualquer avaliação de um programa de governo são os objetivos que esse mesmo programa se propôs atingir” (Lerner et al. 2005).

Segundo o relatório da OCDE de 2016 (Financing SMEs and Entrepreneurs 2016 – an OECD scoreboard), dos 37 países participantes neste estudo, 17 possuíam esquemas de co-investimento, sem, contudo, existirem ainda estudos de avaliação e performance sobre os mesmos, sendo que as evidências até ao momento mostram resultados pouco uniformes.

¹⁵ Baldock, Robert (2016)

Na Dinamarca, por exemplo, criou um fundo de co-investimento em 2006 que iniciou a atividade em 2007. Três anos depois, e após uma avaliação pelo fundo de investimento dinamarquês (*Vaeksfonden*) o fundo foi abolido pelas elevadas perdas a que estava a assistir. Além disso, o problema em encontrar projetos que encaixassem no perfil dos investidores foi muito maior do que o previsto (*Tillväxtanalys*, 2013).

Por contraste, o esquema de co-investimento *Technopartner*, na Holanda, que decorreu entre 2005 e 2010, é considerado bem sucedido. Através da participação em empresas em início de vida, os *BAs* poderiam obter um empréstimo do governo holandês até 50% dos fundos investidos, num máximo de 4 milhões de euros. O programa foi pensado para aumentar significativamente a participação do setor privado em startups tecnológicas, especialmente nos estágios iniciais de seu ciclo de vida, com um alto grau de adicionalidade (*Deuten et al.*, 2012).

Já no que respeita ao caso português, outro dos fundos de co-investimento pioneiro na Europa, e que foi lançado em 2009, é também apontado por muitos como um caso de sucesso, não só pela elevada adesão que teve por parte dos *BAs*, mas também pelos números atingidos (131 empresas apoiadas num total de quase 30 milhões de euros de investimento).

Como vamos ver de seguida, pois é um dos casos analisados nos próximos capítulos, o esquema de co-investimento escocês também foi amplamente avaliado como um sucesso pela comunidade de investidores e outras partes envolvidas e é o modelo no qual os esquemas de coinvestimento em alguns outros países ou regiões foram baseados. Os dados da pesquisa sugerem que cerca de metade dos projetos na Escócia co-financiados pelo governo não teriam sido capazes de encontrar capital noutros lugares, enquanto a maioria dos outros projetos seria financiada em termos e condições piores. Considera-se também que o programa teve um impacto líquido tangível e considerável nos negócios financiados, bem como na economia em geral (*Hayton et al.*, 2008). Um traço comum a essas experiências políticas é que os fundos de coinvestimento são realmente capazes de catalisar o mercado privado, mas apenas se o mercado de *BAs* existente for suficientemente desenvolvido, de modo que um número suficiente de negócios prontos para investidores possa ser financiado, de modo a que o governo não tenha de se expor em excesso na oferta de capital para estes estágios iniciais.

2.6.1. Scottish Co-Investment Fund – SCF (Escócia)

a) Metodologia de Avaliação

Os objetivos gerais de avaliação, foram:

“Avaliar o impacto que o apoio através do SCF teve sobre o crescimento das empresas investidas e até que ponto o financiamento e o apoio do SCF complementam outro tipo de apoios”.

"Avaliar em que medida o SCF influenciou o mercado de capital de risco na Escócia, melhorou o acesso ao financiamento e o que, por sua vez, significou para o desempenho das empresas que conseguiram esse financiamento."

A avaliação também foi necessária para:

- Saber até que ponto o racional original para o SCF ainda é válido e, se este não for mais o caso, para explicar por que é que esse racional mudou;
- Conhecer o desempenho comercial do Fundo com base no número de investimentos até o momento, seu valor, perdas e saídas;
- Medir o impacto do SCF no mercado de capitais na Escócia, incluindo o impacto sobre as co-investidas (participadas);
- Medir a efetividade do SCF, incluindo o papel dos parceiros do SCF e evidências de valor agregado, e áreas de melhoria.

Relativamente ao método de avaliação, ele baseou-se no seguinte:

- Análise dos dados de investimento do Fundo para os negócios por este apoiados;
- Seleção de uma amostra de empresas investidas durante o período de avaliação e representativas da população;
- Seleção de uma amostra de parceiros de investimento, identificados como tendo experiência significativa e relevante como parceiro ativo no Fundo;
- Entrevistas/consultas às empresas e aos parceiros selecionados;
- Entrevistas/consultas com as partes interessadas (Governo, Instituto responsável pelo Fundo, ...);
- Síntese e análise dos resultados.

Tendo como base o racional subjacente ao SCF, o sucesso ou falha, está assente em 4 vertentes distintas a saber: Adicionalidade e Substituição de Investimento; Deslocamento; Taxas de retorno; Impacto económico. No anexo 2, encontram-se as definições detalhadas destas 4 vertentes.

b) Avaliação disponível

Uma avaliação da comissão da Scottish Enterprise (responsável pela avaliação do Fundo de Co-Investimento Escocês SCF) mostrou que mais da metade das empresas investidas do SCF sentiam que suas hipóteses de angariar capital não teriam sido possíveis sem o SCF e 78% declararam que o fundo era vital para sua sobrevivência (Harrison, 2009). Este estudo também mostrou que o SCF teve um impacto económico positivo nas empresas apoiadas, quer em termos de faturação, como de valor acrescentado bruto e emprego.

De acordo com o estudo de avaliação realizado em 2008¹⁶, 30% a 50% dos acordos feitos com o SCF até o outono de 2007 não teriam sido realizados de outra forma; a pesquisa encontrou exemplos de empresas que evitaram entrar em liquidação e subsequentemente negociam com sucesso, graças ao SCF. Esta pesquisa encontrou também evidências de investidores estrangeiros e *BA*s sendo atraídos para a Escócia em detrimento de outros locais.

Os parceiros ou não teriam investido de todo ou teriam investido em setores menos arriscados (como o imobiliário) se a partilha de risco não tivesse sido induzida pelo modelo de co-investimento.

No documento datado de Março/2017 - Evaluation of the Scottish Co-Investment Fund que avaliou a performance do Scottish Co-Investment Fund entre Abril 2009 e Dezembro de 2013, conclui-se que o fundo tem potencial para gerar impacto económico significativo na Escócia e no Reino Unido. Esta constatação foi baseada na identificação de:

- Elevados níveis de adicionalidade;
- Deslocamento mínimo devido aos baixos níveis de competição doméstica e forte crescimento nos mercados-alvo;
- Forte performance exportadora (atual e projetada)

¹⁶ Scottish Government Social Research – Evaluation of ERDF supported venture capital and loan funds.

Para uma melhor compreensão mostramos no Anexo 3 – Avaliação do Scottish Co-Investment Fund as principais conclusões da avaliação, tendo por base os objetivos específicos que foram traçados de início:

Durante o período em análise, efetuaram-se mais de 120M Libras de investimento dos quais 45,5M Libras foram realizados através do SCF e 74,5M através dos investidores privados, tal como se pode ver na tabela abaixo, num total de 139 empresas.

Tabela 4 – Investimentos do Scottish Co-Investment Fund

Ano	Investimento SCF	Investimento parceiro	Investimento total
2009	£ 10,713,789	£ 14,606,911	£ 25,320,700
2010	£ 11,674,613	£ 19,622,044	£ 31,296,657
2011	£ 8,933,791	£ 14,994,849	£ 23,928,640
2012	£ 7,132,184	£ 14,349,776	£ 21,481,960
2013	£ 7,058,044	£ 10,999,147	£ 18,057,191
TOTAL	£ 45,512,421	£ 74,572,727	£ 120,085,148

Fonte: *Evaluation of the Scottish Co-Investment Fund (Março 2017)*

Tabela 5 – Performance do Scottish Co-Investment Fund

Período	Rendimentos	Custos Write offs	Rendimento Líquido	Investimento SCF	Investimento SCF Acumulado	Rendimento Acumulado
2009/2010	£ 15,625	£ 25,000	-£ 9,375	£ 11,417,593	£ 11,417,593	-£ 9,375
2010/2011	£ 788,436	£ 0	£ 788,436	£ 11,482,483	£ 22,900,076	£ 779,061
2011/2012	£ 75,781	£ 515,080	-£ 439,300	£ 9,119,407	£ 32,019,483	£ 339,061
2012/2013	£ 2,139,085	£ 1,109,999	£ 1,029,086	£ 7,072,819	£ 39,092,302	£ 1,368,848
Total	£ 3,018,928	£ 1,650,079	£ 1,368,848	£39,092,302		
				% Write offs no valor de investimento acumulado	4,20%	
				% Rendimentos no valor de investimento acumulado	7,70%	

Fonte: *Evaluation of the Scottish Co-Investment Fund (Março 2017)*

Esta análise demonstra um rendimento líquido do fundo positivo, até ao período 2012/2013 de 1,37M Libras. A proporção de write-offs relativamente ao total do investimento efetuado é de 4,2% até ao momento da avaliação.

Em termos de impacto no setor de capital de risco escocês, e ainda segundo o mesmo relatório de avaliação, verificou-se que este fundo representou uma fatia importante do mercado no intervalo de investimento abaixo dos £ 2M. Estima-se que neste intervalo de investimento se investiram na Escócia, entre 2012 e 2013, cerca de £ 82,5M, o que leva a um peso do Fundo neste total de 17%.

Um inquérito dirigido aos parceiros do fundo revelou que com este mecanismo eles aumentaram o número de operações, tendo efetuado operações maiores do que o esperado.

Em termos de impacto nas empresas que foram alvo deste financiamento, do inquérito realizado, 87% referiram que o SCF provocou um efeito positivo nos seus negócios, quer por assegurar a sobrevivência como para prevenir a contração ou estagnação e possibilitá-los a crescer mais rapidamente.

Relativamente aos impactos económicos, até 2015 as participadas geraram um VAB (valor acrescentado bruto) adicional de £ 31,4M, e um impacto no emprego de 240 postos de trabalho (660 empregos nas projeções para 2025).

Analisando agora um pouco do comportamento do Fundo, à luz do combater a “falha de mercado”, esta avaliação não possibilitou uma conclusão definitiva, mas pode observar-se que na ausência do SCF, o valor e o número de investimentos de capital realizados em empresas em estágio inicial durante o período de avaliação teriam sido significativamente mais baixo. Os BAs e o SCF juntos representaram 35% do investimento em pequenas empresas na Escócia em 2014.

Dado que se espera dos investimentos maturidades médias de 7 anos (ou seja, *exits* no período 2016-2020), ainda é cedo para se retirarem conclusões substantivas sobre a performance do mesmo.

2.6.2. The Seed Co-Investment Fund (Nova Zelândia)

a) Métodos de Avaliação

Relativamente ao caso Neozelandês os responsáveis assentam toda a sua avaliação no quadro estratégico, que resume o que o Fundo tenta alcançar e como foi planeado alcançá-lo, e que se evidencia no quadro da página seguinte:

Figura 6 – Quadro Estratégico (Seed Co-Investment Fund)



Fonte: *New Zealand Venture Investment Fund Limited (Statement of Intent 2013-2018)*

Ao longo de todo o programa, nada é dito sobre como alcançar determinadas taxas de retorno. Este é essencialmente dirigido a conseguir mais e melhor financiamento para as startups, através de melhores investidores e melhores redes.

Ficou definido à priori que existiria uma primeira avaliação (avaliação de implementação) e uma avaliação de impacto um pouco mais tarde. No Anexo 4 evidenciamos os pilares dessa avaliação de implementação, e de impacto, bem como os principais indicadores a serem monitorizados e as questões políticas mais amplas.

De acordo com o documento que serviu de base à criação deste fundo “Baseline Review of Angel Investment in New Zealand”, o Ministério do Desenvolvimento Económico propôs ainda um conjunto de medidas de performance que evidenciamos no Anexo 5.

b) Avaliação disponível

Segundo o último relatório disponível do NZIV (janeiro 2017) o Seed Co-Investment Fund (SCIF) firmou 19 parcerias de investimento entre 15 redes de *BAs* e fez investimentos de capital de risco em 150 empresas.

Entre essas 150 empresas, 27% são provenientes de Universidades e Centros de Investigação, e outros 25% formaram-se em vários programas de incubadoras e aceleradoras. Esses investimentos normalmente estão num estágio muito inicial de

desenvolvimento - geralmente primeiro round de financiamento para permitir a validação de uma oportunidade comercial - e são reconhecidos como sendo de elevado risco.

O financiamento médio por empresa é de \$1,9 milhões. Em média \$300.240 são financiados pelo SCIF e o valor remanescente provém de BAs (parceiros do SCIF e outros investidores privados).

Tabela 6 – Indicadores do Seed Co-Investment Fund

Nº Investidores parceiros	15	
Nº Investidores parceiros ativos (investiram no ultimo ano)	11	
Investimento SCIF em empresas	\$ 45 milhões	
Total investimento realizado (SCIF + Privados)	\$ 294 milhões	
% operações em sindicato	68%	
Nº empresas apoiadas	150	
Montante médio de financiamento por empresa	\$ 1,9 milhões	
Montante médio de investimento SCIF por empresa	\$ 300,24 mil	
Montante recebido pelos <i>exits</i>	\$ 4,8 milhões	
Valor total do portfolio	\$ 56,8 milhões	
Multiplo de investimento	1,26	
Taxa Interna de Rentabilidade do Fundo (desde a criação)	6,72%	
Nº <i>Exits</i>	31	(21% portfolio)
Nº <i>Write-offs</i>	17	(11% portfolio)

FONTE: NZVIF Investment Report January 2017

Segundo o mesmo relatório, até 30 de junho de 2016, o SCIF investiu \$45 milhões. O valor total da carteira do SCIF (incluindo dinheiro devolvido) foi de \$52 milhões.

Nessa mesma data, 17 das 150 empresas (11%) na carteira tiveram seus valores de avaliação reduzidos para zero. A abordagem do SCIF é reduzir o valor de participação a zero com base numa avaliação prudente dos desafios e problemas que essas empresas enfrentam atualmente. 18 empresas foram liquidadas ou cessaram a sua atividade.

Até Junho de 2016 o SCIF estava com uma TIR de 6,72%. Um aumento significativo face aos 1,04% registados em 2015. Esta melhoria na TIR deve-se em grande parte à significativa valorização de várias empresas. É provável que a máxima de que 90% dos retornos serão produzidos em 10% das saídas (*exits*) seja válida para o portfólio do SCIF ao longo do tempo.

2.6.3. Co-Fund NI (Irlanda do Norte)

a) Métodos de Avaliação

A avaliação económica de maio de 2010, que forneceu o argumento para a implementação do Fundo em 2011 por seis anos, identificou os seguintes objetivos:

- “Fortalecer a capacidade da Irlanda do Norte no desenvolvimento e comercialização de novas tecnologias e entrar em setores e mercados em crescimento”;
- “Suprir as lacunas de capital de risco da Irlanda do Norte, fornecendo capital semente, para os estágios iniciais e de desenvolvimento”.

Não havia, neste caso, objetivos concretos em torno do desenvolvimento do lado da oferta do mercado de investimento, um objectivo-chave de quase todos os outros fundos de co-investimento a nível mundial.

No Anexo 6, mostramos as metas / Indicadores Chave de Desempenho (KPIs) que foram definidas em 2014.

No Anexo 7, evidenciamos as várias vertentes da avaliação da performance e impacto deste fundo.

b) Avaliação disponível

No Relatório de Avaliação de Dezembro 2016 “Co-Investment Fund Interim Evaluation – Final Report”, e que cobriu o período de Junho 2011 a Junho 2015, foi possível obter os seguintes dados:

Tabela 7 – Indicadores do Co-Fund NI

Ano criação	2011
Fundos disponibilizados (até à data)	8 milhões libras
Fundos disponibilizados pelos privados (até à data)	16,6 milhões libras
Rácio Público:Privado	1:2,07
Nº empresas apoiadas	28
Nº rounds financiamento	53
Montante médio de financiamento por empresa	285.759 Libras
Montante médio de financiamento por round	150.967 Libras
Nº write offs	4
Nº saídas (exits)	1
Nº participações detidas acima do valor inicial investimento	4
Nº participações detidas abaixo do valor inicial investimento	9

Fonte: CO-INVESTMENT FUND INTERIM EVALUATION – FINAL REPORT December 2016

2.6.4. UK Angel Co-Investment Fund (Reino Unido)

a) Métodos de Avaliação

Através dos dados recolhidos e das entrevistas efetuadas aos empreendedores das startups, bem como aos BAs, foi possível abordar 3 proposições que vão de encontro aos objetivos do UK Angels Co Investment Fund:

- **Eixo 1:** Até que ponto os investimentos do Fundo são determinados pela localização das redes de BAs, pelas preferências do setor de investimentos dos BAs e pela procura de empresas em fase inicial?
- **Eixo 2:** Até que ponto o Fundo está atendendo às necessidades da cadeia de financiamento do Reino Unido e impactando positivamente nos negócios financiados? Há uma expectativa de que o Fundo ajude a gerar negócios maiores do que o ocorrido anteriormente, e ao mesmo tempo alcance uma considerável adicionalidade, pouco deslocamento, efetivo financiamento de follow-on e ótimos exits
- **Eixo 3:** Em que medida o foco da Fundo é a sindicância, a seleção de negócios com qualidade e a disseminação das melhores práticas para incentivar e melhorar o investimento por via dos BAs?

A expectativa é que este Fundo permita atividades mais organizadas por parte de redes de BAs, e incremente as competências de investimento por parte da comunidade de BAs, de modo, a que este modelo de co-investimento seja sustentável a médio e longo prazo, reduzindo custos de transação (Hayton et al., 2008) e falhas de agência (Akerlof, 1976).

Questões de pesquisa para o Fundo:

1. Este sistema de fundo de co-investimento está atendendo a lacunas específicas no mercado financeiro do Reino Unido?
2. Este sistema está adicionando valor e evitando a duplicação ou exclusão do setor privado (Lerner, 2010, Leleux e Surlemont, 2003)?
3. Que impactos económicos este esquema está a proporcionar nos estágios iniciais? Que evidências existem para apoiar a afirmação de Lerner (2010) de que

o venture capital público pode fazer diferença no crescimento dos negócios e inovação?

4. Quão bem ajustado está o esquema do Fundo face ao prolongamento dos timings para o exit? Existe capacidade para investimento follow on?
5. Este esquema do Fundo possui o tamanho e a escala para causar um impacto e um legado duradouro no mercado *early stage* no Reino Unido?

b) Avaliação disponível

Nas entrevistas realizadas quer aos *BAs* quer aos responsáveis das startups, evidencia-se que este Fundo melhorou a disponibilidade de financiamento, permitindo que as startups financiem-se entre as 500.000 Libras e 2M Libras. Um intervalo onde existia claramente uma lacuna. No entanto, também é perceptível que este mecanismo não está ainda impactando no lado da oferta, seja em termos de estimular a formação de novos grupos de *BAs* ou de melhorar a formação entre os *BAs* menos experientes. Alguns aspetos do funcionamento do processo de investimento atraíram críticas de *BAs* e empreendedores que precisam ser abordados. No entanto, há evidências suficientes de impacto positivo para justificar a expansão do esquema.

Tabela 8 – Indicadores do ACF – Angel Co Fund (2011-2013)

Nº Empresas participadas	39
Total de rondas de investimento	48
Total investido pelo ACF	13,76M £
Total investimento	53,37M £
Investimento médio do ACF por empresa	352.000 £
% média de participação do ACF por empresa	9,30%
Investimento médio por empresa	1,43M £
Nº Co-Investidores (business angels)	33
Nº sindicatos business angels envolvidos	24
Saídas (exits)	1
Write offs	3

FONTE: British Business Bank, Dezembro 2013. ACF (Angel Co-Investment Fund)

3. Proposta de avaliação para fundos de co-investimento com *BAs*

Tendo por base o benchmark anteriormente descrito e o conhecimento sobre os fundos de co-investimento com *BAs* lançados em Portugal, propõe-se neste capítulo alguns tópicos que poderão servir de base a uma avaliação profunda deste mecanismo de apoio ao mercado do *early stage* em Portugal, em que o nosso país foi um dos pioneiros.

Com o primeiro fundo (Linha de Financiamento a *BAs*) lançado oficialmente em 2009 (primeiras operações a concretizarem-se em 2011), encontramos-nos a cerca de 2 anos do término da sua vida útil, altura em que já existirão dados concretos e finais para uma avaliação rigorosa donde se consigam retirar conclusões importantes e que sirvam de base ao “desenho” de futuras linhas que venham a ser lançadas neste âmbito.

Neste sentido, refira-se que este primeiro fundo envolveu 19.275.896 Euros de financiamento público (através do FINOVA), 46 entidades veículo foram apoiadas, num total de investimento que atingiu os 29.841.401 Euros em 131 *PMEs*¹⁷.

Já a segunda linha lançada em 2014 e intitulada “Linha de Financiamento a Operações Desenvolvidas por *BAs*” teve um apoio público (igualmente através do FINOVA) de 10 milhões de Euros, envolveu 18 entidades veículo, num montante total de investimento de 15.758.724 Euros em 45 *PMEs*.¹⁸

Ao contrário do que foi feito noutros países estas duas linhas de apoio não tiveram subjacente, e tal como defende Lerner (Lerner et al. 2005), objetivos prévios quantificáveis, sendo que, e tal como vem descrito nos respetivos Avisos de Abertura, o que se pretendia com este fundos, era encorajar e mobilizar uma comunidade de *Business Angels* a investir nas fases *seed capital*, devendo esta constituir-se como uma experiência piloto, pelo que, a avaliação a efetuar nunca poderá ser comparada a objetivos quantificáveis previamente definidos.

Assim sendo, deixo de seguida os parâmetros que proponho para uma futura avaliação, e que deverão ser abordados a 4 níveis:

¹⁷ Dados *PME Investimentos*

<http://www.pofc.qren.pt/Areas-do-Compete/Financiamento-e-Partilha-de-Risco/IN2BA/Linha-Inicial/Listagem-de-EV/content.aspx>

¹⁸ Dados *PME Investimentos*

1. Análise dos investimentos efetuados
2. Recolha de informações junto dos envolvidos (Entidades Veículo, Empresas apoiadas, Entidade gestora)
3. Impacto Económico
4. Avaliação do “value for the money”

Quanto à **análise dos investimentos efetuados**, a tabela abaixo ilustra as informações que deverão ser recolhidas no sentido de se perceber o que o fundo envolveu e o retorno financeiro que possibilitou, e que serão úteis para comparar o caso português ao de outros países com instrumentos idênticos.

Tabela 9 – Análise dos investimentos efetuados

Total de Financiamento
<i>Financiamento Público</i>
<i>Financiamento Privado</i>
<i>Rácio capital público:capital privado</i>
Nº operações efetuadas
<i>Investimento inicial</i>
<i>Follow on</i>
Nº empresas apoiadas
Média de participação por empresa
Nº Entidades Veículo envolvidas
Nº Business Angels envolvidos
Financiamento médio por entidade veículo
Financiamento médio por operação
Financiamento médio por empresa
Financiamento por setor de atividade
Nº Exits
<i>Recompra pelos promotores</i>
<i>Recompra pelos BAs</i>
<i>Investidores institucionais</i>
<i>Trade sale</i>
<i>Outra</i>
Nº Write offs
Taxa Interna de Rentabilidade da carteira (Retorno)

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à **recolha de informações junto das entidades envolvidas**, apresenta-se de seguida um guião que poderá ser utilizado na consulta às entidades veículo (investidores) envolvidos.

Tabela 10 – Guião para consulta às entidades veículo

1. Motivações e racional de investimento <i>Porquê terem recorrido ao fundo de co-investimento?</i> <i>Qual a política de investimento da entidade veículo</i> <i>Como conheceram este mecanismo de apoio?</i>
2. Impacto da existência do fundo de co-investimento na decisão de financiamento
3. Expectativas de retorno
4. Envolvimento na gestão da participada
5. Estrutura e características da entidade veículo <i>Nº pessoas envolvidas</i> <i>Nº investidores envolvidos</i> <i>Tempo afeto à entidade veículo</i> <i>Enquanto BAs já tinham experiência prévia de investimentos ?</i> <i>Perfil dos BAs envolvidos</i>
6. Relacionamento com a entidade gestora
7. O positivo e o negativo <i>Quais os 3 aspetos que realça pela positiva</i> <i>Quais os 3 aspetos que realça pela negativa</i>
8. Sugestões de melhoria

Fonte: *Elaboração própria*

Na tabela 11, evidencia-se um guião que poderá ser utilizado na **consulta às empresas financiadas**

Tabela 11 – Guião para consulta às empresas financiadas

1. Como é que tiveram conhecimento do fundo de co-investimento?
2. Para que serviu o capital investido? <i>Prova de conceito</i> <i>I&D</i> <i>Melhoria do produto</i> <i>Comercialização</i> <i>Internacionalização</i>
3. Analisaram ou escolheram outras fontes de financiamento antes desta? <i>Fundos comunitários</i> <i>Banca tradicional</i> <i>Crowdfunding</i>
4. Em que estágio estava a empresa quando recebeu o financiamento?
5. Razões que levaram a empresa a optar por estes investidores? <i>Foi a única oferta recebida?</i> <i>Relacionamento com os BAs</i> <i>Melhor oferta recebida?</i>
6. Quais tinham sido as consequências para o negócio se não tivesse existido fundo de co-investimento?
7. Qual foi o desempenho do negócio comparativamente ao que foi inicialmente previsto?
8. Qual a importância do fundo de co-investimento vs outros apoios recebidos?
9. Quais os aspetos que mais realça na relação com os parceiros investidores ? <i>Os 3 melhores</i> <i>Os 3 piores</i>
10. Qual o round de financiamento em que entrou o fundo de co-investimento?
11. O apoio dos investidores foi somente monetário, ou também a outros níveis? Quais?
12. Qual o relacionamento com a entidade gestora do fundo?
13. Qual a avaliação que fazem do processo de investimento, desde o 1º contrato até ao recebimento dos fundos
14. Quais os principais concorrentes e quais as dinâmicas do mercado alvo (para perceber eventual "deslocação")
15. Sugestões de melhoria

Fonte: *Elaboração própria*

Em termos de **feedback à entidade gestora do fundo**, a abordagem deverá ser realizada no sentido de se fazer a “avaliação da implementação” por um lado (tal como definida no Anexo 4), e por outro tentar obter respostas para estas duas questões:

- Quais as mudanças que poderão ser feitas na conceção de novos fundos que melhorem a sua eficácia?
- Que dados concretos existem, para avaliar em que medida este fundo de co-investimento disseminou as melhores práticas para incentivar e melhorar o investimento por via dos *BAs* em Portugal?

Relativamente ao **impacto económico**, trata-se de avaliar o fundo nas vertentes da Adicionalidade; Deslocação; VAB gerado; Emprego criado; Impacto na exportação; Impacto no mercado de equity.

Quanto à Adicionalidade, esta deriva da pergunta a efetuar aos empreendedores das empresas apoiadas “como teria corrido o negócio se não tivesse existido fundo de co-investimento”.

A Deslocação, vai no sentido de se perceber se o apoio a estas empresas provocou ou não quebra no volume de negócios de outras empresas em Portugal, daí ser importante perceber o volume de negócios que este apoio gerou nas participadas por mercado geográfico por um lado, e por outro, perceber os principais concorrentes destas empresas, bem como, a dinâmica destes mercados, já que se os mercados onde foram realizados os investimentos apresentarem fortes crescimentos não existe aqui qualquer efeito de “deslocação”.

Por fim, os dados recolhidos e a avaliação terão também de visar o “value for the money”, ou seja:

- Foi este fundo de encontro à estratégia económica do país, ao aumento da produtividade, do crescimento económico, a na mitigação das lacunas de financiamento das empresas?
- Qual o grau de procura que este fundo de co-investimento teve por parte dos potenciais investidores?
- Quais as componentes de custo envolvidas na gestão deste mecanismo?
- O fundo está a operar com gestores ativos e envolvidos no processo de investimento, acompanhamento e saída?
- O fundo está a cumprir as suas metas e objetivos?

- Qual foi o impacto deste fundo no total de investimentos nas empresas (efeito alavanca)
- Qual a TIR registada pelo fundo nos 10 anos de existência?

Será assim, com base em todos estes dados recolhidos, que se poderão retirar algumas conclusões sobre a avaliação destes fundos de co-investimento com BAs lançados em Portugal. Uma avaliação que, como já se percebeu pelas questões a formular, vai além do aspeto económico e financeiro, e traz para a abordagem aspetos ligados aos impactos no setor, à adicionalidade, à deslocação, ao suprir da falha de mercado, e ao retirarmos conclusões e que podem ser úteis para futuras iniciativas a este nível.

4. Conclusão

4.1. Conclusão

Com o presente trabalho, foi assim possível responder às questões inicialmente colocadas:

- “Porquê é que o Estado intervém no *early stage*?”
- “Que fundos de co-investimento com BAs existem?”
- “Como se avalia este tipo de fundos?”

Em suma, e já muitos foram os autores que o abordaram, os Estados têm investido no *early stage* e neste mercado de capital de risco informal, porque há uma lacuna de financiamento nesta fase, e porque tem existido um impacto positivo na economia destes investimentos efetuados por BAs. Outra razão potencial para apoiar o investimento efetuado por BAs é o fato de que estes investidores possuem estruturas de custos muito mais baixas do que os fundos de capital de risco (VCs), são capazes de fazer investimentos menores e estão mais espalhados geograficamente, ou seja, são capazes de investir em áreas nas quais os VCs não investem.

Por forma a responder a esta lacuna, o setor público lançou fundos de co-investimento que têm sido a par dos benefícios fiscais, um incentivo ao investimento por parte dos BAs. Assim, e em 2016 eram identificados pela EBAN na Europa 86 fundos de co-investimento, dos quais 67 resultavam de parcerias publico-privadas. Efetivamente, nestes últimos anos os fundos de co-investimento têm tido um desenvolvimento bastante significativo, em parte devido ao sucesso percebido do caso Escocês criado em

2003 como resposta à contração do setor de capital de risco após o crash tecnológico de 2000. Desde então, tem sido replicado nos mais variados países inclusive em Portugal que foi um dos pioneiros.

Sendo uma iniciativa recente, ainda não existem conclusões concretas sobre a avaliação da grande maioria dos fundos em atividade, até porque este tipo de investimentos tem um horizonte temporal nos 10 anos, pelo que só agora é que alguns deles estão a terminar a sua vida útil. Até ao momento, e segundo o relatório da OCDE de 2016 (Financing SMEs and Entrepreneurs 2016 – an OECD scoreboard), as evidências mostram resultados pouco uniformes nos fundos de co-investimento existentes.

Contudo, e foi essa a preocupação fundamental deste trabalho, existem já algumas práticas de avaliação efetuadas por vários países, que poderão ser transpostas para a realidade portuguesa, e assim, possibilitar em devido tempo uma análise rigorosa aos resultados alcançados.

4.2. Limitações e Desenvolvimentos Futuros

A principal limitação deste trabalho assenta claramente no facto dos Fundos de Co-Investimento com BAs, como instrumentos de uma política pública de apoio ao investimento em capital de risco *early stage* ser bastante recente e, portanto, existirem ainda poucos estudos académicos sobre o assunto.

Mesmo em termos dos vários exemplos internacionais já existentes, e que ficaram demonstrados neste trabalho, verificou-se que muito poucos criaram metodologias próprias de avaliação, e estão a monitorizar os investimentos realizados.

Assim, e baseando-nos no benchmark internacional que foi efetuado, é de crer que a metodologia ora proposta poderá ser uma base de partida para uma futura avaliação deste mecanismo criado pela primeira vez em Portugal em 2009¹⁹ (operacionalizado em 2011 e término em 2020), permitindo retirar conclusões que poderão ser úteis aos decisores políticos e à comunidade em geral, no sentido de se perceber o verdadeiro impacto que estes fundos atribuídos tiveram nas empresas apoiadas, nos investidores, na evolução do mercado *early stage* em Portugal, e no combate à falha de mercado.

¹⁹ Aviso de Abertura de Concurso nº5/SAFPRI/2009

BIBLIOGRAFIA

- Aernoudt, R. (2005). *Executive forum: Seven ways to stimulate BAs' investments*. *Venture Capital*, 7:4, 359-371.
- Aernoudt, R. and San José, A. and Roure, J. (2007). *Executive forum: Public support for the BA market in Europe – a critical review*. *Venture Capital*, Vol 9, nº1, 71-84.
- Baldock, R. and Mason, C. (2015). *Establishing a new UK finance escalator for innovative SMEs: the role of the enterprise capital funds and angel co-investment fund*. *Venture Capital* 2015, Vol 17, Nos. 1-2, 59-86
- Baldock, R. (2016). *An assessment of the business impacts of the UK's Enterprise Capital Funds*. *Environment and Planning C: Government and policy* 2016, Vol 34(8) 1556-1581
- Baldock, R. and Mason, C. (2017). *The role of government co-investment funds in the supply of entrepreneurial finance: An assesment of the early operation of the UK Angel Co-Investment Fund*. *Environment and Planning C: Politics and Space* 2017, Vol (35)3 434-456
- Bilau, J. and Sarkar, S. (2015). *Financing innovative start-ups in Portugal context: what is the role of BAs networks?* *J Knowl Econ* (2016) 7:920-934
- Centre for Strategy & Evaluation Services (2012). *Evaluation of EU Member States' BA Markets and Policies – Final Report*
- Christofidis, C. and Debande, O. (2001). *Financing innovative firms through venture capital*. *European Investment Bank Papers*
- Dibrova, A. (2015). *BA investments: risks and opportunities*. *Procedia – Social and Behavioral Sciences* 207, 280-289
- EBAN (2012). *Compendium of Co-Investments Funds with BAs 2012*
- EBAN (2015). *EBAN Statistics Compendium – European Early Stage Market Statistics 2014*
- EBAN (2017). *Compendium of Co-Investments Funds with BAs 2016*
- EBAN (2017). *EBAN Statistics Compendium – European Early Stage Market Statistics 2016*
- EBAN (2018). *EBAN Statistics Compendium – European Early Stage Market Statistics 2017*
- Edelman, L. and Manolova, T. and Brush, C. (2017). *Angel investing: A literature review*. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*: Vol 13, nº4-5, pp 265-439
- European Commission (2002). *Benchmarking BAs – Final Report*

Harrison, R. and Mason, C. (2010). *Editorial: the role of the public sector in the development of a regional venture capital industry*. *Venture Capital* 2000, Vol 2, nº4, 243-253

Harrison, R. (2018). *Crossing the chasm: the role of co-investment funds in strengthening the regional BA ecosystem*.

Invest Northern Ireland (2016). *Co-Investment Fund Interim Evaluation – Final Report*

Landstrom, H. and Mason, C. (2016). *Handbook of Research on BAs*. Edward Elgar Publishing

Lerner, J. and Moore, D. and Shepherd, S. (2005). *A study of New Zealand's venture capital market and implications for public policy*

Lerner, J. (2002). *When bureaucrats meet entrepreneurs: The design of effective "public venture capital" programmes*. *The economic journal*, 112 F73-F84

Malcom Watson Consulting (2017). *Evaluation of the Scottish Co-Investment Fund (April 2009-December 2013)*

Mason, C. and Botelho, T. (2014). *The 2014 survey of BA investing in the UK: A changing market place*. University of Glasgow – Adam Smith Business School

Mason, C. and Harrison, R. (2002). *Barriers to investment in the informal venture capital sector*. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14, 271-287.

Mason, C. (2005). *Informal sources of venture finance* (to be included in Simon Parker (ed) *The Life Cycle of Entrepreneurial Ventures: Volume 2*. *International Handbook on Entrepreneurship*, Kluwer, 2006)

Ministry of Economic Development (2007). *Baseline Review of Angel Investment in New Zealand (Undertaken as Part of the Formation of the Seed CoInvestment Fund)*

Murray, G. and Cowling, M. et al (2012). *Government co-financed 'Hybrid' Venture Capital programmes: generalizing developed economy experience and its relevance to emerging nations*. Kauffman International Research and Policy Roundtable

New Zealand Venture Investment Fund (2016). *Investment Report January 2016*

New Zealand Venture Investment Fund (2017). *Investment Report January 2017*

New Zealand Venture Investment Fund Limited (2013). *Statement of Intent 2013-2018*

New Zealand Venture Investment Fund Limited (2017). *Annual Report 2017*

OCDE (2011). *Financing High Growth Firms: The role of angel investors*

OCDE (2013). *Policies for seed and early stage finance: findings from the 2012*

OCDE (2016). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD scoreboard*

Scottish Government Social Research (2008). *Evaluation of ERDF supported venture capital and loan funds*. Centre for Strategy & Evaluation Services

Sudek, R. (2006). *Angel Investment Criteria*. Journal of Small Business Strategy Vol 17, nº2 Fall/Winter 2006/2007, 89-103

Wiltbank, R. and Boeker, W. (2007). *Returns to Angel Investors in Groups*

World Bank (2014). *Scottish co-investment fund: Partnerships for SME Financing*

Anexo 1 – Principais características dos Fundos de Co-Investimento

Rácio Público/Privado: o mais comum é a repartição 50/50. Contudo no caso português é por exemplo de 65% Público, 35% Privado;

1. Em alguns casos o dinheiro público é investido diretamente nas startups, enquanto noutros é investido em sociedades-veículo, que posteriormente investem nas startups;
2. A participação pública pode estar sempre disponível para co-investimento ou estar sujeita a calls para candidaturas;
3. Capital Próprio vs Empréstimos: dois tipos diferentes de intervenção. O fundo escocês por exemplo, investe diretamente no capital das startups. Já, o Technopartner da Holanda ou os fundos do Compete em Portugal investem numa base de empréstimo, mas sem risco para os BAs (espírito de capital);
4. As decisões de investimento podem ser da exclusiva responsabilidade dos BAs, ou existir a necessidade de um acordo com o Fundo;
5. Relativamente às condições dos investidores, existem fundos de co-investimento exclusivamente para BAs (Compete e Technopartner) e outros que incluem também por exemplo fundos de venture capital (caso escocês);
6. Numero mínimo de BAs envolvidos. Há casos como o holandês e o português em que é requerido um nº mínimo de BAs para fazer parte do fundo de co-investimento.

Anexo 2 – Definições subjacentes ao Scottish Co-Investment Fund

Adicionalidade vs Substituição do Investimento

O efeito crowding-out neste tipo de políticas pode acontecer de facto numa fase inicial, pois para o mesmo nº de propostas de investimento, mais dinheiro público reduz as oportunidades disponíveis para investidores privados.

No entanto, o efeito de crowding-out de um fundo de co-investimento é geralmente menor do que o de um fundo público autónomo, uma vez que envolve menos dinheiro público e está condicionado à participação privada. Como os parceiros do SCF do setor privado decidem se envolvem ou não o SCF, isso supostamente só é levado a um acordo quando necessário (por exemplo, para que os parceiros possam fazer negócios maiores ou mais arriscados do que teriam feito de outra forma). A essência do modelo de co-investimento é promover a adicionalidade, o oposto de expulsão.

O SCF parece ter aumentado a capacidade do mercado de risco de capital próprio, tanto permitindo que os parceiros aumentem a capacidade de investimento quanto atraindo novos investidores para ele (mais na comunidade de business angels do que no mercado de capital de risco).

Deslocamento

O SCF pode potencialmente distorcer o acesso ao financiamento em estágios específicos ao longo das várias etapas de desenvolvimento do negócio. Isso é chamado de deslocamento. Tentar atender a procura em determinados estágios pode deslocar a oferta de outros estágios. Os investidores têm um incentivo para acompanhar os investimentos iniciais em vez de investir em novos empreendimentos.

Taxas de Retorno

As taxas de retorno são importantes para a viabilidade a longo prazo do SCF, um dos objetivos é tornar-se auto-sustentado.

Além de sua essencialidade para alcançar a auto-sustentabilidade, as taxas de retorno e dissolução são indicadores da solidez dos investimentos adicionais induzidos pelo SCF. A premissa é que a adicionalidade é uma correção de uma falha de mercado.

Retornos pobres, se confirmados, podem sugerir que a oferta de proposições investíveis não era tão grande quanto poderia ter sido reivindicada. O aumento do capital de risco para as PME's poderia, então, não aumentar o bem-estar social, caso em que o dinheiro teria sido melhor investido num outro setor (como no imobiliário).

Para determinar se é esse o caso ou não, podemos comparar as taxas de retorno de investimentos que de outra forma não teriam sido feitos com aqueles de investimentos que seriam feitos de qualquer maneira (os investimentos de inércia). A adicionalidade é, sem dúvida, um aumento do bem-estar se um investimento que de outra forma não teria sido feito produz retornos iguais ou superiores aos investimentos de porte bruto. Isso confirmaria a ideia inicial de que existia uma falha de mercado. A conclusão convergente não poderia ser obtida se, no entanto, os investimentos que de outra forma não teriam sido feitos sistematicamente gerassem retornos mais baixos. Por um lado, as taxas de retorno privadas, ao contrário dos retornos sociais, não conseguem captar externalidades positivas que possam fazer com que os investimentos valham a pena. Por outro lado, as taxas de retorno precisariam ser comparadas com o custo de oportunidade do capital. Essa análise poderia ser feita como uma verificação de robustez à solidez da intervenção do setor público do SCF, o que ainda precisa ser feito.

Anexo 3 - Principais conclusões da Avaliação do Scottish Co-Investment Fund

Objetivo 1: Avaliar até que ponto o racional original para o SCF ainda é válido e, se este não for mais o caso, explicar por que é que esse racional mudou.

- O racional original do SCF baseou-se na aversão ao risco, nos custos de transação, e na falta de capacidade do investidor no setor de capital de risco escocês. No geral concluiu-se que a intervenção do SCF permanece válida.
- Todos os investidores entrevistados foram da opinião de que o SCF está a lidar com uma falha de mercado válida e estrutural no setor de capital de risco para empresas em estágio inicial. Na ausência do SCF na Escócia, haveria um déficit significativo na oferta nesse nível.
- Evidências, mostram que os Angel Syndicates e o SCF correspondente representam uma proporção significativa (35%) do investimento total de capital de risco em pequenas empresas na Escócia. Os business angels fornecem a maior parte do investimento (87% em valor em 2014) no espaço de oferta de £ 100k a £ 2M, o que sugere que qualquer acabar com este mecanismo ou diminuir a capacidade do mesmo pode ter consequências significativas e prejudiciais sobre a disponibilidade de financiamento de capital às empresas em início de vida.

Objetivo 2: Avaliar o desempenho comercial do SCF com base no número de investimentos até o momento, seu valor, perdas e saídas (exits)

- Tendo em consideração este período de avaliação (2009-2013), e que os negócios têm a sua saída (exit) em média 7 anos após o investimento (2016-2020), é muito cedo para retirar conclusões substantivas sobre o desempenho do Fundo. Isto é agravado pela evidência de que, nas consultas aos investidores, estes indicaram que as saídas estão demorando mais para serem alcançadas do que o esperado, com expectativas de que isso possa levar mais de 10 anos.
- Durante o período de avaliação, o SCF investiu num total de 139 empresas. O investimento do SCF nestes negócios totalizou £ 45,5 milhões e alavancou o investimento do setor privado em £ 74,6 milhões. Esses números traduzem-se num índice de alavancagem de setor privado para público de 1,64:1.
- As expectativas dos parceiros sobre as saídas prováveis do seu investimento sugerem que, tipicamente, em dez investimentos: 1 será vendido com um múltiplo

alto; 3-4 recuperará o investimento; e 4-5 falhará.

- Segundo os dados disponíveis, a proporção de *write-offs* relativamente ao total do investimento efetuado é de 4,2% até ao momento da avaliação.

Objetivo 3: Avaliar o impacto do SCF no mercado de capitais na Escócia, incluindo o impacto sobre as co-investidas

- No geral, concluiu-se que, durante o período de avaliação, o SCF representou uma proporção significativa do mercado de capital de risco na Escócia no espaço de financiamento até £ 2 milhões;
- O investimento no espaço do acordo SCF (£ 100k a £ 2m) na Escócia em 2012 e 2013 é estimado em £ 82,5 milhões. O valor total dos investimentos financiados pelo SCF neste mesmo período foi de £39,5 milhões, ou seja, 48% do valor total estimado. Deste investimento, o efetuado através do SCF foi de £ 14,2 milhões, ou seja, 17% do total.
- Parceiros relatam que o SCF aumentou o número de operações realizadas, e que o mesmo permitiu que alguns acordos fossem realizados, caso contrário não haveria interesse suficiente de seus membros.
- O SCF possibilitou operações maiores do que seria normal e previsto, fornecendo recursos para estender o período até à próxima ronda de financiamento.

Objetivo 4: Avaliar a eficácia do SCF, nomeadamente ao nível do papel dos parceiros e evidências do seu valor acrescentado, gestão do pós-investimento e áreas de melhoria

Na consulta a 49 negócios apoiados, e 13 parceiros envolvidos, concluiu-se que estes aspetos foram satisfatórios com alguns casos de exceção perfeitamente identificados e individualizados.

- Quase três quartos dos negócios consultados não tiveram problemas, ou apenas problemas que teriam antecipado de qualquer outro investidor, no curso de seu relacionamento com seu parceiro SCF. Considera-se que o processo de inscrição, negociação e conclusão do SCF tem um desempenho semelhante ao de outras fontes de financiamento;

- Mais de 90% das empresas receberam apoio do parceiro para além do capital investido. O que inclui a colocação de diretores, e recomendações específicas ao nível da estratégia, mercados e opções futuras de financiamento. Ficou claro que o valor acrescentado deste apoio não financeiro foi maior quando as competências e a experiência do parceiro investidores estavam estreitamente alinhados com o produto ou serviço das empresas, mercados e tecnologias.

Objetivo 5: Avaliar o impacto que o apoio através da SCF teve sobre o crescimento das empresas investidas

Na consulta a 49 negócios apoiados, e 13 parceiros envolvidos, concluiu-se que estes aspetos foram satisfatórios com alguns casos de exceção perfeitamente identificados e individualizados.

- No geral, concluiu-se que o investimento do SCF recebido pelas empresas tem sido fundamental para sustentar e progredir o seu crescimento. Isso foi feito principalmente fornecendo financiamento de capital próprio para essas empresas em estágios onde não assegurariam dívida ou financiamento de capital de risco devido ao seu perfil de risco, tempo para geração de receita e escala de financiamento necessária.
- 87% das empresas consultadas relataram que o seu investimento no SCF teve um efeito positivo nos seus negócios - garantindo a sobrevivência, prevenindo a contração ou a estagnação ou permitindo que cresçam mais rapidamente.
- Usando os dados sobre a adicionalidade líquida das consultas, foi avaliado o volume de negócios real e projetado dos negócios da amostra durante o período de avaliação. Isto demonstra o volume de negócios agregado com o SCF de £ 2.130Mn e sem SCF de £ 288Mn - indicando que as empresas na nossa amostra estão a associar o volume de negócios real e projetado de £ 1.840Mn com o seu investimento SCF. No entanto, é preciso ter em consideração que apenas uma parte deste volume de negócios foi atingido até à data.
- Parceiros vêem o investimento feito em empresas com suporte SCF como tendo permitido que eles desenvolvessem tecnologia e produtos, para testar a reação do mercado e, quando ganhassem força, avançar para o próximo estágio de desenvolvimento.

Objetivo 6: Avaliar o impacto económico do SCF

No geral, concluímos que o SCF tem o potencial de gerar impacto económico significativo. Isto foi baseado na identificação, entre a amostra de:

- Altos níveis de adicionalidade com base nas consequências para os negócios de não receber investimento SCF no momento em que o fizeram.
- Deslocamento mínimo devido aos baixos níveis de competição doméstica e forte crescimento nos mercados-alvo.
- Forte desempenho de exportação real e projetado.
- 87% dos consultados das empresas relataram que seu investimento no SCF teve um efeito positivo nos seus negócios - garantindo a sobrevivência, evitando a contração ou a estagnação ou permitindo que crescessem mais rapidamente.
- O deslocamento (a 6%) é avaliado como sendo baixo para a amostra de negócios investidos, refletindo as grandes proporções de negócios sem concorrentes escoceses e o grau em que os mercados para os produtos e negócios investidos os serviços são relatados para estar crescendo;
- Mais de 90% dos negócios investidos em SCF estão a operar em mercados que eles avaliam como crescendo ou crescendo rapidamente. Em toda a amostra, as empresas que atualmente geram um volume de negócios através das vendas identificaram 83% do volume de negócios real ou previsto como sendo provenientes de fora da Escócia e do Reino Unido. Isso sugere que essas empresas estão contribuindo positivamente para a conta corrente do Reino Unido e aumentando os níveis de demanda agregada nas economias escocesa e britânica.
- Até à data (2015), os negócios investidos pelo SCF na amostra são estimados como tendo gerado £ 31,4Mn do VAB Líquido Adicional (NAGVA). O NAGVA projetado para 2025 é estimado nesta mesma base em £ 290Mn. Os rácios Value for Money para o valor de investimento de amostra de £ 21.3m (SIB incluindo apenas custos de pessoal) são: 1.5: 1 em 2015 aumentando potencialmente para 14: 1 em 2025. Estes rácios utilizam o NAGVA avaliado do investimento combinado Fundo & Parceiro. O emprego adicional nos negócios da amostra é estimado em 240 FTEs (*full time employees*) em 2015, subindo para um pico projetado de 660 FTEs até 2025.

Anexo 4 - Indicadores de avaliação de Implementação e de Impacto do New Zealand Investment Fund

Avaliação de Implementação:

- Foi o fundo implementado como planeado?
- Quais foram os custos operacionais de implementação do programa?
- Que resultados (em quantidade e qualidade) o Fundo alcançou e que padrões de desempenho acordados foram cumpridos?
- Podemos comparar o custo deste programa com programas semelhantes noutros lugares?

Avaliação de Impacto:

- Quais os principais impactos registados pelo programa?
- Estão esses impactos em linha com os previstos aquando da implementação do programa?
- Teriam estes impactos existido caso o programa não tivesse sido implementado? (nível de adicionalidade associado ao programa)
- Quais os impactos (positivos e negativos) não intencionais registados pelo programa?

Questões políticas mais amplas:

- Existem mudanças que poderiam ser feitas na conceção do Fundo que melhorariam sua eficácia?
- Existem outras mudanças políticas que poderiam ser feitas para melhorar a eficácia geral do Programa e o ambiente de investimento mais amplo?
- Com que eficácia o Programa funciona com outros programas relacionados?
- O problema da política pública ainda existe (ou seja, ainda existe um papel para o governo? Esse papel é igual ou diferente de quando o programa foi estabelecido?)

Indicadores:

- Nº empresas investidas
- Volume de negócios das empresas investidas
- Nº empresas listadas em bolsa
- Nº empresas adquiridas por empresas listadas
- Valor das empresas investidas
- Peso do investimento Venture Capital no total do PIB
- Montante investido por VC e Business Angels em empresas de elevado potencial de crescimento
- Rácio: Capital privado investido vs Capital público
- Nº Business Angels envolvidos e ativos
- Impacto das empresas investidas na exportação do país
- Aumento do emprego de pessoal qualificado

Anexo 5 - Medidas de Performance do New Zealand Investment Fund

Resultado (nível Intermediário)	Indicadores de Performance	Target	Definição do Indicador	Fonte
Aumento da competência dos Business Angels na ligação com as empresas	<i>O desenvolvimento da capacidade de mentoring que aproximará as expectativas dos Business Angels às necessidades das empresas que pretendem atrair estes investidores</i>	A competência dos Business Angels aumenta	Evidência da competência	- Inquéritos aos Business Angels
	- Procurar uma lista de capacidades por parte dos BAs que potenciem o investimento nas empresas			
	- Contactos no mercado e em redes			- Inquéritos às empresas alvo de investimento
	- Experiência dos Business Angels (operacional, técnica e de investimento)			
Aumento da competência dos Business Angels na disponibilização de competências às empresas	<i>A experiência do Seed Co-Investment Fund possibilita o desenvolvimento de melhores práticas entre os Business Angels</i>	A competência dos Business Angels aumenta	Evidência da competência	Inquéritos aos Business Angels
	- Documentação e term sheets comuns			
	- Metodologias de avaliação			
	<i>Aumento das competências operacionais (como um indicador do desenvolvimento do profissionalismo):</i> - O processo de "acordo" - Os métodos de investimento			
	<i>Aumento das competências de investimento:</i> - A natureza do portefólio de cada Fundo - Operações bem sucedidas - Competências relevantes ao investimento			
Aumento do factor escala no mercado dos Business Angels	<i>Aumentar a capacidade operacional dos BAs</i>	A definir	Aumento da escala = crescimento em termos de nº operações efetuadas e nº investidores no mercado	Reporting regular
	- Nº business angels no mercado			
	- Fundos disponíveis para investir			
	- Nº dossiers recebidos			
	- Nº operações analisadas			
	- Nº operações realizadas			
	- Nº "exits"			
	- Custo médio por operação			
	- Montantes investidos			
	- Montantes investidos por operação			
	- Informação adicional e qualitativa (setores investidos, perfil das empresas,...)			
Aumento do nº fundos (networks)	Indicadores devem incluir:	A definir	Aumento do âmbito e da qualidade (o objetivo é distribuir o conhecimento do mercado, pelos seus participantes e a sua prática)	Reporting regular
	<i>Informação agregada por Fundo/Network</i>			
	- Nº fundos / Networks			
	- Distribuição regional			
	- Nº BAs por fundo/network			
	- Investimento médio por setor			
	- Investimento médio por fundo/network			
	- Montantes investidos por fundo/network			
	- Origem dos investimentos (ex: incubadoras, intermediários, universidades, ...)			
	- Investimento follow on			
	- Investimentos em sindicato			
	<i>Informação contextual</i>			
	- BAs criando novos fundos/networks			
	- Relacionamento entre fundos /networks			
	- Barreiras observadas			
	- Estrutura dos Fundos / Networks			

Resultado (Nível superior)	Indicadores de Performance	Target	Definição do Indicador	Fonte
Minimizar o risco fiscal e os custos do Programa	- Aderência à legislação vigente			Registos do NZVIF
	- Mitigação do risco reputacional			
	- Orçamento para o Programa			
Outputs	Indicadores de Performance	Target	Definição do Indicador	Fonte
	Governance e Administração			Registos do NZVIF
	- Aderência ao mandato de investimento			
	- Reports de Atividade			
	- Bom governo			
	Seleção e Due Diligence			
	- Transparência no processo de análise propostas			
	- Qualidade das due diligences			
	Negociação dos contratos			
	- Contratos firmados com Fundos/Networks (parceiros co-investimento)			
	Atividades de Investimento			
	- Term Sheets e Parasociais standartizados e consistentes com as melhores práticas			
	- Documentação do processo de investimento standartizada			

FONTE: Baseline Review of Angel Investment in New Zealand – November 2007

Anexo 6 - Metas / Indicadores Chave de Desempenho (KPIs) Co-Fund Northern Ireland

- Completar 14 investimentos por ano;
- Investimentos no intervalo de £ 150k - £ 1m, com um investimento médio de £ 170k;
- Investimentos substancialmente nos mesmos termos que os investidores pré-qualificados e contribuir com não mais do que 50% do financiamento em qualquer round e alcançar uma proporção de 55:45 de financiamento privado para financiamento público sobre a carteira;
- Investir 12,5 milhões de libras ao longo do período e não menos que 2 milhões de libras por ano nos anos 4-6;
- Pré-qualificar não menos que 12 investidores privados;
- Criar entre 233 e 427 empregos;
- Contribuir para um aumento do volume de negócio (entre 28m e 82m Libras)
- Contribuir para um aumento do Valor Acrescentado Bruto (entre 16,4m libras e 35,33m)

Anexo 7 – Vertentes de avaliação da performance e impacto do Co-Fund Northern

Ireland

1. Performance Económica das empresas investidas (volume de negócios; EBITDA, Nº Empregados; Custos c/ Pessoal; Valor Acrescentado Bruto; Volume de Exportações)
2. Performance Financeira do Fundo (TIR – Taxa Interna de Rentabilidade; Valorização da Carteira)
3. Performance Operacional (nº empresas apoiadas; total de financiamento obtido; total capital privado envolvido; nº rounds de financiamento; nº exits; valorização das empresas em carteira)
4. Impactos gerais (impacto no desenvolvimento de skills nos investidores; impacto na mitigação do equity gap; impacto nas competências e no efeito “network” das participadas; know how que os investidores privados trouxeram às participadas; desenvolvimento no mercado de *BAs*)
5. Comparação com o previamente definido para o Fundo (Missão e Objetivos)
 - Monitorizar os dados do Fundo e compará-los com os Key Performance Indicators criados de início.
 - Dada a Missão e os Objetivos definidos para este fundo, é também importante perceber o impacto que o mesmo trouxe em termos de sectores de atividade, mercado de exportações e investimentos em I&D pelas empresas.
6. Impacto no mercado equity
7. Avaliação do “value for the Money”

É levado em consideração até que ponto o Fundo de Co-Investimento representa uma boa relação custo-benefício (VFM) considerada em relação aos indicadores relevantes:

- **Foco Estratégico** – que vá de encontro à estratégia económica do país, ao aumento da produtividade, do crescimento económico, a na mitigação das lacunas de financiamento das empresas;
- **Necessidade e Falha de Mercado** - medir o grau de procura que este fundo de co-investimento teve por parte dos potenciais investidores. Quanto à falha de mercado, pois não há evidências de que o setor privado de business

angels ou mesmo os investidores institucionais estejam dispostos a apresentar, na medida do necessário, o preenchimento das lacunas de financiamento das empresas em início de vida. Esta falha de mercado no lado da procura é atribuída a uma série de questões, incluindo a qualidade dos projetos apresentados, tamanho do setor privado e aversão ao risco do setor privado.

- **Adicionalidade** – Medir, através de inquéritos aos investidores e empresas, o que é que este tipo de fundo, traz em termos de financiamento e impactos, por contra-ponto ao facto de ele não existir.
- **Economia, Eficiência e Eficácia** – É dada atenção à economia, eficiência e eficácia com que os fundos públicos foram utilizados no Fundo.

Em termos de Economia - ('fazendo as coisas pelo custo certo'), o Fundo implementou um robusto processo de Avaliação Económica para avaliar, entre outras coisas, a razoabilidade das componentes de custo.

Em termos de Eficiência - ('fazendo as coisas da maneira certa'), o Fundo está operando com gestores ativos e envolvidos no processo de negociação e na fase pós-investimento.

No que diz respeito à eficácia ("fazer as coisas certas"), o Fundo está a cumprir as suas metas e objetivos.

- **Efeito alavanca** – Qual o impacto deste fundo no total de investimento nas empresas
- **Taxa Interna de Rentabilidade**