



# A intervenção do Estado no mercado de *Private Equity* em Portugal

**Joel Graça Alves**

Orientação:

**Setembro, 2012**

Miguel Augusto Gomes Sousa

Dissertação de Mestrado em Finanças

# **A intervenção do Estado no mercado de *Private Equity* em Portugal**

por

Joel Graça Alves

Dissertação de Mestrado em Finanças

Orientada por

Miguel Augusto Gomes Sousa

2012

## **Nota biográfica**

Joel Graça Alves nasceu a 14 de outubro de 1987 em Lausanne, Suíça. Em setembro de 2006 ingressou na Faculdade de Economia do Porto, terminando a Licenciatura em Economia em julho de 2010.

Em setembro de 2010 iniciou o Mestrado em Finanças na Faculdade de Economia do Porto, tendo concluído em julho de 2011 a componente curricular do plano de estudos.

Em abril de 2012 iniciou funções na Caixa Geral de Depósitos, S. A.

## **Agradecimentos**

Ao Professor Miguel Augusto Gomes Sousa pela sua orientação. Sem as suas sugestões, observações e tempo disponibilizado esta dissertação não teria sido possível.

Aos meus pais, Filomena e Ilídio, por todo o apoio, paciência e incentivo.

À Sara.

## Resumo

Esta dissertação analisa os efeitos da intervenção do Estado português na indústria de *private equity*, mais concretamente no segmento de *buyout*. Utilizando uma amostra de 91 transações ocorridas entre 1999 e 2009 envolvendo a aquisição de uma empresa com sede em Portugal por parte de uma entidade detida e/ou controlada diretamente pelo Estado português, apresento evidência sobre a situação das empresas participadas antes e após o *buyout*.

Antes do *buyout*, as empresas participadas apresentam uma fraca capacidade de gerar *cash flows* e uma *performance* operacional inferior à do resto da indústria, o que indicia que o Estado, através da sua atividade no segmento de *buyout*, procura ajudar empresas com dificuldades.

Após o *buyout*, as empresas participadas apresentam um forte crescimento ao nível do ativo total, das vendas, do investimento e do número de empregados. No entanto, a intervenção do Estado não contribui para uma melhoria da *performance* operacional destas empresas após o *buyout*.

## **Abstract**

This dissertation studies the effects of the Portuguese Government intervention in the private equity industry, more exactly in the buyout segment. Using a sample of 91 transactions occurred between 1999 and 2009 involving the acquisition of a Portuguese company by an entity owned and/or controlled directly by the Portuguese Government, I present evidence on the portfolio companies' situation before and after the buyout.

Before the buyout, portfolio companies' ability to generate cash flows is weak and their operating performance is below the industry, which suggests that with its intervention in the buyout segment the Government seeks to help companies in difficulties.

After the buyout, portfolio companies grow significantly in terms of total assets, sales, investment and number of employees. However, Government intervention does not improve portfolio companies' operating performance after the buyout.

# Índice

Nota biográfica.....	i
Agradecimentos .....	ii
Resumo.....	iii
Abstract.....	iv
Índice.....	v
Índice de Tabelas .....	vi
Índice de Figuras.....	vii
1. Introdução .....	1
2. Revisão de Literatura .....	2
2.1. <i>Private Equity</i> : uma visão global .....	2
2.2. <i>Private Equity</i> em Portugal .....	5
2.3. Efeitos dos <i>Buyouts</i> nas empresas participadas.....	14
2.3.1. Efeitos ao nível da atividade das empresas .....	14
2.3.2. Efeitos ao nível do emprego.....	17
3. O impacto nas empresas participadas da intervenção do Estado português no mercado de <i>Buyouts</i> .....	19
3.1. Seleção da amostra.....	19
3.2. Metodologia .....	21
3.3. Caracterização das transações .....	24
3.4. Caracterização das empresas participadas.....	26
3.5. Evolução das empresas participadas após o <i>buyout</i> .....	32
3.5.1. Crescimento pós- <i>buyout</i> .....	32
3.5.2. <i>Performance</i> operacional pós- <i>buyout</i> .....	35
4. Conclusão.....	39
5. Bibliografia .....	41

## Índice de Tabelas

Tabela 1: Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em atividade em 2010 (valores de final de ano).....	7
Tabela 2: Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em atividade entre 2005 e 2010 (valores de final de ano).....	7
Tabela 3: Distribuição do valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas em 2010 (valores de final de ano).....	9
Tabela 4: Distribuição das transações por ano.....	25
Tabela 5: Distribuição das transações por investidor .....	26
Tabela 6: Distribuição das empresas participadas por setor .....	27
Tabela 7: Caracterização das empresas participadas no ano antes do <i>buyout</i> (ano -1) ..	28
Tabela 8: <i>Performance</i> operacional das empresas participadas no ano antes do <i>buyout</i> (ano -1).....	29
Tabela 9: Crescimento das empresas participadas antes do <i>buyout</i> (variação entre -2 e -1).....	30
Tabela 10: Evolução na <i>performance</i> operacional das empresas participadas antes do <i>buyout</i> (variação entre -2 e -1).....	31
Tabela 11: Crescimento das empresas participadas após o <i>buyout</i> (comparação com o ano -1).....	33
Tabela 12: Evolução na <i>performance</i> operacional das empresas participadas após o <i>buyout</i> (comparação com o ano -1).....	37

## **Índice de Figuras**

Figura 1: Evolução dos montantes sob gestão (valores de final de ano) .....	8
Figura 2: Evolução do investimento por fases de entrada do capital de risco nas empresas entre 2007 e 2010.....	10
Figura 3: Setores de atividade das empresas participadas em 2010 (valores de final de ano) .....	11
Figura 4: Evolução dos investimentos por setores de atividade .....	12
Figura 5: Evolução do tipo de estratégias de desinvestimento (peso do número de desinvestimentos).....	13

# 1. Introdução

A indústria de *private equity* constitui uma importante alternativa de financiamento para as empresas. Após um crescimento explosivo verificado na década de 80, só mais recentemente o nível de atividade desta indústria se voltou a aproximar do verificado na primeira vaga. Atualmente, verifica-se que o valor das transações realizadas é bastante superior ao valor das transações ocorridas na primeira vaga, o que veio reforçar a necessidade de melhor compreendermos esta realidade.

Uma das temáticas mais estudadas nesta área das Finanças é a capacidade das sociedades de *private equity* criarem valor nas empresas que adquirem. Estes estudos procuram analisar a evolução das empresas participadas após a transação de modo a compreender se a atuação das sociedades de *private equity* foi efetivamente capaz de aumentar o valor das empresas participadas.

Em Portugal, ao contrário do que é mais comum a nível internacional, o Estado surge como um dos principais intervenientes na indústria de *private equity*. Do meu conhecimento, não existe nenhum estudo que analise a intervenção do Estado ao nível dos *buyouts*, pelo que com esta dissertação procuro contribuir para uma melhor compreensão desta peculiar realidade que se verifica no nosso país. Assim, com esta dissertação procurarei responder à questão: quais os efeitos da intervenção do Estado no mercado de *Private Equity* em Portugal?

Esta dissertação encontra-se estruturada da seguinte forma: no capítulo 2 apresento uma revisão de literatura, onde apresento uma perspetiva global da indústria de *private equity*, faço a descrição desta indústria em Portugal e descrevo os resultados de estudos acerca dos efeitos do *private equity* ao nível da atividade das empresas participadas e ao nível da criação de emprego. No capítulo 3 encontra-se a componente empírica desta dissertação, onde explico o processo de seleção da amostra, a metodologia utilizada e analiso a situação das empresas participadas pré- e pós-*buyout*. No capítulo 4 apresento as conclusões desta dissertação.

## 2. Revisão de Literatura

### 2.1. *Private Equity*: uma visão global

Metrick e Yasuda (2010) consideram que a indústria de *Private Equity* se divide em quatro subclasses principais: *Venture Capital*, *Buyout*, *Mezzanine* e *Distress*, sendo que as duas primeiras constituem as maiores e mais importantes classes. Nesta dissertação considerar-se-á esta definição de *Private Equity*, sendo que este estudo irá incidir sobre o segmento de *Buyout*.

A indústria de *private equity* é uma importante fonte de financiamento para empresas *start-up*, empresas não cotadas de média dimensão, empresas em dificuldades financeiras e empresas cotadas em busca de financiamento através de *buyout* (Fenn *et al.*, 1995), podendo servir de alternativa ao financiamento bancário e ao financiamento através do mercado de capitais (Pereira, 2008). Dada a fase do ciclo de vida em que se encontram, as empresas *start-up* beneficiam deste instrumento na medida em que poderão ter dificuldades de acesso a formas de financiamento mais tradicionais, como por exemplo o financiamento bancário. No caso de empresas estabelecidas, o financiamento por *private equity* serve para diminuir as restrições financeiras das empresas, o que poderá permitir a uma empresa fazer investimentos de expansão, evitar uma situação de potencial falência, promover alterações na estrutura de capital da empresa, *etc.*

A indústria de *private equity* surge após a Segunda Guerra Mundial e começou por desenvolver a sua atividade exclusivamente ao nível do *venture capital* (Fenn *et al.*, 1995). Com o passar dos anos, o âmbito da atividade da indústria de *private equity* foi-se alargando a outros domínios, de onde se destaca o segmento de *buyout*.

A partir da década de 80, assistiu-se a um crescimento explosivo da indústria de *private equity* (Fenn *et al.*, 1995) que só viria a abrandar devido à recessão económica que se verificou no início dos anos 90 (Guo *et al.*, 2011). O nível de atividade da indústria de *private equity* viria no entanto a recuperar nos primeiros anos da década passada, ultrapassando mesmo o que se verificou na década de 80 (Masulis e Thomas, 2009). Strömberg (2008) estima que o valor total das empresas adquiridas através de

*leveraged buyouts* (LBO) entre 1970 e 2007 foi de \$3,6 bilhões<sup>1</sup>, sendo que \$2,7 bilhões dizem respeito só a transações realizadas desde 2000. Estes números ilustram bem, por um lado, a maior dimensão da vaga mais recente da atividade de *private equity* quando comparada com a dos anos 80 e, por outro lado, mostram também a atual importância do segmento de *buyout* na indústria de *private equity*.

Estima-se que no final de 2010 esta indústria tivesse a seu cargo a gestão de quase \$2,4 bilhões a nível mundial (TheCityUK, 2011), valor ligeiramente inferior ao verificado em 2009, ano em que o período de grande crescimento dos fundos sob gestão atingiu o seu valor máximo. O desenvolvimento da indústria de *private equity* não resultou apenas no aumento dos montantes envolvidos, tendo-se também verificado, como já referido, uma alteração dos domínios de intervenção desta indústria. Atualmente, ainda que os investimentos em *venture capital* representem a maioria do número de investimentos efetuados, os *buyouts* representam entre metade e dois terços do total dos montantes investidos (Metrick e Yasuda, 2010).

A nível geográfico, a atividade de *private equity* expandiu-se para além dos Estados Unidos da América (EUA), numa primeira fase para a Europa e posteriormente para a Ásia e Austrália, sendo hoje um fenómeno global (Strömberg, 2008). O crescente carácter global deste fenómeno levou a que no ano de 2004 o valor dos investimentos efetuados na Europa tenha atingido um valor próximo do dos EUA pela primeira vez (Jenkinson, 2006).

Dada a dimensão que a indústria de *private equity* possui atualmente, é também importante perceber qual o impacto a nível macroeconómico da atividade desenvolvida por estas sociedades. O *private equity* tem um impacto benéfico para a produtividade e inovação, o que sugere uma contribuição positiva para o crescimento económico (Strömberg, 2009). Lerner *et al.* (2008) concluem que não existe evidência de um impacto negativo dos *leveraged buyouts* no nível do investimento em inovação, o que poderá ser um indício de que o *private equity* se foca no longo prazo e não no curto prazo como alguns críticos afirmam. Strömberg (2009) refere também que a evidência sugere que o *private equity* tem um efeito particularmente benéfico durante períodos de

---

<sup>1</sup> Ou seja, \$3,6 triliões na terminologia anglo-saxónica.

abrandamento da atividade económica, podendo a indústria de *private equity* servir como alternativa de financiamento quando o acesso ao capital se torna mais difícil.

Achleitner e Klöckner (2005) chamam a atenção para o papel cada vez mais importante da indústria de *private equity* nos domínios do emprego, crescimento económico e inovação na Europa. Concentrando-se na questão do emprego, este estudo refere que em 2004 as empresas participadas pela indústria de *private equity* empregavam perto de 6 milhões de pessoas (3% da população ativa na Europa), 83% das quais no segmento de *buyouts* e os restantes 17% no segmento de *venture capital*. Entre 2000 e 2004 a indústria de *private equity* criou um milhão de postos de trabalho, sendo 420 mil criados pelo segmento de *buyouts* e 630 mil criados pelo segmento de *venture capital*. Outro dado interessante é o número de postos de trabalho criados durante este período por esta indústria ter crescido a uma taxa média anual de 5,4%, contra os 0,7% da taxa de crescimento do emprego na União Europeia.

## 2.2. *Private Equity* em Portugal

O nível de desenvolvimento da indústria de *private equity* em Portugal encontra-se mais atrasado face ao que se verifica em países como os Estados Unidos da América e o Reino Unido, países com forte tradição nesta área (Domingos, 2010). O mesmo autor sugere que uma das causas para este atraso no grau de desenvolvimento da indústria de *private equity* nacional pode estar relacionada com o facto de, ao contrário do que se verifica por exemplo nos países do Norte da Europa e no Reino Unido, a provisão de reformas se encontrar principalmente a cargo do Estado. Uma vez que os fundos de pensões do Estado tendem a assumir estratégias de investimento mais conservadoras, então a parcela dos capitais ao dispor destes importantes investidores institucionais afeta à indústria de *private equity* é pouco significativa.

Domingos (2010), acrescenta ainda que o facto de as pequenas e médias empresas constituírem a maior parte do tecido empresarial português e de muitas delas serem empresas familiares terá contribuído também para o desenvolvimento tardio da atividade de *private equity* em Portugal, dado que estas empresas financiam-se geralmente através de capital próprio (disponibilizado pela família e por sócios) e empréstimos bancários.

Outra possível explicação avançada com alguma frequência (Duarte, 2006; Pereira, 2008) prende-se com a inexistência de um mercado de capitais desenvolvido em Portugal, uma condição considerada importante para um mercado de *private equity* desenvolvido. O desinvestimento através de *Initial Public Offering* (IPO) no nosso país assume um papel reduzido face a outras formas de saída das empresas participadas, o que condiciona de sobremaneira o desenvolvimento da indústria de *private equity*, dado que a liquidez deste tipo de ativos financeiros se torna ainda mais reduzida.

Além de se encontrar ainda em desenvolvimento, a indústria de *private equity* em Portugal caracteriza-se também pela forte presença do Estado português e do setor bancário (Duarte, 2006). Esta particularidade faz com que se possa dividir os fundos de *private equity* nacionais em quatro grupos (Domingos, 2010):

- **Fundos patrocinados pelo Estado:** este tipo de fundos assume geralmente uma posição minoritária nas empresas participadas. Os investimentos são feitos em

empresas consideradas estratégicas e a sua seleção é feita com base em critérios como a promoção da inovação, expansão internacional ou criação de empregos. Serão estes os fundos a serem estudados nesta dissertação.

- **Fundos a cargo de gestores independentes:** este tipo de fundos é por norma de maior dimensão e são financiados tanto por capital doméstico como por capital angariado noutros países.

- **Fundos ligados a instituições financeiras:** este tipo de fundos surge como consequência da atividade dos bancos portugueses se centrar noutras atividades para além da banca comercial, como a mediação de seguros e investimentos de *private equity*.

- **Outros fundos:** neste grupo encontra-se um grande número de pequenos fundos de *private equity*.

Uma outra particularidade da indústria de *private equity* nacional é o pouco apoio técnico oferecido às empresas participadas. Assim, a ação das sociedades de *private equity* portuguesas quase que se limita exclusivamente a injeções de capital nas empresas em que investem (Duarte, 2006).

De seguida apresentam-se algumas estatísticas sobre a indústria de *private equity* portuguesa com o objetivo de melhor ilustrar esta realidade. Como é possível verificar através da Tabela 1, no final de 2010 encontravam-se registadas junto da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) 51 Fundos de Capital de Risco (FCR) e 27 Sociedades de Capital de Risco (SCR) que a seu cargo tinham a gestão de um total de 2.352 milhões de euros<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Note-se que neste contexto “Capital de Risco” corresponde à expressão usualmente utilizada para traduzir para português a expressão “*Private Equity*”, e que inclui, como vimos anteriormente, não só o segmento de *Venture Capital*, mas também os segmentos de *Buyout*, *Mezzanine* e *Distress*.

**Tabela 1: Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em atividade em 2010 (valores de final de ano)**

	N.º de Soc. Gestoras	Montante sob gestão (milhões de euros)	Quota
Fundos de Capital de Risco	51	1.608	68,4%
Soc. de Capital de Risco	27	744	31,6%
<b>Total</b>	<b>78</b>	<b>2.352</b>	<b>100%</b>

Fonte: CMVM – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco – 2010

Nos últimos anos, tem-se assistido a um desenvolvimento da indústria de *private equity* nacional. A Tabela 2 permite verificar uma tendência de crescimento tanto do número de Fundos de Capital de Risco como do número de Sociedades de Capital de Risco entre os anos de 2005 e 2010.

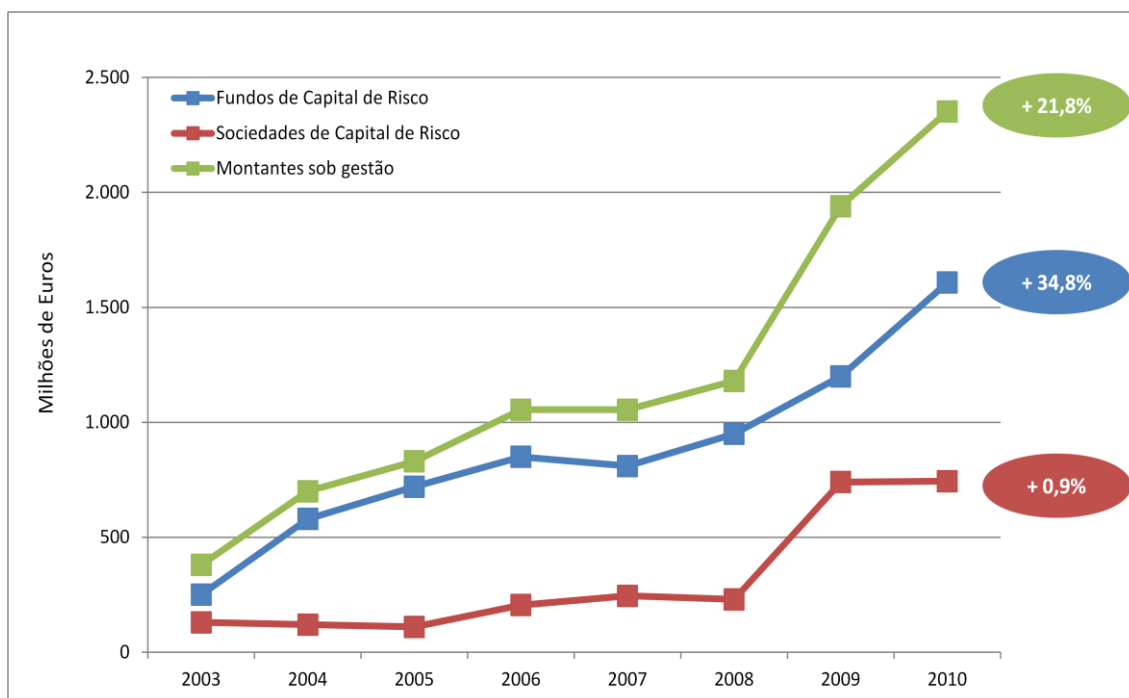
**Tabela 2: Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em atividade entre 2005 e 2010 (valores de final de ano)**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fundos de Capital de Risco	37	39	42	41	50	51
Soc. de Capital de Risco	18	21	23	21	27	27
<b>Total</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>65</b>	<b>62</b>	<b>77</b>	<b>78</b>

Fonte: CMVM – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco – 2007 a 2010

Além disso, não é só o número de operadores de *private equity* a operar em Portugal que tem aumentado nos últimos anos, pois como se pode ver na Figura 1, o valor dos montantes sob gestão também tem seguido esta tendência de crescimento, especialmente a partir do ano de 2008. Só em 2010, o aumento dos montantes sob gestão foi de 21,8%, para o qual contribuíram principalmente os Fundos de Capital de Risco (crescimento de 34,8% em 2010).

**Figura 1: Evolução dos montantes sob gestão (valores de final de ano)**



Fonte: CMVM – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco – 2010

A repartição do valor investido pelos operadores de *private equity* nacionais por fases do ciclo de vida das empresas participadas é apresentada na Tabela 3. Como podemos ver, o segmento de *Buyout*<sup>3</sup> representa 83,7% do total do valor investido pela indústria de *private equity*. Podemos também verificar que as empresas em expansão captam uma parte muito significativa do total investido (39,8%). As fases de investimento classificadas como capital de substituição (*secondary buyout*) e *turnaround* totalizam 22,7%, um máximo histórico para o qual terá contribuído o agravar das condições económicas nos últimos anos (CMVM, 2010).

Ainda que não seja comum em Portugal a participação dos Fundos e Sociedades de Capital de Risco em empresas em insolvência (segmento de *Distress*), tal situação deverá ser alterada com a recente aprovação do programa “Revitalizar” por parte do Estado português. Este programa tem como objetivo a recuperação de empresas

<sup>3</sup>A fase de investimento de “*Private Equity*” a que se refere a Tabela 3 corresponde à definição de *Buyout* utilizada nesta dissertação, como já foi explicado anteriormente.

economicamente viáveis mas que se encontram em situação de insolvência e conta para o seu sucesso com a participação dos Fundos e Sociedades de Capital de Risco.

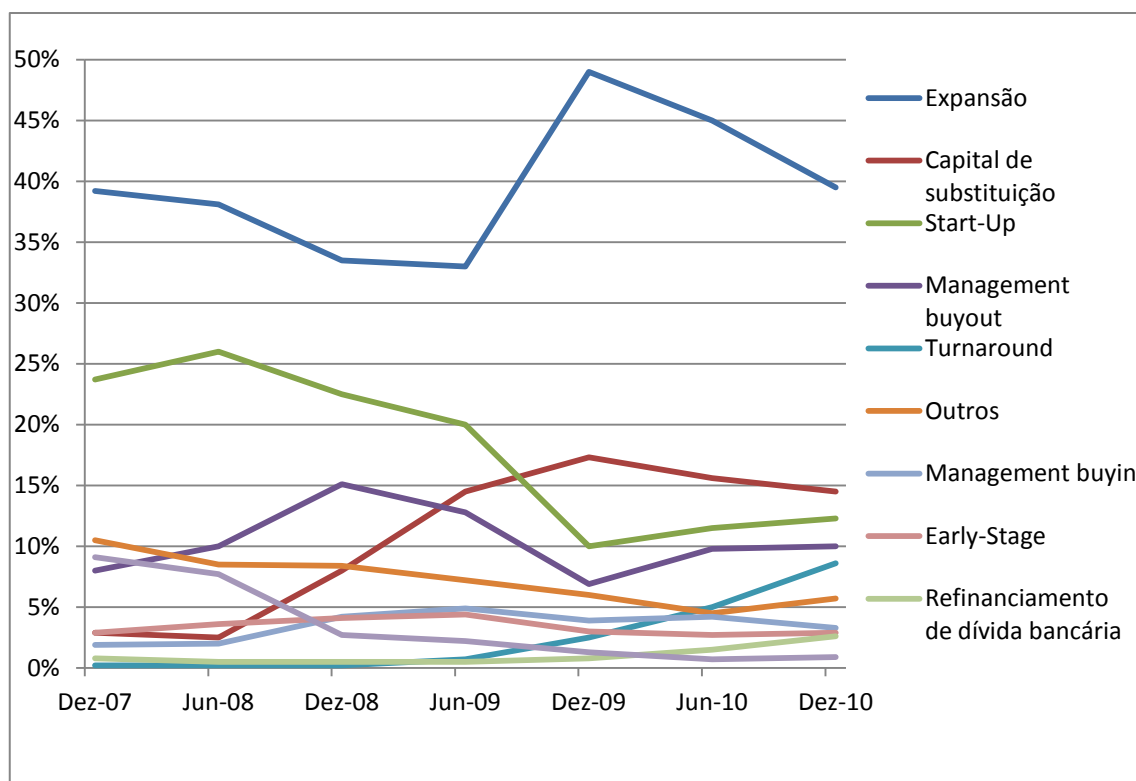
**Tabela 3: Distribuição do valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas em 2010 (valores de final de ano)**

<b>Fases de Investimento</b>	<b>SCR (%)</b>	<b>FCR (%)</b>	<b>Total (%)</b>
<b><i>Venture Capital</i></b>	<b>5,9%</b>	<b>21,3%</b>	<b>16,3%</b>
<i>Seed capital</i>	0,0%	1,2%	0,8%
<i>Start-up</i>	5,4%	16,0%	12,6%
<i>Early stage</i>	0,5%	4,1%	2,9%
<b><i>Private Equity</i></b>	<b>94,1%</b>	<b>78,7%</b>	<b>83,7%</b>
Expansão	79,7%	20,9%	39,8%
Capital de substituição	3,0%	19,6%	14,3%
<i>Turnaround</i>	0,0%	12,3%	8,4%
Refinanciamento de dívida bancária	0,0%	3,4%	2,3%
<i>Management buyout</i>	2,4%	13,4%	9,8%
<i>Management buyin</i>	0,0%	4,7%	3,2%
Outros	9,0%	4,4%	5,9%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fonte: CMVM – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco - 2010

Em relação à evolução do tipo de investimento realizado pelas sociedades de *private equity* portuguesas, podemos constatar na Figura 2 que as empresas em expansão têm captado uma maior percentagem do valor investido pela indústria de *private equity* portuguesa desde há alguns anos a esta parte. Podemos também confirmar o aumento do peso do investimento em capital de substituição e em *turnaround* no passado mais recente. Por fim, outra tendência evidente é a redução do peso do valor investido em empresas *start-up* para pouco mais de metade do que se verificava em 2007.

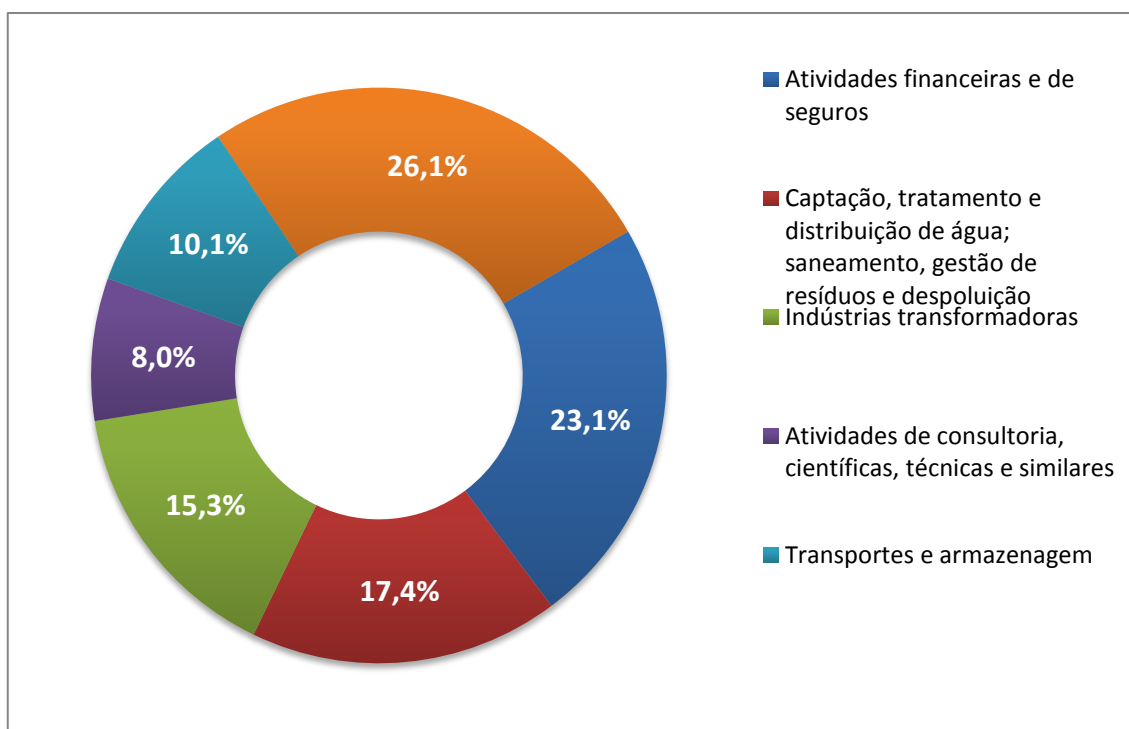
**Figura 2: Evolução do investimento por fases de entrada do capital de risco nas empresas entre 2007 e 2010**



Fonte: CMVM – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco - 2010

Outro aspeto importante a analisar nesta contextualização da indústria de *private equity* nacional é a distribuição dos investimentos por setores de atividade. Na Figura 3 podemos ver que as empresas do setor financeiro e de seguros captam uma maior percentagem dos investimentos efetuados (23,1%), seguidas do setor de captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição (17,4%) e do setor das indústrias transformadoras (15,3%).

**Figura 3: Setores de atividade das empresas participadas em 2010 (valores de final de ano)**

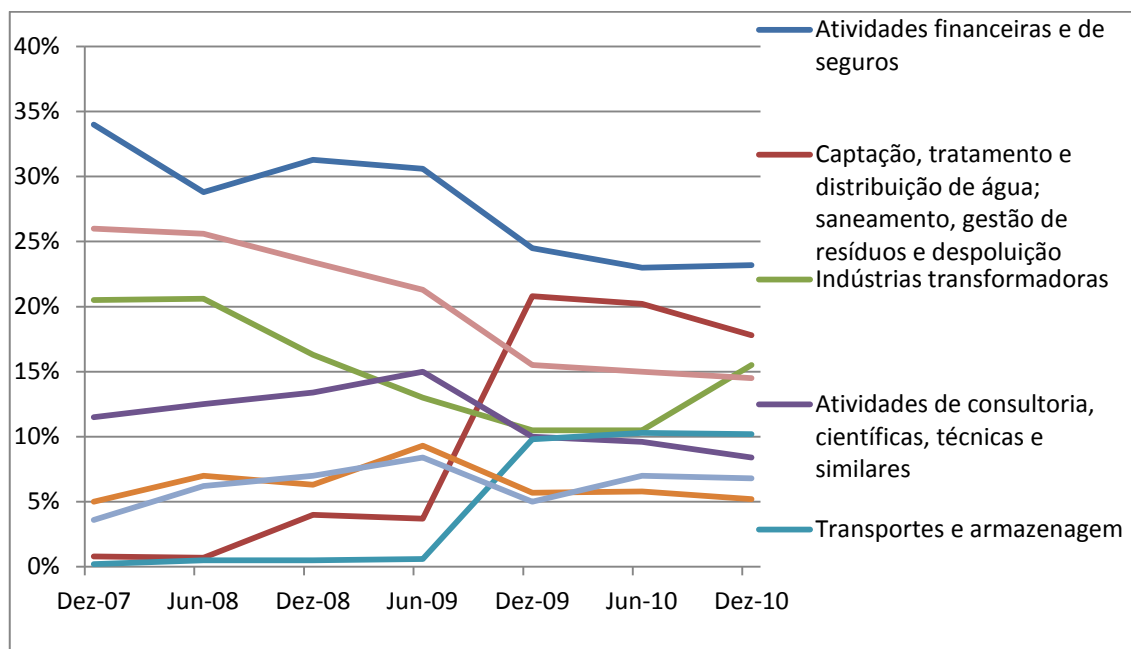


Fonte: CMVM – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco – 2010

À semelhança do que se fez aquando da apresentação da repartição dos investimentos por fases do ciclo de vida das empresas, a evolução da distribuição dos investimentos por setores de atividade nos últimos anos é apresentada na Figura 4. Como se pode ver, o setor das atividades financeiras e de seguros, apesar de ser ainda o setor onde se verifica um maior investimento, tem sofrido uma grande redução na captação do investimento dos operadores de *private equity*. A mesma tendência de descida se tem verificado ao nível do investimento nas indústrias transformadoras.

Ao invés, o setor da captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição aumentou muito o seu peso neste período, assim como o setor dos transportes e armazenagem.

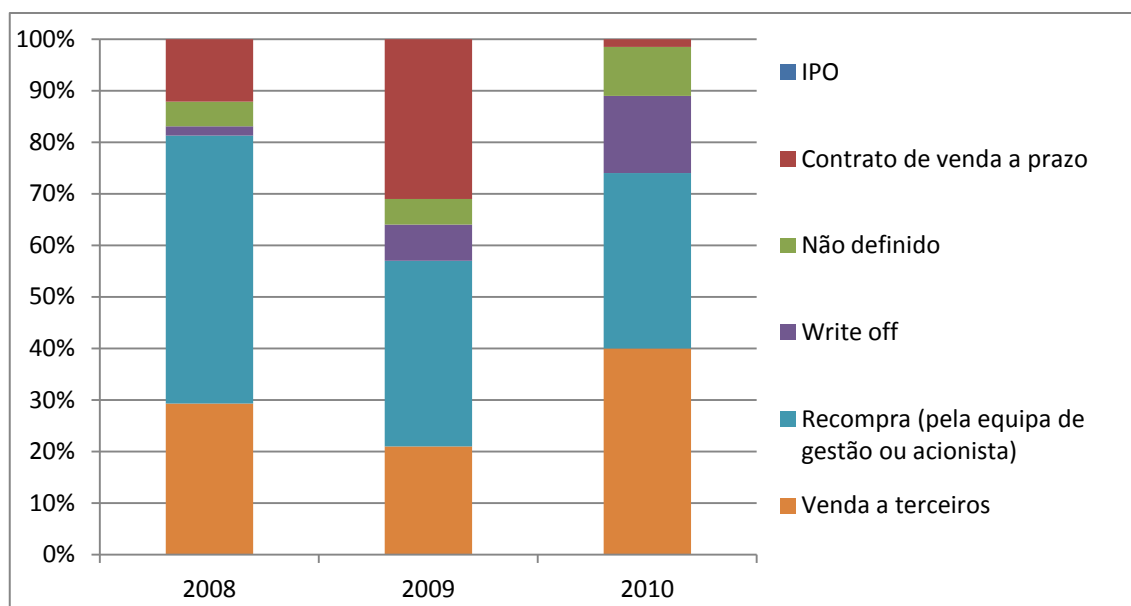
**Figura 4: Evolução dos investimentos por setores de atividade**



Fonte: CMVM – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco – 2010

Finalmente, a evolução, desde 2008, do peso de cada estratégia de desinvestimento é apresentada na Figura 5. Como se pode ver, a venda a terceiros, normalmente uma empresa pertencente ao mesmo setor da empresa participada (“*trade sale*”) e a recompra pelos acionistas iniciais são as principais estratégias de desinvestimento adotadas pelos operadores de *private equity* nacionais. Outro aspeto que importa salientar é a ausência de saídas através de *Initial Public Offering* (IPO) durante este período o que, como já se disse, se deve em grande medida ao reduzido nível de desenvolvimento do mercado de capitais em Portugal. Finalmente, verificou-se também um aumento do número de *write-off* durante este período, o que poderá ter sido influenciado pela degradação das condições económicas durante este período.

**Figura 5: Evolução do tipo de estratégias de desinvestimento (peso do número de desinvestimentos)**



Fonte: CMVM – Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco – 2010

## **2.3. Efeitos dos *Buyouts* nas empresas participadas**

Além de constituir uma importante fonte de financiamento para as empresas, o *private equity* é tido também como um instrumento de criação de valor (Guo *et al.*, 2011). Por isso mesmo, não é de estranhar que uma das questões mais estudadas relativamente à atividade de *private equity* é a forma como estas transações conseguem criar valor nas empresas que são adquiridas.

Uma das fontes de criação de valor frequentemente avançada é o contributo do *private equity* para a melhoria da governação das empresas participadas. Através do desenvolvimento de atividades de monitorização da gestão e da criação de mecanismos de alinhamento entre os interesses dos gestores e os interesses dos acionistas, o *private equity* contribui para a redução dos custos de agência.

Dada a grande alavancagem normalmente utilizada nestas transações, as empresas participadas por *private equity* beneficiam também de uma redução da carga fiscal a que estão sujeitas, uma vez que os juros suportados contribuem para a diminuição do montante de rendimento sujeito a tributação. Além deste efeito, a alavancagem contribui também para a redução dos custos de agência através do efeito disciplinador da dívida.

Outro contributo do *private equity* para o aumento do valor das empresas participadas é a melhoria da qualidade da gestão nestas empresas, que sai reforçada com o apoio técnico prestado pelas sociedades de *private equity*.

De seguida, apresentam-se as conclusões de alguns estudos sobre os efeitos do *private equity* ao nível da atividade das empresas e ao nível do emprego.

### **2.3.1. Efeitos ao nível da atividade das empresas**

Num estudo que incidiu sobre 76 *management buyouts* de empresas cotadas que ocorreram durante a década de 80, Kaplan (1989) concluiu que se verificaram melhorias a nível operacional e um aumento do valor das empresas envolvidas nestas transações. Para as 48 transações para as quais se encontrava disponível informação pós-*buyout*,

verificaram-se aumentos ao nível do EBITDA<sup>4</sup> e do *net cash flow*<sup>5</sup> e reduções ao nível das despesas de capital. Para evitar enviesamentos decorrentes de desinvestimentos e aquisições que se verifiquem após o *buyout*, Kaplan calcula variações anuais nos rácios EBITDA/vendas e EBITDA/ativo aproximadamente 20% superiores aos da restante indústria nos três anos que se seguem ao *buyout*. Estes resultados sugerem que as empresas alvo de *buyout* melhoram significativamente a sua eficiência operacional quando comparadas com a restante indústria. As melhorias na eficiência operacional refletem-se num aumento do valor das empresas, que originam rendibilidades ajustadas ao mercado bastante elevadas para os investidores (mediana de 77% e média de 96%).

Estudando uma amostra de *leveraged buyouts* ocorridas entre 1981 e 1986, Lichtenberg e Siegel (1990) também encontraram evidência de que estas transações contribuem para o aumento da produtividade das empresas adquiridas. O ritmo de crescimento da produtividade destas empresas é cerca de 14% superior ao das empresas da mesma indústria. Esta diferença deve-se principalmente a um menor crescimento nos fatores de produção e não a um maior crescimento na produção.

Guo *et al.* (2011), num estudo centrado em transações ocorridas nos EUA, concluíram que a vaga mais recente de *buyouts* resultou também num aumento do valor das empresas envolvidas. Contudo, os ganhos verificados ao nível da eficiência operacional não atingiram a mesma dimensão dos da vaga da década de 80 e, além disso, são apenas semelhantes ou ligeiramente superiores aos verificados em empresas comparáveis. Aumentos dos múltiplos da indústria e de mercado e os benefícios fiscais obtidos com a dívida são outras duas importantes fontes de criação de valor apresentadas. Os autores também concluem que quanto maior for o endividamento, maiores são os aumentos nos *cash flows*, o que está de acordo com a ideia do papel disciplinador da dívida. Por fim, a mudança do CEO da empresa no momento do *buyout* ou pouco tempo depois dessa data também contribui para um maior aumento dos *cash flows* das empresas.

---

<sup>4</sup> EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, isto é, Resultados Antes de Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações.

<sup>5</sup> O *net cash flow* a que Kaplan se refere consiste na diferença entre EBITDA e CAPEX (CAPEX = *Capital Expenditures*, isto é, despesas de capital. Trata-se portanto do investimento efetuado pela empresa em capital fixo durante um ano).

Kaserer (2011) concluiu que para um total de 332 *buyouts* realizados na Europa entre 1990 e 2011, a melhoria dos resultados das empresas constitui a principal fonte de criação de valor nas empresas adquiridas. Ao contrário dos resultados obtidos por Guo *et al.* (2011), o impacto do aumento dos múltiplos na criação de valor revelou-se negligenciável.

Davis *et al.* (2009) concluíram que as empresas manufatureiras adquiridas por *private equity* veem a sua produtividade aumentar a um ritmo superior ao de empresas comparáveis. No momento da transação, a produtividade do fator trabalho nas empresas adquiridas é em média 3,8% superior ao das empresas comparáveis, passando para 5,2% dois anos mais tarde.

Hsu *et al.* (2010) também estudaram os efeitos competitivos do *private equity* mas ao invés de centrarem a sua análise nas empresas adquiridas concentraram-se antes nos efeitos nas empresas concorrentes. Os resultados obtidos indicam que se verifica uma redução da cotação das ações das empresas concorrentes de empresas participadas por *private equity* aquando do anúncio dessa operação. Os autores sugerem que esta reação constitui um indício de que o mercado assume que o investimento por parte de uma sociedade de *private equity* é positivo para a empresa envolvida. Um outro resultado obtido que aponta no mesmo sentido é a reação positiva da cotação das ações de empresas concorrentes após o anúncio da retirada de um investimento de *private equity* previamente anunciado.

Chung (2010) concluiu que as sociedades de *private equity* ajudam empresas não cotadas a crescer na medida em que diminuem as suas restrições financeiras, permitindo a estas empresas a realização de investimentos para os quais não possuíam condições financeiras. Este estudo salienta ainda uma diferença significativa entre a política de investimento pós-*buyout* adotada em empresas cotadas e a adotada em empresas não cotadas. No caso de empresas cotadas, assiste-se a uma redução da dimensão e do investimento das empresas adquiridas, o que sugere que se procura reduzir custos de agência através da reversão de investimentos ineficientes efetuados. Já no caso de empresas não cotadas a situação é inversa, isto é, verifica-se um crescimento da dimensão e do investimento destas empresas. Esta situação pode ser explicada por nestas empresas os custos de agência serem por norma reduzidos, dado que na grande

maioria dos casos os gestores das empresas são também proprietários. O autor conclui que os resultados a que chegou sugerem que as sociedades de *private equity* procuram reorganizar as empresas que adquirem de forma a reduzir ineficiências (custos de agência nas empresas cotadas, restrições financeiras nas empresas não cotadas).

### **2.3.2. Efeitos ao nível do emprego**

Davis *et al.* (2009) demonstram que as aquisições de empresas por *private equity* originam uma intensificação da criação e da destruição de postos de trabalho quando comparado com empresas do mesmo setor, dimensão e maturidade. Ainda ao nível do emprego, este estudo revela também que a remuneração dos trabalhadores nas empresas participadas é em média 1,1% superior à das empresas comparáveis no momento da transação, sendo que dois anos mais tarde essa diferença já não existe.

Num estudo que incidiu sobre 3200 empresas envolvidas em transações de *private equity* ocorridas nos EUA entre 1980 e 2005, Davis *et al.* (2011) concluíram que se verificou uma maior destruição de postos de trabalho do que em empresas comparáveis. O número de postos de trabalho reduziu-se em 3% dois anos após as transações. Cinco anos após as transações, essa redução é já de 6%. Contudo, o ritmo de criação de novos postos de trabalho também aumenta nas empresas adquiridas, fazendo com que o resultado líquido seja uma ligeira redução dos postos de trabalho (inferior a 1%).

Num estudo que incidiu sobre *leveraged buyouts* realizados em França, Boucly *et al.* (2009) constataram que estas operações contribuíram para reduzir as restrições financeiras das empresas e desse modo permitir o seu crescimento. Os resultados mostram que, nos três anos após o LBO, estas empresas verificaram um crescimento dos postos de trabalho 13% superior ao verificado em empresas comparáveis.

Amess *et al.* (2008) compararam os efeitos ao nível do emprego de *leveraged buyouts* com e sem a participação de *private equity*. Os resultados obtidos permitiram concluir que os *leveraged buyouts* realizados com o envolvimento de sociedades de *private equity* não produzem um impacto significativo nem no número de postos de

trabalho, nem nos salários dos trabalhadores. Já no caso de *leveraged buyouts* sem o envolvimento de sociedades de *private equity* verifica-se uma redução do número de postos de trabalho e um aumento dos salários.

Cressy *et al.* (2008) concluíram que *buyouts* conduzidos por *private equity* reduzem o número de postos de trabalho nas empresas adquiridas nos anos que se seguem à operação. Os resultados a que chegaram indicam uma redução nos postos de trabalho de 7% no ano que se segue à operação e de 23% quando se atinge o quarto ano. No entanto, uma vez que a rentabilidade destas empresas aumenta, aquelas que conseguiram maiores ganhos de produtividade na sequência do *buyout* tendem a criar no futuro mais postos de trabalho do que os que destruíram.

Amess e Wright (2007) concluíram que os *leveraged buyouts* não têm um efeito significativo no crescimento do emprego e que a taxa de crescimento dos salários nestas empresas é significativamente inferior à das empresas não envolvidas em LBO. Nos casos particulares dos *management buyouts* (MBO) e dos *management buyins* (MBI) também se verifica um impacto negativo no crescimento dos salários. Ao nível da criação de postos de trabalho, os MBO apresentam uma taxa de crescimento do emprego superior à da indústria, situação que é inversa à verificada nos MBI.

### **3. O impacto nas empresas participadas da intervenção do Estado português no mercado de *Buyouts***

Apesar da extensa literatura relacionada com a indústria de *private equity* nomeadamente a que incide sobre o segmento de *buyout*, como já referido não tenho conhecimento de nenhum estudo que analise a intervenção do Estado a este nível. Assim como não tenho conhecimento de nenhum outro país em que o Estado surja como um dos principais intervenientes no segmento de *buyout* da indústria de *private equity*. Assim esta dissertação irá estudar quais os efeitos que os *buyouts* conduzidos pelo Estado português produzem nas empresas participadas, utilizando para isso uma amostra de transações ocorridas no período compreendido entre 1999 e 2009 e onde o investidor (a entidade adquirente) é detido e/ou controlado pelo Estado português. Começaremos por descrever com detalhe os passos seguidos na obtenção da nossa amostra, bem como a metodologia utilizada neste estudo. De seguida, procuraremos contextualizar a atividade de *buyout* do Estado, mostrando como ela se repartiu ao longo do nosso período de análise, quais os investidores estatais que intervieram nestas transações e caracterizando as empresas que foram alvo da intervenção do Estado. Por fim, analisaremos a evolução das empresas participadas nos anos que se seguem à aquisição, procurando perceber quais os resultados da intervenção do Estado no domínio dos *buyouts*.

#### **3.1. Seleção da amostra**

O primeiro passo na realização deste estudo empírico consistiu na definição e recolha da amostra a utilizar. O processo de recolha da amostra dividiu-se em duas fases que a seguir se explicam.

A primeira fase consistiu na identificação das transações que ocorreram entre 1999 e 2009 e que se enquadravam no âmbito deste estudo. Dado que o objetivo desta dissertação é compreender os efeitos dos *buyouts* onde o Estado português intervém foram selecionadas apenas transações onde o investidor (a entidade adquirente) é detido e/ou controlado pelo Estado e a empresa adquirida tem sede localizada em Portugal.

Para identificar as transações que cumprem estes dois requisitos foi utilizada a base de dados Capital IQ, gerida e comercializada pela Standard & Poor's. Entre outros dados, esta base de dados disponibiliza informação acerca da data das transações, investidores e empresas adquiridas; esta informação permite-nos identificar as transações que se enquadram no âmbito deste estudo. O resultado foi a identificação de 101 transações que cumprem simultaneamente estes dois critérios, sendo que foram excluídas 10 transações por se tratarem de investimentos *follow-on*, isto é, investimentos subsequentes na mesma empresa feitos pelo mesmo investidor. Deste modo, foram seleccionadas 91 transações que satisfaziam as condições desejadas.

A segunda fase do processo de recolha da amostra consistiu na obtenção da informação contabilística relevante para cada empresa participada envolvida nas transações identificadas na fase anterior. Para cada empresa da amostra procurou-se obter informação contabilística para o período compreendido entre dois anos antes do *buyout* e três anos após a transação, sendo que foram excluídas da nossa análise todas as empresas para as quais não foi possível obter dados relativos ao ano anterior à transação, visto que de acordo com a metodologia utilizada este ano servirá de comparação com o período pós-*buyout*. O facto de as empresas adquiridas serem empresas não cotadas representou um obstáculo, uma vez que a obtenção da informação contabilística destas empresas é muito difícil.

Para a obtenção da informação contabilística das empresas recorreu-se à base de dados SABI, gerida e comercializada pelo Bureau Van Dijk. Esta base de dados possui informação contabilística para um conjunto de 20.000 empresas portuguesas, entre os anos de 1999 e 2010. Das 91 empresas envolvidas em *buyouts* conduzidos pelo Estado português no período entre 1999 e 2009 foi possível obter informação contabilística para 80 dessas empresas, ainda que como veremos adiante a amostra utilizada é bastante mais reduzida devido às limitações já referidas.

## 3.2. Metodologia

Como o objetivo desta dissertação é compreender quais os efeitos que a intervenção do Estado português produz nas empresas que são adquiridas através de *buyouts*, será analisada a situação destas empresas antes do *buyout* e comparada com a situação das mesmas nos 3 anos seguintes à operação. Assim, como referido anteriormente, iremos usar o ano anterior ao *buyout* (ano -1) como termo de comparação com os três anos que se seguem à conclusão da transação (anos 1, 2 e 3). Iremos ainda analisar a evolução das empresas antes do *buyout*, sendo que para tal será comparado o ano anterior ao *buyout* (ano -1) com o penúltimo ano antes do *buyout* (ano -2). A ausência de dados contabilísticos para o ano anterior ao *buyout* para várias empresas da nossa amostra implicou uma redução significativa da nossa amostra inicial de 80 empresas, sendo que por esse motivo apresentamos junto dos resultados obtidos o número de observações utilizadas em cada situação.

O ano em que se realiza o *buyout* (ano 0) não é considerado na análise pelo facto de os dados contabilísticos das empresas no ano do *buyout* serem resultado tanto da atividade desenvolvida antes do *buyout* como após, o que torna difícil a distinção entre desempenho pré- e pós-*buyout* (Kaplan, 1989).

Deste modo, o crescimento da empresa após o *buyout* em termos de uma dada variável é medido através da fórmula:

$$\frac{x_i^{t+j} - x_i^{t-1}}{x_i^{t-1}},$$

onde  $x$  representa a variável,  $i$  a empresa,  $t$  o ano do *buyout* (ano 0) e  $j$  assume o valor 1, 2 ou 3 consoante se esteja a calcular a evolução para o ano 1, 2 ou 3, respetivamente.

Similarmente, a evolução de uma dada variável no período que antecedeu o *buyout* (entre o ano -2 e o ano -1) é dada pela fórmula:

$$\frac{x_i^{t-1} - x_i^{t-2}}{x_i^{t-2}}.$$

Finalmente, a evolução da *performance* operacional pré- e pós-buyout é calculada através das seguintes fórmulas:

$$y_i^{t+j} - y_i^{t-1} \text{ para o período pós-buyout e}$$

$$y_i^{t-1} - y_i^{t-2} \text{ para o período pré-buyout,}$$

onde  $y$  representa o indicador e  $i$ ,  $t$  e  $j$  têm o significado já exposto.

De modo a evitar que os resultados apresentados sejam dominados por valores extremos (*outliers*) que se verificam nalgumas situações, analisaremos as medianas das variações em vez das médias, tal como é norma na literatura<sup>6</sup>.

De entre toda a informação contabilística recolhida, as variáveis relevantes para o nosso estudo são o EBITDA, o ativo total, as vendas, o CAPEX e o número de empregados. O comportamento da variável EBITDA não é diretamente analisado, servindo apenas para calcular alguns indicadores e o valor do *net cash flow* das empresas, uma vez que, à semelhança de Kaplan (1989), consideramos que a variável *net cash flow* resulta da diferença entre o EBITDA e o CAPEX das empresas.

A utilização do ativo total, das vendas e do CAPEX permite-nos analisar o crescimento das empresas em diferentes dimensões. Com o valor do ativo total podemos perceber a evolução da dimensão das empresas participadas, a análise das vendas dá-nos uma ideia acerca do comportamento da geração de receitas por parte da empresa e, por último, a evolução do CAPEX possibilita-nos analisar a evolução do investimento da empresa.

A última variável que utilizamos, o número de empregados, tem como objetivo compreender se os *buyouts* realizados pelo Estado português criam ou destroem postos de trabalho. O estudo dos efeitos ao nível do emprego nas empresas adquiridas revela-se pertinente uma vez que o Estado, preocupando-se com o bem-estar social, poderá ter outros objetivos para além da maximização do valor das empresas participadas (objetivos que poderão até ter prioridade sobre a criação de valor), como por exemplo criar emprego ou evitar a eliminação de postos de trabalho.

---

<sup>6</sup> Ver por exemplo Kaplan (1989), Jain e Kini (1994), Guo *et al.* (2011) e Mendes (2011).

Uma nota importante a realçar acerca das variáveis utilizadas é que todas elas são apresentadas antes de juros e impostos, o que permite expurgar dos resultados da nossa análise outros efeitos que não resultem exclusivamente da atividade operacional das empresas participadas, nomeadamente os benefícios fiscais que resultam da alavancagem destas operações.

Por sua vez, a *performance* operacional das empresas será analisada com recurso aos seguintes indicadores:

- *Return on assets* (ROA), ou rendibilidade do ativo, obtido através da divisão do EBITDA pelo ativo total, que serve como medida da produtividade da empresa;

- *EBITDA margin*, ou margem EBITDA, obtido através da divisão do EBITDA pelas vendas, que serve como medida da rendibilidade da empresa;

- *Asset turnover*, ou rotação do ativo, obtido através da divisão das vendas pelo ativo total, que serve como medida da eficiência da empresa.

Estes três indicadores encontram-se relacionados entre si, uma vez que o *return on assets* é igual ao produto entre o *EBITDA margin* e o *asset turnover*. O *return on assets* e o *EBITDA margin* têm sido muito utilizados por outros autores e têm como vantagem considerarem as aquisições e os desinvestimentos que ocorram após o *buyout* (Kaplan, 1989) dado que a evolução do EBITDA é analisada em função da evolução do ativo total e das vendas, respetivamente. Como Murray *et al.* (2006) referem, a análise do *EBITDA margin* e do *asset turnover* permite-nos aferir se uma dada variação positiva na rendibilidade do ativo (produtividade) resulta da capacidade da empresa manter ou melhorar a sua margem (rendibilidade) ou se resulta de uma melhor utilização dos seus ativos (eficiência).

A evolução das empresas participadas é posteriormente ajustada pelas variações ocorridas na indústria durante o mesmo período. Desse modo procura-se verificar se a evolução das empresas participadas pode ser justificada pela evolução do setor e da economia em geral. Os dados setoriais foram obtidos junto da Central de Balanços do Banco de Portugal, de acordo com os dois primeiros dígitos do CAE (Classificação Portuguesa de Atividades Económicas) das empresas que constituem a amostra.

Contudo, deparámo-nos com uma grande limitação que resulta do facto de até ao ano de 2005 a informação ser recolhida através de inquéritos dirigidos às empresas que eram de resposta voluntária, o que veio a mudar em 2006 quando a resposta a esses inquéritos passou a ser obrigatória. Observando os dados nestes dois períodos foi possível constatar que a amostra é naturalmente maior no período que se inicia em 2006 e que os valores das rubricas neste período são significativamente inferiores<sup>7</sup>, o que torna incomparáveis alguns dados setoriais entre 2005 e 2006. Os resultados ajustados à indústria são calculados subtraindo-se à evolução dos indicadores de *performance* operacional de uma dada empresa o valor médio da evolução desses mesmos indicadores do setor onde a empresa atua.

Por fim, utilizou-se o teste de Wilcoxon (*Wilcoxon signed-rank test*) para se testar se os resultados obtidos são estatisticamente diferentes de zero.

### **3.3. Caracterização das transações**

A distribuição ao longo do nosso período de estudo dos *buyouts* conduzidos pelo Estado português apresenta aquilo que parecem ser duas vagas, uma primeira entre 1999 e 2001 e uma segunda entre 2006 e 2007. No seu conjunto, estas duas vagas representam mais de 63% do total da atividade de *buyout* do Estado verificada durante este período.

Através da análise da Tabela 4, pode-se também observar que em ambos os casos se assiste a um acentuado decréscimo do número de transações concluídas no ano que se segue ao último ano de cada uma das vagas (em ambos os casos a redução é superior a 55%). A degradação das condições económicas que se verificou nos anos coincidentes com esta redução da atividade de *buyout* do Estado poderá explicar este comportamento. Em alturas de maior controlo das contas públicas assistir-se-á

---

<sup>7</sup> A conclusão que se pode retirar é que até 2005 as empresas que optavam por responder ao inquérito eram empresas de maior dimensão.

presumivelmente a uma contração dos fundos que o Estado canaliza para este tipo de atividade.

Num estudo sobre a atividade de *buyout* das sociedades de *private equity* privadas nacionais, Mendes (2011) refere que a atividade destes operadores foi reduzida até 2004, e só a partir desse ano se assistiu a um crescimento mais sustentado da atividade destas sociedades. O aparecimento tardio da atividade de *private equity* desenvolvida por privados pode porventura justificar o papel de destaque que o Estado português ocupa na indústria de *private equity* nacional.

**Tabela 4: Distribuição das transações por ano**

	<b>Número de transações</b>	<b>%</b>
1999	12	13,19%
2000	13	14,29%
2001	11	12,09%
2002	4	4,40%
2003	5	5,49%
2004	5	5,49%
2005	7	7,69%
2006	13	14,29%
2007	9	9,89%
2008	4	4,40%
2009	8	8,79%
<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>100%</b>

Em relação aos investidores (entidades adquirentes) envolvidos nestas transações, a Tabela 5 mostra-nos que o número de entidades detidas e/ou controladas diretamente pelo Estado português responsáveis pela atividade de *buyout* do Estado é reduzido. As 91 transações identificadas durante o período 1999-2009 foram conduzidas

por apenas quatro entidades, onde a Turismo Capital – SCR, S. A. assume maior destaque com quase um terço das transações. Esta posição de maior destaque desta entidade poderá estar relacionada com a importância estratégica do setor do turismo em Portugal, uma vez que a Turismo Capital – SCR, S. A. tem como objetivo fortalecer a competitividade do turismo nacional através da sua atividade.

**Tabela 5: Distribuição das transações por investidor**

	Número de transações	%
AICEP Capital Global – SCR, S. A.	20	21,98%
Inovcapital – SCR, S. A.	26	28,57%
PME Investimentos	16	17,58%
Turismo Capital – SCR, S. A.	29	31,87%
<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>100%</b>

### 3.4. Caracterização das empresas participadas

A Tabela 6 apresenta a distribuição por setor das 91 empresas adquiridas no âmbito da atividade de *buyout* do Estado. A caracterização por setor das empresas participadas é feita com base no NACE Rev. 2 (Nomenclatura Estatística das Atividades Económicas na Comunidade Europeia), que é equivalente ao CAE Rev. 3 (Classificação Portuguesa de Atividades Económicas).

Como se pode observar, a atividade de *buyout* do Estado dispersa-se por um grande número de setores, sendo os setores mais representados o do “Alojamento, restauração e similares”, o das “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares” e o das “Indústrias transformadoras”.

**Tabela 6: Distribuição das empresas participadas por setor**

	<b>Número de transações</b>	<b>%</b>
Alojamento, restauração e similares	14	15,38%
Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	14	15,38%
Indústrias transformadoras	14	15,38%
Atividades de informação e de comunicação	10	10,99%
Atividades financeiras e de seguros	9	9,89%
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	8	8,79%
Atividades administrativas e dos serviços de apoio	6	6,59%
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	4	4,40%
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	2	2,20%
Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas	2	2,20%
Construção	2	2,20%
Transportes e armazenagem	2	2,20%
Atividades imobiliárias	1	1,10%
Educação	1	1,10%
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	1	1,10%
Outras atividades de serviço	1	1,10%
<b>Total</b>	<b>91</b>	<b>100%</b>

As características das empresas participadas no ano que antecede o *buyout* (ano -1) são apresentadas na Tabela 7.

Analisando o *net cash flow*, que como sabemos é uma das componentes principais no cálculo do valor de uma empresa, podemos observar que antes do *buyout*

as empresas alvo de *buyout* por parte do Estado português apresentam *cash flows* negativos (mediana de -809,0 mil euros e média de -7.435,0 mil euros). Esta situação resulta do facto das empresas apresentarem valores do EBITDA bastante reduzidos (mediana de -3,5 mil euros e média de 351,6 mil euros) e níveis de investimento - medido pelo CAPEX - bastante elevados (mediana de 470,9 mil euros e média de 7.060,7 mil euros). Estes dados parecem indicar que a atividade de *buyout* do Estado se direciona para empresas com dificuldades em gerar *cash flows* positivos, fruto da reduzida capacidade de gerar fluxos financeiros suficientes para fazer face os investimentos necessários ao seu desenvolvimento. Esta realidade contrasta com o que se verifica na atividade de *buyout* dos operadores privados nacionais, que parecem preferir adquirir empresas com um *net cash flow* positivo (Mendes, 2011), o que parece indiciar que a intervenção do Estado tem como objetivo conseguir inverter a situação de desequilíbrio verificada nas empresas e desse modo ajudar estas empresas a continuarem em atividade.

Os dados da Tabela 7 também refletem o facto da atividade de *buyout* do Estado se direcionar para Pequenas e Médias Empresas (PME). O valor mediano (médio) do ativo total das empresas participadas é de 1.662,5 mil euros (10.718,9 mil euros), um valor consideravelmente inferior ao que se verifica noutros países como os EUA e o Reino Unido. Antes do *buyout* as empresas participadas apresentam também um valor mediano (médio) de vendas igual a de 1.202,6 mil euros (6.775,2 mil euros) e um número mediano (médio) de pessoas ao serviço igual a 6 (20).

**Tabela 7: Caracterização das empresas participadas antes do *buyout* (ano -1)**

	Mediana	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão	Observações
EBITDA*	-3,5	351,6	-3.190,2	12.067,4	2.388,6	33
Ativo*	1.662,5	10.718,9	5,0	120.854,9	23.693,2	32
Vendas*	1.202,6	6.775,2	0,3	37.732,7	12.380,5	24
CAPEX*	470,9	7.060,7	-1.596,3	92.950,4	21.850,3	18
<i>Net cash flow</i> *	-809,0	-7.435,0	-96.140,6	1.188,8	22.646,4	18
Nº empregados	6	20	1	95	28,8	13

\*Valores em milhares de euros.

Através da Tabela 8 podemos também analisar os indicadores da *performance* operacional das empresas participadas no ano anterior ao *buyout*. Como se pode observar, a *performance* operacional destas empresas no ano que antecede a intervenção do Estado é negativa. Os resultados ajustados à indústria permitem-nos ainda concluir que o desempenho destas empresas ficou aquém do verificado na restante indústria. Desta forma podemos afirmar que as empresas alvo de *buyouts* do Estado são menos produtivas, menos rentáveis e menos eficientes do que o resto da indústria, o que mais uma vez parece indiciar que o Estado tende a intervir em empresas em maior dificuldade.

**Tabela 8: *Performance* operacional das empresas participadas antes do *buyout* (ano -1)**

	<b>Mediana</b>	<b>Observações</b>
ROA	-0,90%	31
Ajustado à indústria	-4,15%*	23
EBITDA <i>margin</i>	-3,22%***	24
Ajustada à indústria	-5,18%*	19
<i>Asset turnover</i>	31,69%*	24
Ajustado à indústria	-7,93%	19

\*,\*\*,\*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

As Tabelas 9 e 10 apresentam a evolução da das empresas que constituem a amostra durante o ano que antecedeu o *buyout* (evolução do ano -2 para o ano -1).

Como podemos ver na Tabela 9, as empresas participadas pelo Estado português apresentam um forte crescimento no valor do seu ativo total no ano que antecedeu o *buyout*. Esse crescimento é de 44,66% e é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%. As empresas apresentam ainda um elevado nível de investimento, com o valor do CAPEX a crescer 26,96% (embora esta valor não seja estatisticamente significativo porventura resultado da reduzida dimensão da amostra).

No entanto, verifica-se que o volume de vendas das empresas estagnaram (1,52%) assim como o número de pessoas ao serviço (0,00%).

**Tabela 9: Crescimento das empresas participadas antes do *buyout***  
(variação entre -2 e -1)

	-2	Observações
Ativo	44,66%*	18
Vendas	1,52%	12
CAPEX	26,96%	8
Nº empregados	0,00%	8

**Nota:** As variações apresentadas referem-se à mediana das variáveis.

\*, \*\*, \*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

A evolução da *performance* operacional das empresas participadas antes do *buyout* é apresentada na Tabela 10. Pela análise dos indicadores apresentados é possível verificar que a *performance* operacional deteriorou-se no ano que antecedeu o *buyout*. Analisando a evolução da produtividade, rendibilidade e eficiência das empresas participadas pode-se verificar que esta evolução foi pior do que o verificado no setor onde essas empresas se incluem.

Em relação à produtividade, os resultados indicam que a produtividade das empresas participadas diminuiu (-2,09 pontos percentuais) ao contrário do verificado na indústria (aumento de 0,74 pontos percentuais).

Em termos de rendibilidade, apesar de se verificar uma melhoria da margem das empresas participadas (4,93 pontos percentuais) essa melhoria fica ainda assim aquém da verificada na indústria (5,47 pontos percentuais).

Por fim, pode-se também constatar uma diminuição da eficiência quer das empresas participadas (-3,49 pontos percentuais), quer da indústria (-2,57 pontos

percentuais), mas mais uma vez o desempenho das empresas participadas é pior do que o verificado na indústria.

Mais uma vez importa salientar que os resultados apresentados não apresentam significância estatística e que para isso poderá contribuir a reduzida dimensão das amostras utilizadas.

**Tabela 10: Evolução na *performance* operacional das empresas participadas antes do *buyout* (variação entre -2 e -1)**

	-2	Observações
ROA	-2,09 p.p.	17
Ajustado à indústria	-2,83 p.p.	11
EBITDA <i>margin</i>	4,93 p.p.	12
Ajustada à indústria	-0,54 p.p.	9
<i>Asset turnover</i>	-3,49 p.p.	12
Ajustado à indústria	-0,92 p.p.	9

**Nota:** As variações apresentadas referem-se à mediana das variáveis.

\*,\*\*,\*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Em jeito de resumo podemos dizer que a atividade de *buyout* do Estado português é dirigida para PME com dificuldades em gerar *cash flows* positivos. Estas empresas caracterizam-se também por serem menos produtivas, menos rentáveis e menos eficientes do que as restantes empresas da indústria, sendo que o desempenho agrava-se durante o ano que antecede o *buyout*.

Estes resultados parecem sugerir que o Estado, através da sua atividade de *buyout*, tem como principal objetivo apoiar empresas em dificuldades, possivelmente com a intenção de evitar que estas empresas sejam forçadas a encerrar. Pelo contrário os resultados obtidos por Mendes (2011) sugerem que os operadores privados têm como alvo empresas em situação bastante diferente das empresas em que o Estado investe. De

acordo com o estudo realizado por Mendes (2011) a atividade de *buyout* das sociedades de *private equity* privadas é dirigida a empresas que até à data do *buyout* apresentam uma boa capacidade de gerar *cash flows* e cuja *performance* operacional não se afasta muito da do resto da indústria. Assim, a intervenção do Estado no mercado de *private equity* parece ter como virtude a disponibilização de fundos a empresas que por estarem em maiores dificuldades não conseguem atrair o interesse de investidores privados.

### **3.5. Evolução das empresas participadas após o *buyout***

Após a caracterização das empresas alvo de *buyouts* pelo Estado português iremos analisar a evolução dessas empresas nos três anos que se seguem ao *buyout* com o objetivo de perceber que tipo de efeitos produz a intervenção do Estado.

A nossa análise irá incidir sobre duas vertentes: o crescimento das empresas e a evolução da *performance* operacional.

Iremos para esse efeito analisar as empresas nos três anos seguintes ao *buyout* e comparar a sua evolução face ao ano anterior ao *buyout* (ano -1). Analisaremos a evolução média nesses três anos assim como a evolução ano a ano sempre em comparação como o ano antes do *buyout* (ano -1), utilizando para esse efeito os dados disponíveis<sup>8</sup>.

#### **3.5.1. Crescimento pós-*buyout***

A Tabela 11 apresenta a evolução das empresas participadas pelo Estado português após o *buyout*, em termos de ativo total, vendas, investimento e número de empregados. Como se pode observar, as empresas participadas evidenciam um forte crescimento após o *buyout*. Este resultado é consistente com a explicação avançada por Boucly *et al.* (2009) e por Chung (2010) de que os operadores de *private equity* contribuem para a redução das restrições financeiras que as empresas não cotadas

---

<sup>8</sup> Isto implica que os resultados apresentados como média dos 3 anos tenham sido obtidos através da utilização de uma amostra de diferente composição.

enfrentam antes do *buyout*. Tendo acesso a uma nova fonte de financiamento as empresas participadas passam a poder realizar investimentos que anteriormente tinham de ser descartados por falta de capacidade financeira.

**Tabela 11: Crescimento das empresas participadas após o *buyout*  
(comparação com o ano -1)**

	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>Média 3 anos</b>
Ativo	75,28%*	73,67%*	104,54%*	76,32%*
Observações	26	19	18	28
Vendas	38,46%*	59,88%*	73,77%**	71,91%*
Observações	19	14	15	21
CAPEX	238,19%***	-70,07%	-20,62%	91,22%
Observações	12	6	5	13
Nº empregados	65,26%**	37,50%	25,00%	65,26%**
Observações	7	6	4	9

**Nota:** As variações apresentadas referem-se à mediana das variáveis.

\*,\*\*,\*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

O crescimento do ativo total das empresas participadas nos três anos seguintes ao *buyout* foi de 76,32%. Este crescimento ocorre sobretudo no ano imediatamente a seguir ao *buyout* (ano 1), ano em que o ativo total apresenta um crescimento de 75,28%. Recorde-se que já no período que antecedeu o *buyout* se verificou um grande crescimento do ativo total das empresas participadas, mas ainda assim algo distante deste valor (44,66%). No segundo ano depois do *buyout* o valor do ativo total diminuiu ligeiramente mas ainda assim é 73,67% superior ao que se verificava no ano anterior ao *buyout* (ano -1). Ao fim de três anos, o ativo total representa já mais de duas vezes (104,54%) o valor que se verificava antes do *buyout*. Todos estes resultados são significativos para um nível de significância de 1%.

Acompanhando este crescimento do ativo total, verifica-se também um crescimento forte das vendas das empresas participadas após o *buyout*. Com efeito, se tivermos em consideração o valor médio das vendas nos três primeiros anos que se seguiram ao *buyout* o crescimento das vendas ao longo deste período foi de 71,91% (significativo para um nível de significância de 1%). Como se pode verificar pela análise período a período este forte crescimento das vendas é feito de forma sustentada uma vez que se verifica que no espaço de um ano as vendas crescem 38,46% (significativo para um nível de significância de 1%), dois anos após esse crescimento já é de 59,88% (significativo para um nível de significância de 1%) e ao fim de três anos é de 73,77% (significativo para um nível de significância de 5%).

Em relação ao investimento das empresas participadas este aumenta consideravelmente após o *buyout* (91,22% nos três anos posteriores ao *buyout*), o que mais uma vez indicia que a participação do Estado permitiu reduzir consideravelmente as restrições financeiras destas empresas. Logo no ano que se segue ao *buyout* assiste-se a um enorme crescimento da atividade de investimento das empresas, com o CAPEX a aumentar 238,19% (significativo para um nível de significância de 10%). Ainda que não apresentando significância estatística, o resto dos resultados parece indicar uma redução da atividade de investimento (-70,07% no ano 2, -20,62% no ano 3), o que indicia que a participação do Estado possibilitou que as empresas antecipassem o investimento que em condições normais só realizariam posteriormente.

Por fim, em relação à evolução do emprego nestas empresas verifica-se um aumento do número de postos de trabalho nos três anos após o *buyout*, igual a 65,26% (significativo para um nível de significância de 5%). Esse aumento é mais evidente no ano imediatamente após o *buyout*, onde o aumento do número de pessoas empregadas é de 65,26% (significativo para um nível de significância de 5%). Para os anos seguintes os resultados não apresentam significância estatística mas indicam alguma correção no número de postos de trabalho (37,5% no ano 2 e 25% no ano 3). Contudo, é necessária precaução na análise destes resultados dado o reduzido número de observações disponíveis.

De forma resumida pode-se afirmar que a intervenção do Estado nas empresas que adquire no âmbito da sua atividade de *buyout* permitiu que estas crescessem de

forma muito significativa. Esse crescimento consubstancia-se no aumento considerável do ativo total, na inversão de uma situação de quase estagnação das vendas e num aumento do investimento da empresa e do número de empregados.

Este crescimento das empresas participadas após o *buyout* é coincidente com os resultados obtidos por Mendes (2011) para as empresas adquiridas por sociedades de *private equity* privadas em Portugal.

### **3.5.2. Performance operacional pós-buyout**

A análise da evolução da *performance* operacional das empresas participadas parece indicar que a intervenção do Estado, apesar de ter permitido o crescimento das empresas participadas, não contribuiu para uma melhoria da *performance* operacional destas empresas após o *buyout*. Pelo contrário, a ter impacto na *performance* das empresas este foi negativo.

Como os dados da Tabela 12 mostram, a produtividade das empresas participadas pelo Estado, medida pelo *return on assets*, piorou após o *buyout*. Em termos globais o ROA diminuiu 0,28 pontos percentuais nos três anos que se seguiram ao *buyout*. No entanto estes resultados não são estatisticamente significativos. O ROA no primeiro ano após o *buyout* foi inferior em 1,45 pontos percentuais ao verificado antes do *buyout* enquanto no segundo ano foi inferior em 0,89 pontos percentuais. No terceiro ano assiste-se a uma ligeira melhoria, sendo que o ROA apresenta uma melhoria de 0,37 pontos percentuais quando comparado com o valor anterior ao *buyout*. No entanto, é preciso ter presente que as observações vão diminuindo ao longo do tempo, pelo que a variação de ano para ano pode dever-se a uma diferente composição da amostra e, mais importante, se ajustarmos a evolução do ROA das empresas participadas à evolução do ROA das empresas da mesma indústria verificamos que para qualquer período a evolução do desempenho das empresas participadas foi pior do que a evolução do desempenho do resto da indústria.

Estes resultados parecem indiciar uma deterioração da produtividade das empresas participadas após o *buyout*, que a ser confirmada será consistente com os

resultados encontrados por Chung (2010) que, num estudo que incidiu sobre empresas não cotadas, encontrou evidência de uma redução da produtividade das empresas envolvidas em *buyouts*.

A rendibilidade, medida pelo EBITDA *margin*, também diminui após o *buyout*. A diminuição foi de 2,24 pontos percentuais se considerarmos o valor médio verificado nos três anos que se seguem ao *buyout*, mas mais uma vez esta diminuição não é estatisticamente significativa. No ano seguinte ao *buyout* a redução da rendibilidade é igual a 1,26 pontos percentuais, melhorando, no entanto, 2,27 pontos percentuais e 0,9 pontos percentuais, respetivamente no segundo e terceiro ano após o *buyout*. Os resultados ajustados à indústria mostram ainda que este fraco desempenho é ainda mais acentuado quando comparado com a evolução da indústria (com exceção do segundo ano após o *buyout* onde a evolução da rendibilidade das empresas participadas esteve muito próxima da evolução verificada no resto da indústria).

Mais uma vez, estes resultados estão em linha com os obtidos por Chung (2010), que também reporta uma diminuição da margem das empresas participadas após o *buyout*.

Por fim, a evolução da eficiência nas empresas participadas após o *buyout* ajuda-nos a compreender se a diminuição da produtividade verificada se deve unicamente a uma redução da rendibilidade ou também a uma redução da eficiência na utilização dos ativos. Como se pode observar, a intervenção do Estado resulta numa ligeira melhoria da eficiência das empresas após o *buyout* (0,35 pontos percentuais na média dos três anos), mas o ajustamento à indústria revela que o desempenho destas empresas ficou aquém do desempenho do resto da indústria, sobretudo no segundo e terceiro ano após o *buyout*. Mais uma vez as variações não são estatisticamente significativas. Estes resultados parecem indiciar que a diminuição da produtividade verificada após o *buyout* se deve simultaneamente a uma redução da margem e a uma redução da eficiência na utilização dos ativos da empresa.

De notar que o impacto da intervenção do Estado na evolução da *performance* operacional das empresas participadas, quando comparada com a evolução das empresas do mesmo setor durante o mesmo período, é tanto mais grave se atendermos

ao facto de que antes do *buyout* estas empresas já apresentavam uma *performance* operacional inferior à do setor onde estão inseridas, pelo que a intervenção do Estado não contribuiu sequer para colocar a *performance* operacional destas empresas ao nível das empresas do mesmo setor.

**Tabela 12: Evolução na *performance* operacional das empresas participadas após o *buyout* (comparação com o ano -1)**

	1	2	3	Média 3 anos
ROA	-1,45 p.p.	-0,89 p.p.	0,37 p.p.	-0,28 p.p.
Observações	25	18	17	27
Ajustado à indústria	-0,90 p.p.	-3,94 p.p.	-1,75 p.p.	-1,23 p.p.
Observações	18	12	10	19
EBITDA <i>margin</i>	-1,26 p.p.	2,27 p.p.	0,90 p.p.	-2,24 p.p.
Observações	19	14	15	21
Ajustada à indústria	-6,06 p.p.	0,06 p.p.	-5,39 p.p.	-3,49 p.p.
Observações	15	10	10	16
<i>Asset turnover</i>	-1,16 p.p.	-0,64 p.p.	-1,22 p.p.	0,35 p.p.
Observações	19	14	15	21
Ajustado à indústria	1,99 p.p.	-8,80 p.p.	-23,31 p.p.	-0,52 p.p.
Observações	15	10	10	16

**Nota:** As variações apresentadas referem-se à mediana das variáveis.

\*,\*\*,\*\*\* estatisticamente diferente de zero para um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Comparando os nossos resultados com os de Mendes (2011), verificamos que a evolução da produtividade e da rendibilidade das empresas participadas pelo Estado no período pós-*buyout* é semelhante à das empresas participadas por operadores privados (em ambos os casos se verifica uma evolução negativa nestes indicadores). No entanto, ao contrário de Mendes (2011) que encontrou evidência de uma melhoria da eficiência

(ajustada à indústria) após o *buyout*, as empresas participadas pelo Estado não melhoram a eficiência na utilização dos seus ativos após o *buyout* (quando comparadas com empresas da mesma indústria).

## 4. Conclusão

A indústria de *private equity* em Portugal apresenta a particularidade de o Estado ser um dos seus principais intervenientes, uma realidade que não é muito comum a nível internacional. Dado que a indústria de *private equity* é normalmente constituída por operadores privados, a maioria dos estudos existentes procura analisar os efeitos que a atividade desses operadores produz nas empresas participadas, não tendo sido dada muita atenção ao papel do Estado nesta área. Por esta razão, procurou-se com esta dissertação contribuir para uma melhor compreensão dos efeitos que a atividade de *buyout* do Estado português produz nas empresas participadas.

Utilizando uma amostra de 91 transações ocorridas entre 1999 e 2009 envolvendo a aquisição de uma empresa com sede em Portugal por parte de uma entidade detida e/ou controlada pelo Estado português procuramos compreender que tipo de empresas o Estado adquire e quais os efeitos que essa aquisição produz nessas empresas.

Os nossos resultados parecem indicar que a atividade de *buyout* do Estado português é dirigida a PME com dificuldades em gerar um *net cash flow* positivo e que estas empresas se caracterizam também por serem menos produtivas, menos rentáveis e menos eficientes do que as restantes empresas da indústria. Além disso, uma vez que as sociedades de *private equity* privadas em Portugal parecem dar preferência a empresas com uma boa capacidade de gerar *cash flows* e cuja *performance* operacional se encontra ao nível da do resto da indústria (Mendes, 2011), o papel do Estado parece ser o de servir de fonte de financiamento para empresas com algumas dificuldades e que por isso se revelam pouco atrativas para os operadores privados.

Em termos da evolução destas empresas após o *buyout*, os nossos resultados parecem demonstrar um elevado crescimento nas empresas participadas mas no entanto este crescimento não é acompanhado de uma melhoria da *performance* operacional das empresas. Nos três anos que se seguem ao *buyout* as empresas participadas verificam um forte crescimento do ativo total, das vendas, do investimento e do número de postos de trabalho. Comparando com os efeitos da atividade de *buyout* dos operadores privados

(Mendes, 2011), constatamos que em ambas as situações as empresas participadas experienciam um elevado crescimento pós-*buyout*.

Em termos da evolução da *performance* operacional, os resultados obtidos indicam que não se verifica uma melhoria da *performance* operacional das empresas participadas pelo Estado após o *buyout*, apesar de essas mesmas empresas apresentarem antes do *buyout* uma *performance* operacional inferior à média do setor onde estão inseridas. Esta evolução da *performance* operacional após o *buyout* é em parte coincidente com os resultados obtidos por Mendes (2011). No entanto, ao contrário dos resultados obtidos para as empresas participadas pelo Estado, Mendes (2011) encontrou evidência de uma melhoria da eficiência, após o *buyout*, das empresas adquiridas por sociedades de *private equity* privadas.

Finalmente, gostaria de sugerir algumas áreas para investigação futura, não sem antes alertar potenciais futuros investigadores de que estudar a indústria de *private equity* não é uma tarefa fácil dadas as dificuldades no acesso à informação. Na sequência desta dissertação seria interessante estudar o desempenho dos fundos detidos pelo Estado numa tentativa de compreender se este tipo de operações cria efetivamente valor para os investidores (esta questão é ainda mais pertinente uma vez que se trata da utilização de fundos públicos). Outra área a estudar seria a comparação da rentabilidade ajustada ao risco destes fundos com outras alternativas de investimento. Na ótica das empresas participadas, teria também interesse analisar a relação custo-benefício do financiamento através de *private equity* com outras alternativas de financiamento. Por último, uma revisão desta dissertação no futuro também seria pertinente dado que as limitações relacionadas com o tamanho da amostra serão menores à medida que mais transações se vão realizando.

## 5. Bibliografia

- Achleitner, Ann-Kristin e Oliver Klöckner (2005), “Employment contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).
- Amess, Kevin e Mike Wright (2007), “The wage and employment effects of leveraged buyouts in the UK”, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 14, No. 2.
- Amess, Kevin, Sourafel Girma e Mike Wright (2008), “What are the Wage and Employment Consequences of Leveraged Buyouts, Private Equity and Acquisitions in the UK?”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, Nottingham University Business School Research Paper No. 2008-01.
- Boucly, Quentin, David Sraer e David Thesmar (2009), “Job Creating LBOs”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, HEC Paris.
- Chung, Ji-Woong (2010), “Leveraged Buyouts of Private Companies”, *Job Market Paper*, Ohio State University.
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2007), “Relatório sobre a Atividade de Capital de Risco em Portugal”.
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2008), “Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco”.
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2009), “Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco”.
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2010), “Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco”.
- Cressy, Robert, Federico Munari e Alessandro Malipiero (2008), “Creative destruction? UK Evidence that buyouts cut jobs to raise returns”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, Birmingham Business School.

- Davis, Steven J., John Haltiwanger, Ron Jarmin, Josh Lerner e Javier Miranda (2009), “Private Equity, Jobs and Productivity”, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009, World Economic Forum.
- Davis, Steven J., John Haltiwanger, Ron Jarmin, Josh Lerner e Javier Miranda (2011), “Private Equity and Employment”, Investigação – Trabalhos em Curso, US Census Bureau Center for Economic Studies Paper No. CES-WP-08-07R.
- Domingos, Hugo Mendes (2010), “Private Equity Transactions in Portugal”, *Policy Paper 10/03*, Contraditório.
- Duarte, Pedro (2006), “Capital de Risco – Análise da Indústria em Portugal”, Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Finanças, ISCTE.
- Fenn, George W., Nellie Liang e Stephen Prowse (1995), “The Economics of the Private Equity Market”, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Guo, Shourun, Edith S. Hotchkiss e Weihong Song (2011), “Do Buyouts (Still) Create Value?”, *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 2, p. 479-517.
- Hsu, Hung-Chia, Adam V. Reed e Jörg Rocholl (2010), “Competitive Effects of Private Equity Investments”, Investigação – Trabalhos em Curso, EFM 2010 Symposium of Entrepreneurial Finance & Venture Capital Markets.
- Jain, Bharat A. e Omesh Kini (1994), “The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms”, *Journal of Finance*, Vol. 49, No. 5, p. 1699-1726.
- Jenkinson, Tim (2006), “The development and performance of European private equity”, Investigação – Trabalhos em Curso, University of Oxford.
- Kaplan, Steven (1989), “The effects of management buyouts on operating performance and value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, No. 2, p. 217-254.
- Kaserer, Christoph (2011), “Return Attribution in Mid-Market Buy-Out Transactions – New Evidence from Europe”, Investigação – Trabalhos em Curso, Center for Entrepreneurial and Financial Studies.

- Lerner, Josh, Morten Sørensen e Per Strömberg (2008), “Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, Harvard Business School.
- Lichtenberg, Frank R. e Donald Siegel (1990), “The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No. 1, p. 165-194.
- Masulis, Ronald W. e Randall S. Thomas (2009), “Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance”, *University of Chicago Law Review*, Vol. 76, p. 219.
- Mendes, José (2011), “Private Equity in Portugal – An analysis of the portfolio companies’ operational performance”, *Dissertação de Mestrado em Finanças*, Faculdade de Economia do Porto.
- Metrick, Andrew e Ayako Yasuda (2010), “Venture Capital and Other Private Equity: A Survey”, <http://ssrn.com/abstract=1723882>, acessado em 21 de dezembro de 2011.
- Murray, Gordon, Dongmei Niu e Richard D. F. Harris (2006), “The Operating Performance of Buyout IPOs in the UK and the Influence of Private Equity Financing”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, University of Exeter.
- Pereira, Maria (2008), “A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspetiva do Capital de Risco”, *Dissertação de Mestrado em Finanças*, Faculdade de Economia do Porto.
- Strömberg, Per (2008), “The New Demography of Private Equity”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, Swedish Institute for Financial Research.
- Strömberg, Per (2009), “The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, Swedish Institute for Financial Research.
- TheCityUK (2011), “Private Equity”, *TheCityUk Private Equity 2011 Report*.