

# A importância do capital de risco em Portugal

Dissertação de Mestrado

Gonçalo Viveiros Brandão Pacheco

Mestrado em

**Ciências Económicas e Empresariais**



# A importância do capital de risco em Portugal

Dissertação de Mestrado

Gonçalo Viveiros Brandão Pacheco

## Orientadores

Prof. Doutor Gualter Manuel Medeiros do Couto

Prof. Doutor Miguel Silva Gonçalves Pimentel

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Ciências Económicas e Empresariais, com especialização em Finanças e Contabilidade



## Resumo

O Capital de Risco (CR) é conhecido como uma forma de investimento diferente das outras, porque o fator contribuidor deste investimento não se limita à parte financeira, mas também à parte estratégica da empresa investida. O financiamento bancário é a forma de financiamento mais utilizada em Portugal, no entanto, as pequenas e médias empresas (PME), a principal fonte de emprego em Portugal, possuem dificuldades no acesso, bem como a outras formas de investimentos devido às suas estruturas. É por isso que as pequenas e médias empresas utilizam mais o Capital de Risco em momentos como o início da atividade produtiva e a expansão dos negócios. Ainda assim, o desenvolvimento da atividade de CR em Portugal não está tão avançado como em outros países no que diz respeito à sua relevância na economia.

O objetivo deste trabalho é demonstrar que o Capital de Risco ainda hoje detém uma posição significativa na economia portuguesa e apresenta vários pontos relevantes.

Foram recolhidos vários dados sobre diferentes fatores económicos, em sites como o do Banco de Portugal e o da Pordata, e, através do programa SPSS tentou-se criar um modelo que explica a variação do investimento de CR. Foram determinados alguns modelos, tendo-se decidido pelo modelo que é constituído pelas seguintes variáveis independentes: Rendibilidade do ativo, Taxa de juro, Número de empresas com idade inferior a 5 anos, Despesas de Inovação e Exportações.

O estudo permitiu inferir que o Capital de Risco continua a contribuir para a economia portuguesa, mas é necessário proceder-se a algumas alterações para que se verifique um aumento neste tipo de investimento.

**Palavras-chaves: Capital de Risco; PME; Emprego; Portugal**

## Abstract

Private Equity and Venture Capital investment (PE/VC) is known as a different form of investment from others, because the contributing factor of this investment is not limited to the financial part, but also to the strategic part of the invested company. Bank financing is the most used form of financing in Portugal, however, small and medium-sized enterprises (SME), the main source of employment in Portugal, have difficulties in accessing, as well as other forms of investment due to their structures. That is why small and medium-sized companies use Venture Capital more at times such as the beginning of production activity and business expansion. Even so, the development of PE/VC activity in Portugal is not as advanced as in other countries in terms of its relevance to the economy.

The objective of this work is to demonstrate that Private Equity and Venture Capital still holds a significant position in the Portuguese economy and presents several relevant points.

Various data on different economic factors were collected on sites such as those of Banco de Portugal and Pordata, and, through the SPSS program, an attempt was made to create a model that explains the variation in PE/VC investment. Some models were determined, having decided on the model that consists of the following independent variables: Return on assets, Interest rate, Number of companies under 5 years of age, Expenditure on Innovation and Exports.

The study allowed us to infer that Venture Capital continues to contribute to the Portuguese economy, but it is necessary to make some changes so that there is an increase in this type of investment.

**Keywords: Private Equity and Venture Capital Investments; SME; Employment; Portugal**

### **Agradecimentos**

Na preparação desta tese quero agradecer à minha família, ao meu pai, à minha mãe e à minha irmã, que ofereceram excelentes dicas e ajudaram em algumas correções. Também quero dar os meus agradecimentos aos meus amigos em geral pelo apoio emocional que me deram quando enfrentava momentos de desânimo resultantes dos obstáculos manifestados durante a elaboração da tese. Agradeço aos meus orientadores, o professor Pedro Pimentel e o professor Gualter Couto que responderam a todas as minhas questões e dúvidas sobre a tese.

## ÍNDICE

RESUMO .....	i
ABSTRACT .....	ii
AGRADECIMENTOS .....	iii
ÍNDICE.....	iv
LISTAS DE TABELAS .....	v
LISTA DE FIGURAS .....	vi
LISTA DE ABREVIATURAS.....	vii
1 CAPÍTULO I – INTRODUÇÃO .....	1
2 CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA DO CAPITAL DE RISCO .....	4
2.1 História.....	5
2.2 Definição e conceitos.....	30
2.2.1 Definição .....	30
2.2.2 Tipos de investidores, de investimento e de desinvestimento.....	44
2.2.3 Fases de investimento.....	57
2.3 ENQUADRAMENTO TEÓRICO DAS PME(S)CONTEXTUALIZAÇÃO NA EUROPA E EM PORTUGAL.....	67
2.3.1 Definição .....	67
2.3.2 Contextualização na Europa e em Portugal.....	68
3 CAPÍTULO III – METODOLOGIA .....	73
4 CAPÍTULO IV – RESULTADOS.....	76
4.1 Testes .....	77
4.2 Modelo.....	81
5 CAPÍTULO V - CONCLUSÃO .....	85
REFERÊNCIAS .....	88

**Lista de Tabelas**

Tabela 1.	Principais investidores de CR na Europa
Tabela 2.	Peso de investidor de fundo no CR (Europa)
Tabela 3.	Tabela das Estatísticas Descritivas
Tabela 4.	Tabela das Correlações
Tabela 5.	Tabela das Estatísticas de Resíduos
Tabela 6.	Tabela do Modelo ANOVA
Tabela 7.	Tabela das Variáveis Independentes

## Lista de Figuras

Figura 1.	Setores de atividade (Europa)
Figura 2.	CR na Europa
Figura 3.	Percentagem de investimento
Figura 4.	Tipos de Investimento
Figura 5.	Tipos de Desinvestimento
Figura 6.	Evolução dos ativos sob gestão
Figura 7.	Evolução de número de entidades ativas
Figura 8.	Quota de mercado
Figura 9.	Percentagem de investimento (SCR)
Figura 10.	Percentagem de investimento (FCR)
Figura 11.	Tipos de investimento
Figura 12.	Tipos de desinvestimento
Figura 13.	Setores de atividade (Portugal)
Figura 14.	Período de detenção de capital social (FCR)
Figura 15.	Período de detenção de capital social (SCR)
Figura 16.	Percentagem de capital social detido (FCR)
Figura 17.	Percentagem de capital social detido (SCR)
Figura 18.	Período das participações sociais (FCR)
Figura 19.	Período das participações sociais (SCR)
Figura 20.	Comparação do total de investimento de CR
Figura 21.	Comparação do total de desinvestimento
Figura 22.	Histograma
Figura 23.	Gráfico P-P Normal de Regressão de Resíduos padronizados
Figura 24.	Gráfico de dispersão

## **Lista de abreviaturas**

ARDC – American Research & Development Corporation

CMVM – Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários

CR – Capital de Risco

ERISA – Employee Retirement Income Security Act

EUA – Estados Unidos da América

EVCA – Europe Venture Capital Association

FCR – Fundos de Capital de Risco

GFCR – Gestão dos Fundos de Capital de Risco

GVC – Governmental Venture Capital

IBO – Institutional Buy-Out

IVC – Independent Venture Capital

MBO – Management Buy-Out

MBI – Management Buy- In

M&A – Mergers and Acquisitions

OPI – Oferta Pública Inicial

PE – Private Equity

PE/VC - Private Equity and Venture Capital

PME – Pequena e Médias Empresas

SBIC – Small Business Investment Company

SBICA – Small Business Investment Companies Administration

SCR – Sociedades de Capital de Risco

SME – Small and Medium Enterprises

VC – Venture Capital

VIF – Variation Inflation Factor

WFG – Deutsche Wagnisfinanzierungs Gesellschaft

FNABA – Federação Nacional de Associação de Business Angels

## **CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO**

Os acontecimentos da crise pandémica em 2020 lembraram-nos que as coisas nem sempre correm como esperamos, o que inclui fontes de financiamento que deixam de ser seguras.

De acordo com Augusto (2014) é fundamental o desenvolvimento de diferentes formas de investimento do financiamento bancário para PME. Em Portugal, as PME(s) correspondem a aproximadamente 99% da proporção de emprego do país e apresentam o potencial de se tornarem grandes empresas no futuro, contribuindo para a componente económica. Este tipo de empresa não recorre apenas a empréstimos bancários, quando surgem dificuldades no seu acesso. Pereira (2008) explica que os capitalistas de risco devem analisar cuidadosamente as empresas em que investem, por forma a obterem a rentabilidade esperada, e acompanhar a atividade destas empresas para reduzir os riscos.

A indústria de CR em Portugal é um tema interessante para investigar, como outra opção para a obtenção de recursos, visto que se trata de uma indústria recentemente desenvolvida, há menos de 40 anos, e porque a forma de pagamento dos investidores de CR não é em dinheiro, mas sim uma proporção da empresa investida.

Devido à existência de diferentes sistemas financeiros, o Capital de Risco é traduzido de diferentes formas. Em alguns países que adotam o sistema anglo-saxónico, como os Estados Unidos, Capital de Risco é definido como um investimento específico para empresas iniciantes, enquanto que em países como Portugal, que seguem o sistema continental, o Capital de Risco também investe nas empresas maduras. Portanto, quando se faz referência ao Capital de Risco de um país do sistema anglo-saxónico, refere-se como *Venture Capital* em vez de Capital de Risco (Santos, 2014 e Neves, 2019).

Ao longo deste trabalho pretende-se explicar a atividade de CR e o seu funcionamento, em que se faz a distinção dos diferentes tipos de investimento e de desinvestimentos. Ademais, pretende-se esclarecer as características das entidades operadoras de CR, conhecidas como Sociedades de Capital de Risco, os Fundos de Capital de Risco e os Investidores de CR, em que os investidores são divididos em Capitalistas de risco, *Business Angels* e *Corporate Venturing Capitalists*. É feita a enumeração das fases de investimentos e clarificam-se as condições que os investidores têm de cumprir para seguir os vários procedimentos. Apresentam-se vários estudos que

indicam o que o Capital de Risco influencia e o que influencia o Capital de Risco, discutem-se teorias relacionados com a sua base, como a Teoria da Agência, os problemas encontrados, como o problema do risco moral e a seleção adversa. A maioria dos documentos estrangeiros referidos baseiam-se no *Venture Capital*, visto que é versão de CR nesses países.

A recolha dos dados da CMVM e EVCA permitiu uma análise que pudesse identificar os comportamentos e os métodos mais adotados na atividade de CR em Portugal e na Europa. Estabeleceu-se um levantamento das principais características de PME, de modo salientar a sua importância em Portugal, e os principais motivos que levam essas empresas a, geralmente, preferirem utilizar o investimento de CR. Decidiu-se criar um modelo em que a variável dependente será o montante de ativos sobre gestão de Capital de Risco e com lista das variáveis disponíveis que afetam o Capital de Risco, que correspondem aos principais indicadores da economia, para provar a relevância do Capital de Risco na economia portuguesa.

Esta tese está organizada em seis capítulos sendo o primeiro capítulo, a introdução, indica o objetivo deste trabalho e a abordagem adotada. O segundo capítulo é a revisão da literatura referente ao Capital de Risco, define-se o significado de CR, explicando-se o seu funcionamento e as condições a que está sujeito a operar e ainda se convocam argumentos e teorias debatidas em diferentes trabalhos sobre o tema. Esse capítulo também explica o enquadramento teórico de PME, esclarece quais os critérios necessários para uma empresa ser classificada como uma PME e enumera as razões pelas quais o Capital de Risco é tão atrativo para estas empresas. O terceiro capítulo descreve a metodologia, sendo justificada a utilização dos testes utilizados para a análise da evolução de Capital de Risco em Portugal. O quarto capítulo corresponde aos resultados obtidos nestes mesmo testes, bem como a interpretação desses resultados conjuntamente com a explicação do modelo. O quinto capítulo refere a conclusão, que aponta as respostas obtidas neste trabalho.

## **CAPÍTULO II - REVISÃO DE LITERATURA DE CAPITAL DE RISCO**

Neste capítulo são explicados os conceitos teóricos sobre Capital de Risco, como a definição deste tipo de investimento e outros critérios. O objetivo deste capítulo é colocar o leitor a par do conteúdo que será apresentado.

## 2.1 História

Vários estudos indicam que o início do Capital de Risco foi no século XV, mas o conceito de Capital de Risco foi originalmente definido no Império Romano. No século XV, a era das descobertas, as famílias mais ricas concentravam os seus fundos nos investimentos em expedições marítimas, na esperança de obter elevados lucros, apesar do nível elevado de risco associado aos custos de manutenção dos navios e da hipótese de ocorrer naufrágio, correspondendo às primeiras operações de Capital de Risco. No século XVIII, durante a Revolução Industrial, na Inglaterra, os donos de projetos com elevada necessidade financeira procuravam por indivíduos com rendimentos, capazes de financiar os seus projetos, surgindo assim os primeiros *Business Angels* (BA) (Freitas, 2016).

Nos Estados Unidos da América, o *Venture Capital* surgiu nos anos 40 do século XX, após o fim da 2<sup>a</sup> Guerra Mundial, com o financiamento das descobertas tecnológicas resultantes da atividade militar por capitais inativos. Em 1946, aparece a primeira sociedade de VC chamada *American Research & Development Corporation* (ARDC), fundada por Karl Compton (presidente do *Massachusetts Institute of Technology*), Georges F. Doriot (professor da *Harvard Business School*) e líderes empresariais locais de Boston, que tinha como objetivo a realização de investimentos de alto risco. Esta sociedade é responsável pelo investimento da *Digital Equipment Corporation*, um dos investimentos de VC mais bem-sucedidos até aos dias de hoje, uma vez que, num período de tempo de 15 anos, conseguiram que um investimento de 70 mil dólares gerasse um retorno de 355 milhões de dólares (Freitas, 2016). Foi em 1958 que surgiu a primeira sociedade limitada de VC conhecida por *Draper, Gaither & Anderson*. Comparando com os fundos fechados, estas sociedades têm uma vida útil definida, máximo de dez anos, para devolver os ativos aos investidores, esses em número limitado, isenções de regulamentações de valores mobiliários e até mesmo da Lei de Sociedades de Investimento de 1940. Também as sociedades limitadas seguiam uma abordagem diferente no momento do retorno em que entregavam as ações alocadas

da empresa investida pela empresa de risco, o que permitia aos investidores selecionar o melhor momento para realizar os ganhos de capital associado ao investimento. No entanto, entre os anos 60 e 70, as sociedades limitadas, apesar de terem sido adaptadas pela economia, são menos preferidas em relação aos fundos fechados e ao programa de *Small Business Investment Companies* (SBICs) (Gompers, 2004). Também foi em 1958 que foi criado o *Small Business Investments Companies Administration* (SBICA), em que as SCR(s) criadas tinham a diretiva de financiar as pequenas empresas que eram utilizadas na Segunda Guerra Mundial (Freitas, 2016). A criação deste programa deveu-se ao potencial que os projetos financiados por ARDC contribuía para facilitar a retoma na vida civil dos soldados da 2<sup>a</sup> Guerra Mundial e para a recuperação económica do país. Com a aplicação de um conjunto de benefícios fiscais e de créditos bonificados, este programa não só possibilitou o avanço do VC, como também motivou a criação de SBICs, que serviam como forma de apoio para os novos projetos empreendedores (Faria, 2009). O trabalho de Gompers & Lerner (2001a), no entanto proclama que este programa foi lançado porque os EUA temiam a lentidão do seu avanço tecnológico quando a União Soviética lançou o satélite Sputnik em 1957. Também revela que devido à sua má elaboração, em que os regulamentos estabelecidos eram demasiados longos, o que desencorajava potenciais investidores, incentivando apenas investidores desonestos com pouco experiência ou empresas fraudulentas, o que facilitou a queda na década de 70.

No início da década de 70, tal como o mercado bolsista americano, o *Venture capital* sofreu uma descida elevada. No entanto, devido à incorporação de reformas, entre 1979 e 1981, o *Venture capital* conseguiu obter uma elevada recuperação, em destaque a *Revenue Act* de 1978, que estabeleceu a diminuição da taxa de imposto máxima para os ganhos de capital decorrentes da atividade de investimento cuja descida correspondeu a mais de metade da taxa original. As reformas permitiram o crescimento do investimento, por via *Venture Capital*, que registou um aumento de 460 milhões de dólares a 3,94 bilhões de dólares, num período entre 1979 e 1987. Em 1987, com a vinda do *crash* das bolsas de valores, registou-se uma nova queda do *Venture Capital* (Faria, 2009).

O programa conhecido por ERISA (Employee Retirement Income Security Act) inseriu a regra do “homem prudente” em 1978, tendo vários administradores de fundos

de pensão de abandonar o *Venture Capital* como uma opção de investimento devido às dificuldades resultantes do nível elevado da incerteza. Em 1979, o Departamento do Trabalho apontou a importância da diversificação da carteira fazendo com que os administradores de fundos de pensão voltassem a investir livremente no *Venture Capital*. A partir dos anos 60 e até aos anos 80, verificou-se a criação de vários subtipos de *Private Equity*, resultante dos eventos do *Silicon Valley*, que também registou um dos maiores *leveraged buyouts* de sempre com o valor de 25 biliões de dólares pela KKR & Co. L.P. à RJR Nabisco. Na década de 90, surge a Internet e o aumento das empresas no investimento no setor desenvolvimento e pesquisa de tecnologia (Rodrigues, 2012). No final da década de 90, o *Venture Capital* aumenta graças à evolução tecnológica que promoveu o aparecimento de novas empresas, em áreas como a biotecnologia, as telecomunicações e outras áreas que procuravam este meio para se financiar (Freitas, 2016). Em 2000, houve a desvalorização das empresas associadas ao negócio da Internet, o que levou várias empresas a reformularem as suas estratégias (Faria, 2009). O *Venture Capital* regista um crescimento entre 2005 e 2008, depois sofre um decréscimo entre 2009 e 2013 e dá-se início da sua recuperação em 2014 (Freitas, 2016).

Na Europa, é na década de 80 do século XX que se verifica a entrada do Capital de Risco. Entre 1981 e 1984, o investimento em Capital de Risco na União Europeia representava 22% do investimento em Capital de Risco nos EUA. Em 1983, criou-se a *European Venture Capital Association* (EVCA), com 43 membros, com sede em Bruxelas, que representa o setor do Capital de Risco na Europa e tem como objetivo estimular esta atividade dentro e fora do continente. Em 1985, o número total das sociedades inscritas em EVCA atinge 93, e são gerados cerca de 1,15 milhões de libras pela atividade de CR. Neste ano, também ocorreu a criação de *Venture Consort*, um programa dedicado às pequenas e médias empresas com projetos ligados a inovações de base tecnológica, com o objetivo de aumentar o financiamento a estas PME, através de consórcios transfronteiriços de operadores de Capital de Risco. Nos finais da década de 80, o Capital de Risco expandiu para a Europa Central e Oriental. Em 1989, houve a criação de *Eurotech Capital*, com a iniciativa de direcionar os operadores de CR para o investimento em projetos transnacionais de alta tecnologia. De 1985 a 1991, o Reino Unido torna-se na maior indústria de CR europeia, onde os investidores de CR

investiram 7,3 milhões de libras. Na década de 90, os países da Europa com maior investimento de CR atraído são Reino Unido, Holanda, Alemanha, França e Espanha. De 1988 a 1995, a *European Seed Capital Fund Scheme* foi criada com o objetivo de captar investimento privado para novas empresas de base tecnológica e inovadoras. Em 2000, a EVCA representava 440 sociedades dedicadas à atividade de CR, com investimentos que totalizavam 34,9 milhões de euros. O Capital de Risco cresceu até 2008, decresceu entre 2009 e 2013, e começou a recuperar entre 2014 e 2015. Em 2015, o número de membros da EVCA atinge os 1200 membros. A maioria dos países europeus, quando utilizavam o investimento de CR, focava-se em empresas maduras, adotando, com frequência, investimentos de CR do tipo *Buyout* e *Start-up*. Quanto às opções no desinvestimento, optavam por venda das participações a outras empresas, a venda a outra SCR e a liquidação. Por último, os setores com mais investimento em CR são os setores de consumo e de retalho, as ciências da vida, os negócios e produtos industriais e as comunicações (Neves, 2019).

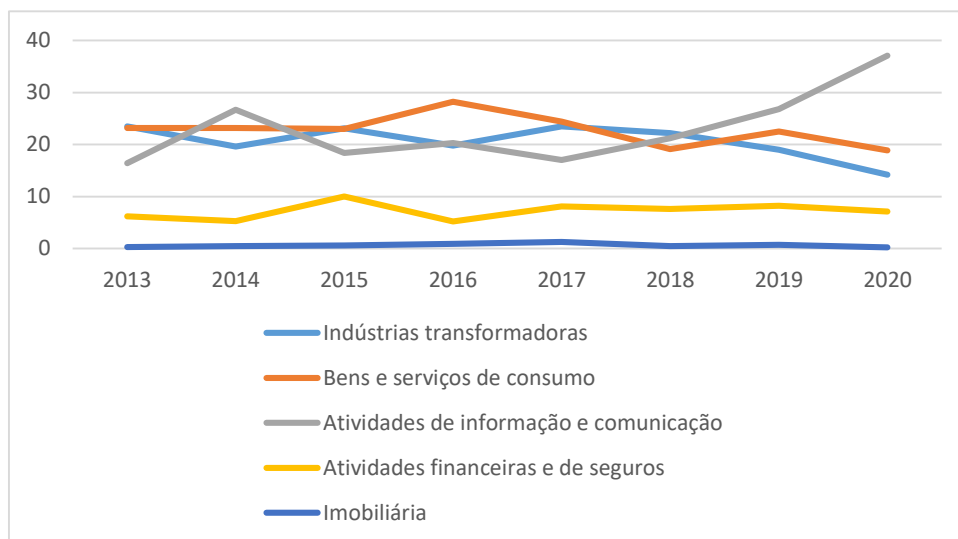
Segundo Belke & Foster (2003), os países como Alemanha e Japão ficaram mais atrás dos outros países, no que diz respeito ao nível de empregabilidade, porque o modelo bancário que serve como base na instituição das suas economias tornou-se num obstáculo ao seu crescimento económico. Também afirma que o *Venture Capital* contribui mais para o crescimento de novos postos de trabalho em vez de conservar os postos de trabalho mais antigos.

Becker & Hellman (2003), analisam o caso de *Deutsche Wagnisfinanzierungs Gesellschaft* (WFG), a primeira indústria de VC na Alemanha que resultou num grande fracasso. Tiraram as seguintes conclusões: as estruturas de contratação e de governação eram incompatíveis com a indústria de *venture capital*, visto que as medidas de proteção dos empreendedores nos contratos eram insuficientes; o facto de os acionistas não serem capazes de maximizar a sua riqueza devido ao conflito de interesses com o governo e as dificuldades na forma de atuar dos *Venture Capitalists*; e que, para alcançar uma boa indústria de VC, a existência de um mercado ativo de ações não é suficiente.

Observando a Figura. 1, entre 2013 a 2020, os setores de atividade com maior atratividade são os setores de “Indústrias transformadoras”, “Bens e serviços de

consumo”, “Atividades de informação e comunicação”, “Atividades financeiras e de seguros” e “Imobiliária”.

Figura 1. Setores de atividade – Top 5 (Europa)



Fonte: EVCA (2013-2020)

As maiores entidades fundadoras de investimento de CR são mostradas por ordem decrescente; Europa, América do Norte, Ásia juntamente com a Austrália, e Resto do mundo, observado na Tabela. 1.

Tabela 1. Principais investidores

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Europa	61,8	44,3	59,8	60,7	57,5	57,4	53,8	54,6	57,5
América do Norte	24,3	36,2	27,7	20,9	29,8	25,8	25,5	28	25,9
Ásia / Austrália	13,3	14,3	10,6	15,5	11,8	14,7	15,1	16,1	15,1
Resto do mundo	0,6	5,3	2	3	0,9	2	5,5	1,4	1,3
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: EVCA (2013-2020)

Quanto aos tipos de investidores de fundos, relatado pela Tabela 2. os dados revelam que os maiores fornecedores são Agências Governamentais, Companhias de seguros, Fundos dos fundos e Fundos de pensão.

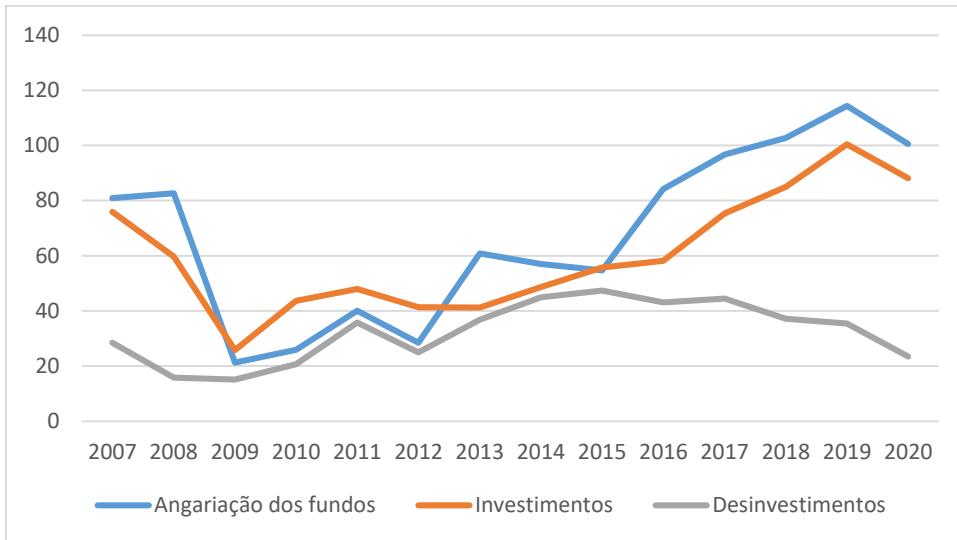
Tabela 2. Peso de investidor de fundo no CR (Europa)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Instituições acadêmicas	0,1	0,4	0	0	0	0	0	0
Bancos	2,7	3,6	5	5	6	5	5	5
Mercados capitais	1,2	0,6	2	1	0	1	1	1
Investidores corporativos	2	2,6	2	2	4	4	2	3
Doações e fundações	3,7	5,5	4	4	3	4	5	3
Escritórios familiares	3,7	5,9	7	5	6	5	6	7
Fundo de fundos	11,7	11,6	12	12	15	12	13	13
Agências governamentais	5,8	10,9	14	5	6	7	6	7
Companhias de seguros	10,7	10,3	9	12	8	11	11	10
Outros gestores de ativos	4,7	4,1	5	6	5	6	6	6
Fundos de pensão	37,2	32,2	22	34	29	31	29	29
Particulares	5,2	4,8	5	4	9	5	7	7
Fundos soberanos	11,3	7,6	13	10	9	9	9	9
Total	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: EVCA (2013-2020)

Na Figura 2. observa-se que o montante dos fundos explicita uma queda em 2009, depois um aumento até 2011. Após a diminuição do montante em 2012, é encontrada outra diminuição em 2014 após uma subida em 2013. Por fim, regista-se um aumento até 2019 e nova diminuição em 2020. O montante de investimento diminui até 2009, aumenta até 2011, diminui novamente em 2012, mantém o valor quase constante em 2013, e, até 2019, vai aumentando com uma diminuição em 2020. O montante de desinvestimento diminui em 2008, aumenta até 2011, diminui em 2012, novamente segue um comportamento de aumento até 2015 a partir do qual vai diminuir lentamente até 2020.

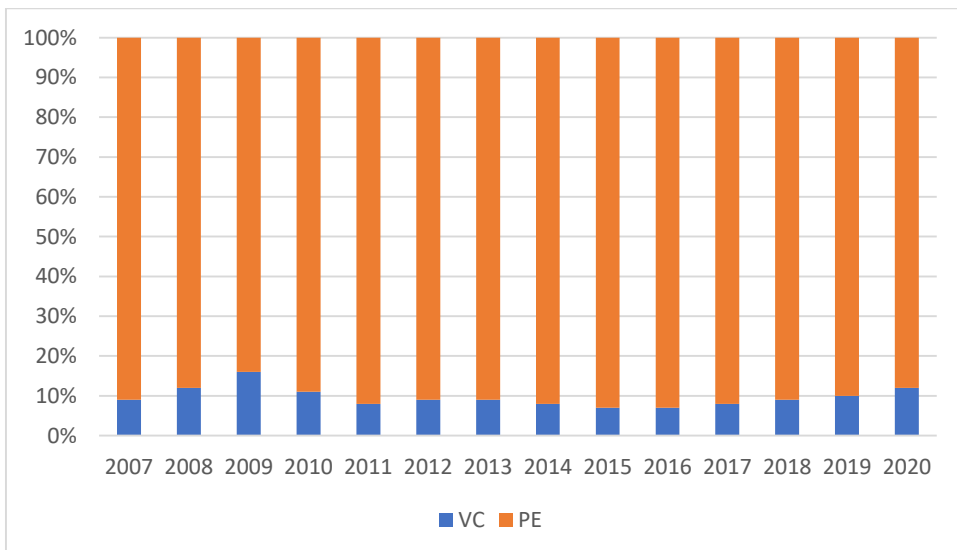
Figura 2. CR na Europa



Fonte: EVCA (2007-2020)

Na Figura 3., conclui-se que na Europa a maior parte do investimento corresponde a *Private Equity*. De 2007 a 2020, a percentagem de PE representava mais de 80% do investimento, sendo a percentagem mais baixa a registada em 2009 foi cerca de 84%.

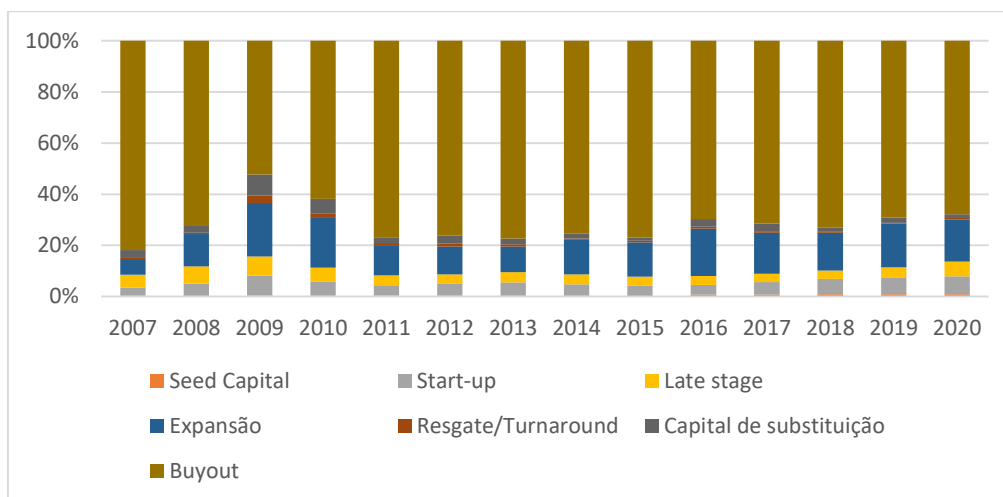
Figura 3. Percentagem de investimento (Europa)



Fonte: EVCA (2013-2020)

Na Figura 4., observa-se que o principal tipo de investimento na Europa é o *Buyout*, o segundo é a *Expansão*, quanto ao terceiro, até 2008, tratava-se do investimento *Late Stage*, em 2009, *Capital de Substituição* e a partir de 2010, a *Start-up*.

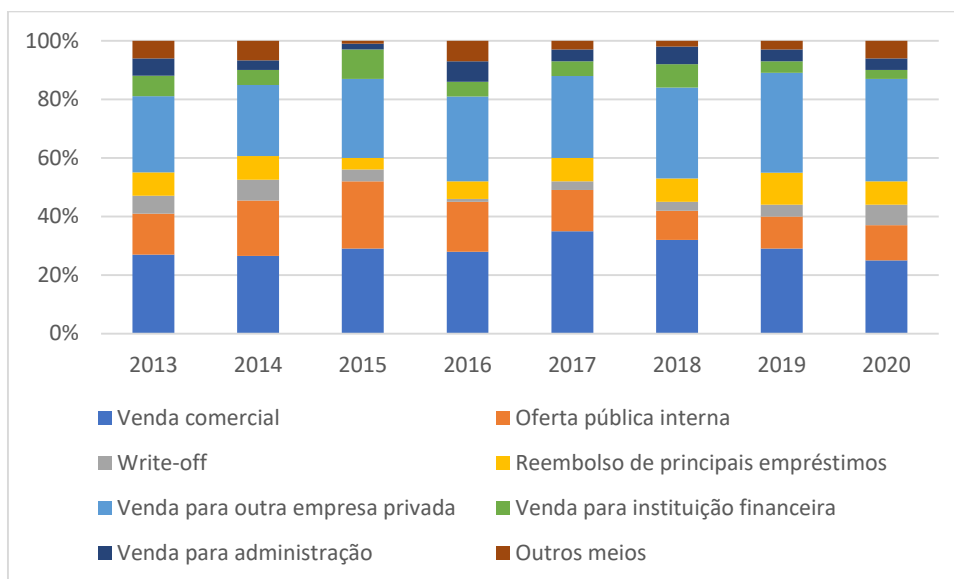
Figura 4. Tipos de investimento (Europa)



Fonte: EVCA (2013-2020)

Na Figura 5., podem verificar-se que os tipos de desinvestimento preferidos na Europa, entre 2013 e 2020, no período de tempo em análise, foram Venda para Administração, Venda Comercial e Oferta Pública Interna.

Figura 5. Tipos de Desinvestimento (Europa)



Fonte: EVCA (2013-2020)

Em Portugal, o Capital de Risco surge em 1986, na altura em que Portugal aderiu à Comunidade Económica Europeia (CEE), para responder à necessidade de resolver os problemas financeiros das PME(s), e ao aparecimento de novas atividades nas áreas de serviços e de indústria de tecnologia avançada e de novas empresas com forte potencial de desenvolvimento, mas com falta dos fundos necessários (Palma, 2021). Através do Decreto-lei nº17/86, de 5 de fevereiro deu-se o surgimento da primeira sociedade de Capital de Risco com o nome de Sociedade Portuguesa de Capital de Risco (S.A.) (Pucariço, 2015).

De 1986 a 1991 verificou-se um crescimento notório, tendo-se registado 29 SCR e o surgimento de outras entidades, tais como os Fundos de Investimento de CR e os Investidores de Capital de Risco, que impulsionaram o crescimento da atividade de CR no país. De 1992 a 1998, ocorre o abrandamento da atividade de CR, verificando-se que o número de sociedades existentes reduziu para metade. As principais causas foram a concentração dos esforços financeiros no setor financeiro e em empresas maduras, a privatização das operações e a dificuldade de alienação das participações da empresa (Freitas, 2016). Originalmente as empresas portuguesas realizavam investimentos de

Capital de Risco tendo como intenção a reestruturação ou a expansão, com a descida de 1992 a 1998, o investimento à Expansão diminuiu. Além disso, as empresas portuguesas deixaram de ver o Capital de Risco como uma espécie de “hospital de empresas” ou uma forma de subsídio (Alexandre, 2009). De 1999 a 2015, o aparecimento das novas atividades resultantes do avanço tecnológico provocou o aumento da atividade de CR (Freitas, 2016).

Na atualidade, as SCR em Portugal estão divididas em públicas e em privadas. As sociedades públicas focam-se em ajudar setores menos atraentes, enquanto que as sociedades privadas, que são sujeitas às leis do mercado, apoiam setores que são classificados como lucrativos. Esta sociedade visualizada como um instrumento de criação e reanimação das empresas, apura-se em novos fundos de investimento em Capital de Risco e existência de novo tipo de operadores no mercado (Freitas, 2016). A primeira *venture catalyst* portuguesa foi criada em 1999, a Gesventure, que corresponde a uma empresa especializada que exhibe relações privilegiadas com investidores institucionais e privados e que tem o objetivo de promover o desenvolvimento do Capital de Risco em Portugal, principalmente no que diz respeito ao financiamento a empresas iniciais, assim como a criação das empresas do tipo *Seed Capital* e o desenvolvimento das já existentes. Em 2000, deu-se a criação do primeiro *Business Angels Club* Português, em 2005 nasceu Associações Regionais, o clube de Cascais chamado *Invicta Angels*, e em 2007 fundou-se a Federação Nacional de Associação de *Business Angels* (FNABA). A Gesventure é capaz de exercer funções a nível dos empreendedores, como a análise, e efetuar o “apport” de sugestões no *business plan* a desenvolver, identificar e selecionar os potenciais investidores que melhor se adaptam às necessidades do empreendedor, assistir e acompanhar o empreendedor no processo de negociação e constituir equipas de gestão profissionais que permitem facilitar o cumprimento dos planos. Quanto ao nível dos investidores, a Gesventure permite a criação de um clube de investidores, que lhes facilita o acesso privilegiado a novas oportunidades de capital, à seleção e apresentação de projetos com elevado potencial de crescimento, à implicação da equipa “*Venture Catalyst*” no seguimento do projeto de investimento e à procura de oportunidades de desinvestimento e de consequente rentabilidade dos investimentos realizados (Banha, 2004).

As empresas portuguesas utilizavam os investimentos de Capital de Risco para situações como expansão da empresa ou resolução das dificuldades financeiras (Alexandre, 2009). Tanto Portugal como a maioria dos países da Europa têm seguido uma tendência para realizar investimentos em empresas que se encontram em fases avançadas, como tipo de investimento a *Management Buy-Out*, a Expansão e o Capital de Substituição, uma vez que estão menos interessados em investimentos de elevado risco, como investimentos *Seed Capital* e *Start-up* (Ramos, 2011). Segundo Neves (2019), nos últimos anos, o Capital de Risco em Portugal ainda concentrava a maioria dos investimentos em empresas maduras, mas tem-se verificado um acréscimo do investimento em empresas iniciais, que tenta seguir o exemplo da indústria de risco nos EUA. Portugal regista uma preferência nos investimentos como *Buyout* e *Start-ups*, não tendo um setor específico em que se coloque a maior parte da concentração financeira de CR. Em relação às estratégias de saída está mais inclinado para a venda das participações a outra empresa, a venda aos antigos titulares e o reembolso. Contando com a presença do Estado e do Banco no controlo, desde a sua implementação, Portugal deveria atrair fundos de pensões, como se verifica na Europa. Visto que retratam um nível de risco elevado, os investimentos em altas tecnologias não são alvo de grande interesse quer para Portugal quer para a Europa, sendo este um comportamento contraditório à maioria dos estudos sobre CR que afirmam o potencial de CR ser despertado em inovações tecnológicas.

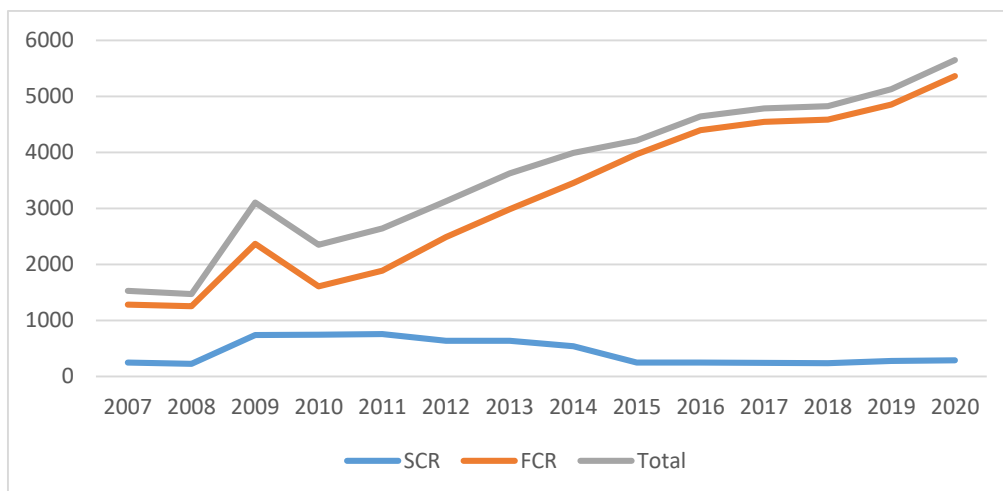
O objetivo do Capital de Risco em Portugal é promover o desenvolvimento do tecido empresarial; no entanto, a indústria de CR em Portugal está atrás de outros países, pois para além do Capital de Risco ter sido incorporado na economia portuguesa mais tarde, apresentando uma dimensão reduzida e falta de experiência e prática nesse tipo de indústria, também se deve à tendência de Portugal seguir uma cultura conservadora adversa ao risco, já para não falar que o papel desempenhado pelo banco e pelo Estado na economia neste país dificulta as operações de Capital de Risco (Rodrigues, 2012).

A constituição das SCR era inicialmente tratada pelo DL n° 17/86, de 5 de fevereiro, a que se seguiu o DL n° 433/91 de 7 de novembro sobre a fusão dos regimes jurídicos das SCR com as sociedades de fomento empresarial. O DL n° 58/99, de 2 de março, foi criado para a constituição e funcionamento dos FCR. O regime jurídico das SCR e do

fomento empresarial fundiu-se com o regime jurídico dos FCR no DL n° 319/2002, de 28 de dezembro. Desde aí, em termos jurídicos, o Capital de Risco foi sujeito apenas a revogações, tendo o DL n° 319/2002, de 28 de dezembro, sido revogado pelo DL n° 375/2007, de 8 de novembro, que também foi revogado pelo DL n° 18/2015, de 4 de março (Ramos, 2011).

De acordo com os dados, o montante dos ativos sob gestão nas SCR, após diminuir em 2008, demonstra um grande aumento em 2009, que continua até 2011. Em 2012 começa a descer, sendo que a maior descida registada foi em 2015. Até 2020, os ativos sob gestão vieram sempre a descer, exceto nos anos 2016 e 2019, nos quais se apurou aumento. Nos FCR, o montante dos ativos sob gestão diminui em 2008, aumentou em 2009, verificando-se neste ano o maior aumento registado, e volta a diminuir em 2010 e depois desse ano até 2020, o valor foi sempre aumentado. A evolução do valor total dos ativos sob gestão é semelhante à evolução do valor sob gestão dos FCR, isto é, retirando os anos 2008 e 2010, o valor dos ativos sob gestão foi crescendo. Segundo relatório de CMVM 2009, uma das possíveis explicações do aumento do montante no lado de SCR é a transformação da empresa Finpro-SGPS, uma empresa que gera elevado valor, numa SCR. Alguns dos aumentos verificados podem ser explicados pelos efeitos da crise financeira, sobre a procura de fontes de financiamento alternativas aos empréstimos bancários e do aumento acentuado do número de FCR como se pode observar na Figura. 6. Nesta figura, os valores estão na unidade de milhões.

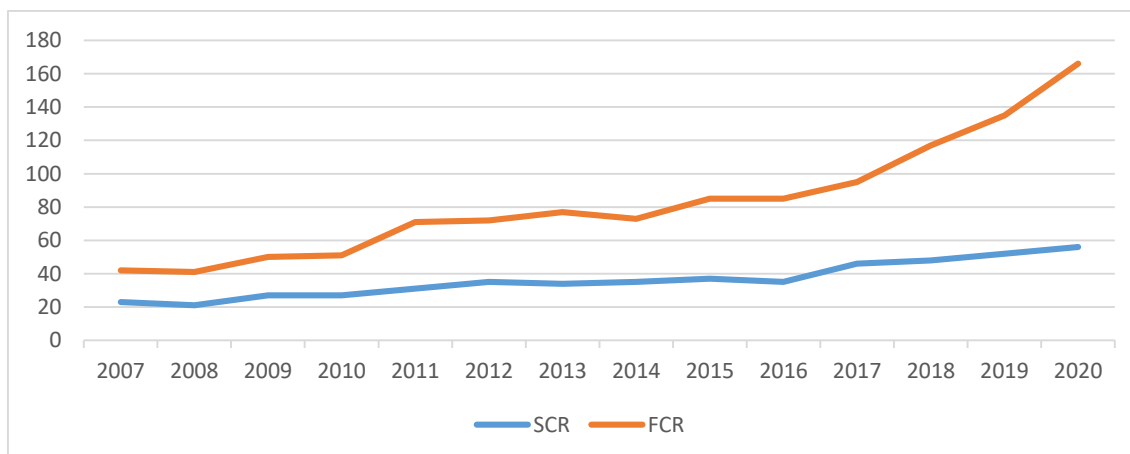
Figura 6. Evolução dos ativos sob gestão



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

Na Figura. 7 verifica-se que tanto o número de entidades ativas nas SCR como nas FCR aumenta ao longo do tempo, mas o aumento do número de FCR é maior comparado com o aumento do número de SCR. Na verdade, no contexto temporal, analisando o número de SCR verifica-se que está sempre abaixo do número de FCR. No que diz respeito às SCR, verificaram-se algumas diminuições nos anos 2008, 2013 e 2016, e, em 2010, o número manteve-se igual ao de 2009. Quanto ao número de FCR, os anos 2008 e 2014 são os únicos anos em que se registaram diminuição. Em 2016 não se verifica alteração comparando com o ano 2015. De forma resumida, apesar de algumas descidas, a evolução do número de SCR e de FCR têm seguido um comportamento crescente, em que se notam vários aumentos, sendo que os anos com maior aumento foram 2017, no caso das SCR, e 2018, no caso de FCR. Estes resultados justificam que Portugal tem aumentado o seu interesse em FCR comparando com SCR, que está de acordo com o que foi explicado em outras teses.

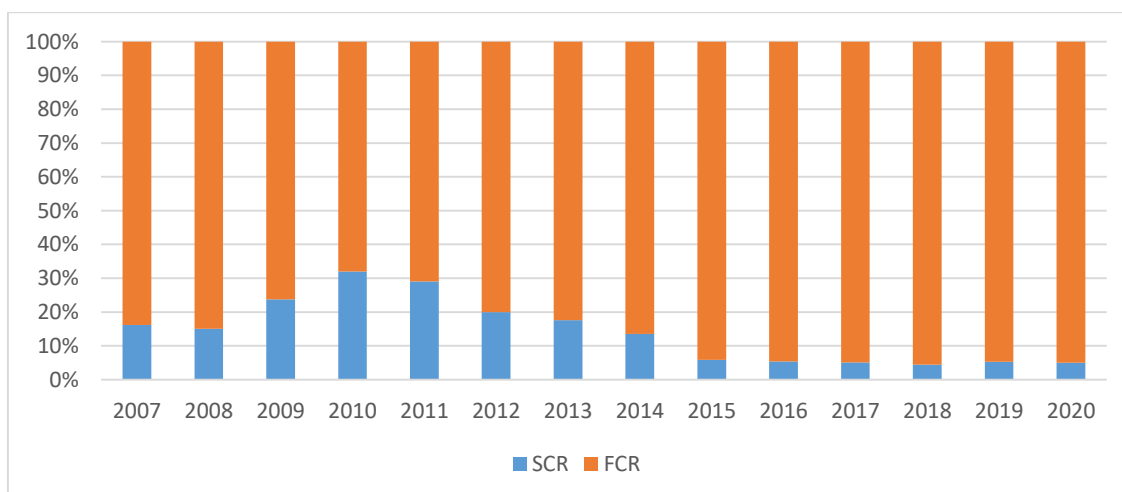
Figura 7. Evolução do número de entidades ativas



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

Atendendo à Figura. 8, entre 2007 e 2008, a quota de mercado de SCR diminuiu enquanto a de FCR aumentou, mas a partir de 2008 verificou-se um decréscimo das FCR e um acréscimo das SCR até 2010. De 2011 a 2018, a quota de mercado de FCR aumentou, ao passo que a quota de mercado de SCR diminuiu. Em 2019, verificou-se um pequeno aumento nas SCR e uma pequena diminuição nos FCR, mas em 2020 a situação reverte-se e a quota de FCR aumenta enquanto a quota de SCR diminuiu. De forma resumida, a quota de mercado tem sido maioritariamente baseada pelos FCR, com percentagem sempre acima ou próxima dos 70%.

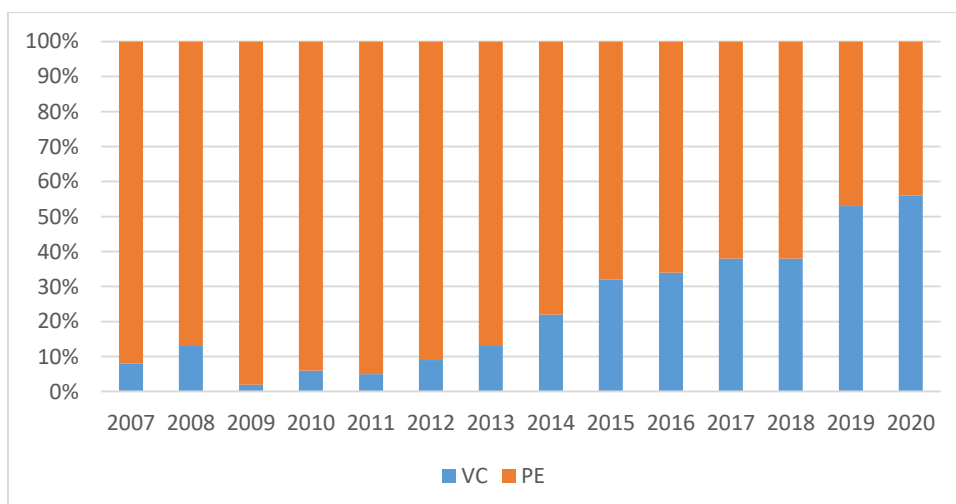
Figura 8. Quota de mercado



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

A análise da percentagem de investimento de CR permitiu confirmar que SCR e FCR adotam diferentes comportamentos. Na Figura. 9, dados que têm a ver com as SCR, realçam o ligeiro aumento da percentagem de investimento de VC de 2007 a 2008, uma descida relevante em 2009, novo aumento em 2010 e outra diminuição em 2011, se bem que as alterações em 2010 e 2011 foram mais baixas do que as alterações verificadas nos anos 2007 e 2008. Apesar de se verificarem subidas e descidas na percentagem de investimento de VC, de 2007 a 2011, a percentagem de investimento de VC cresceu de 2012 a 2020, representando mais de 50% da percentagem a partir de 2019. No que diz respeito, à *Private Equity* observa-se a sua predominância de 2007 a 2018, verificando-se a sua diminuição lenta desde 2011, considerando o aumento de VC.

Figura 9. Percentagem de investimento (SCR)

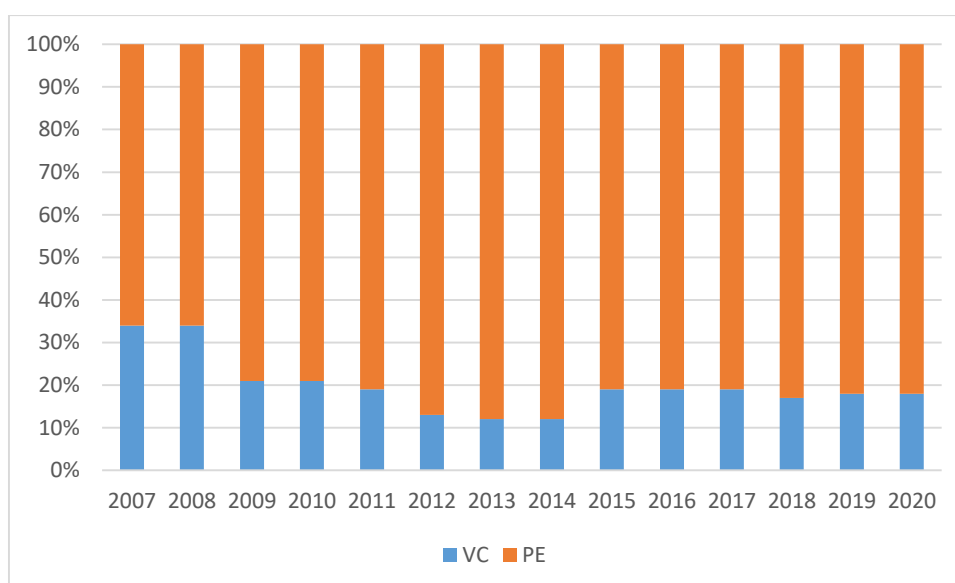


Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

Já no caso dos FCR, exibido na Figura. 10, constata-se a descida da percentagem do investimento de VC de 2007 a 2014, que aumenta em 2015 e mantém-se inalterado até 2017. Em 2018 diminui ligeiramente, voltando a aumentar em 2019 e não sofrendo alterações em 2020. Com a observação das subidas e descidas e verificando-se mais descidas do que subidas, a percentagem de investimento de VC decresceu de 2007 a 2020, tendo a sua percentagem, ao longo do tempo, atingido o máximo de 34% do investimento de CR. Sem contar com os anos 2007 e 2008, o PE corresponde a mais de

70% dos investimentos de FCR. Pode-se concluir, com esta informação, que as SCR têm aumentado o seu investimento em *Venture Capital* em pouco tempo e em detrimento do *Private Equity*, o que é positivo, visto que, em teoria, o investimento de CR é mais apropriado no investimento em empresas iniciais. Nos FCR a concentração do investimento no *Private Equity* tem aumentado ao longo dos anos.

Figura 10. Percentagem de investimento (FCR)

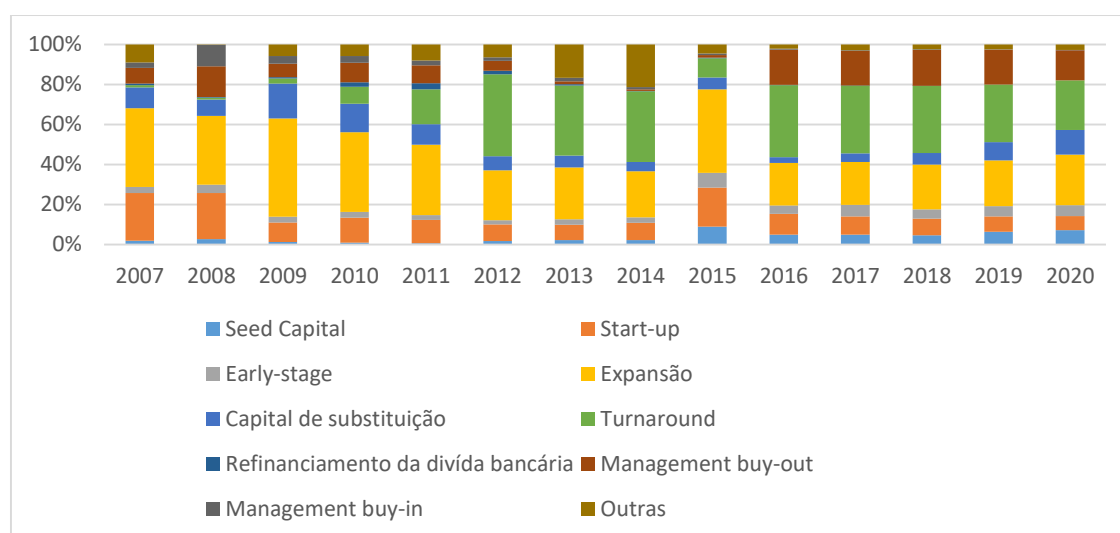


Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

Na Figura. 11, em relação aos tipos de investimento verificou-se que os três tipos de investimento com maior peso entre 2007 a 2010 são Expansão, *Start-up* e Capital de substituição, mas acrescento que o peso de *Management Buy-out* foi maior que Capital de substituição em 2008. Em 2011, o peso do Capital de substituição diminuiu, mas em contrapartida o peso da *Turnaround* aumentou. No entanto, em 2015, este tipo de investimento sofre uma grande descida, sendo neste mesmo ano que se marca o maior peso da Expansão e do *Seed Capital* do período de tempo analisado. A partir de 2016 e até 2020, o peso da *Start-up* e do *Management Buy-out* diminuiu ligeiramente, fazendo com que os três investimentos com maior peso em 2020 sejam Expansão, *Turnaround* e *Management Buy-out*. Segundo a informação retirada dos relatórios de CMVM de 2008 a 2012, o baixo nível de investimento do *Seed Capital*, ao longo dos anos, deve-se à

inexistência da atividade de *Business Angels* registada no CMVM, as *Start-ups*, apesar desta forma de investimento apoiar as empresas iniciais na questão do financiamento, a sua diminuição deve-se ao facto do aumento do número de empresas entrarem na fase de desenvolvimento, colocando os seus recursos em investimentos do tipo de *Expansão*. Acredita-se que o aumento do investimento tipo *Expansão* deve-se também ao facto de contribuir para uma maior internacionalização, resultando no aumento das exportações, e da crescente dificuldade das empresas em realizar financiamento bancário. Os relatórios também apontam que a predominância destas formas de entrada está de acordo com a literatura que expõe o aumento das dificuldades da obtenção do crédito bancário é responsável pelo aumento do investimento de CR.

Figura 11. Tipos de investimento

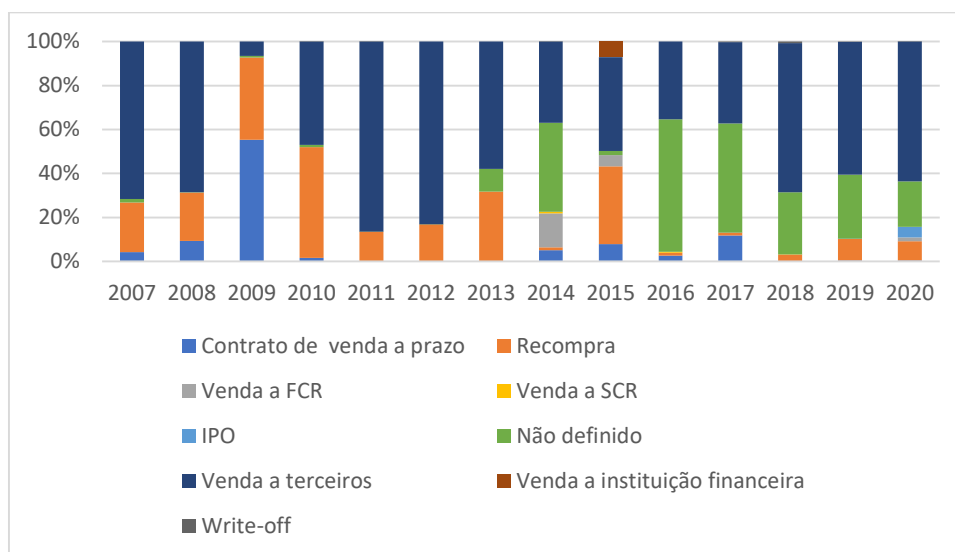


Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

No que toca aos tipos de desinvestimentos, a Figura. 12 aponta os três tipos de desinvestimentos mais utilizados pelos investidores no período entre 2007 e 2012: Contrato de venda a prazo, “Recompra” e Venda a terceiros. Em 2009, o Contrato de venda a prazo apresentou o maior peso no total dos desinvestimentos realizados e registados dentro do período de tempo em análise, representando mais de 50%. No entanto, em 2010 verificou-se o seu menor peso registado ao longo do tempo e ainda nos anos a seguir não apresentou peso maior do que 15%. A partir de 2013 até 2020, o desinvestimento “não definido” tem um peso maior do que o Contrato de venda a prazo,

exceto em 2015, tornando o desinvestimento “não definido” um dos três desinvestimentos mais utilizados. Dos três tipos de desinvestimento mais utilizados em 2007, sabe-se que no ano de 2020, esses dois desinvestimentos mantiveram a sua posição no topo, apesar da diferença de valor, enquanto o outro foi substituído. Ferreira (2009) explica que a razão pelo qual Portugal expõe um baixo nível de utilidade da OPI deve-se à inexistência de um mercado bolsista, adequado para PME(s) ou para certos setores emergentes de atividade, e da alta concentração de investimento em empresas maduras. De acordo com o relatório CMVM de 2011 a 2016, tem-se verificado que os operadores do mercado têm assumido posições típicas dos titulares do capital alheio, um comportamento mais virado à atividade bancária, do que assumido os riscos dos acionistas, que é um comportamento mais típico do Capital de Risco. Não esquecer de mencionar que a Recompra é realizada pela equipa de gestão ou por acionistas.

Figura 12. Tipos de desinvestimento

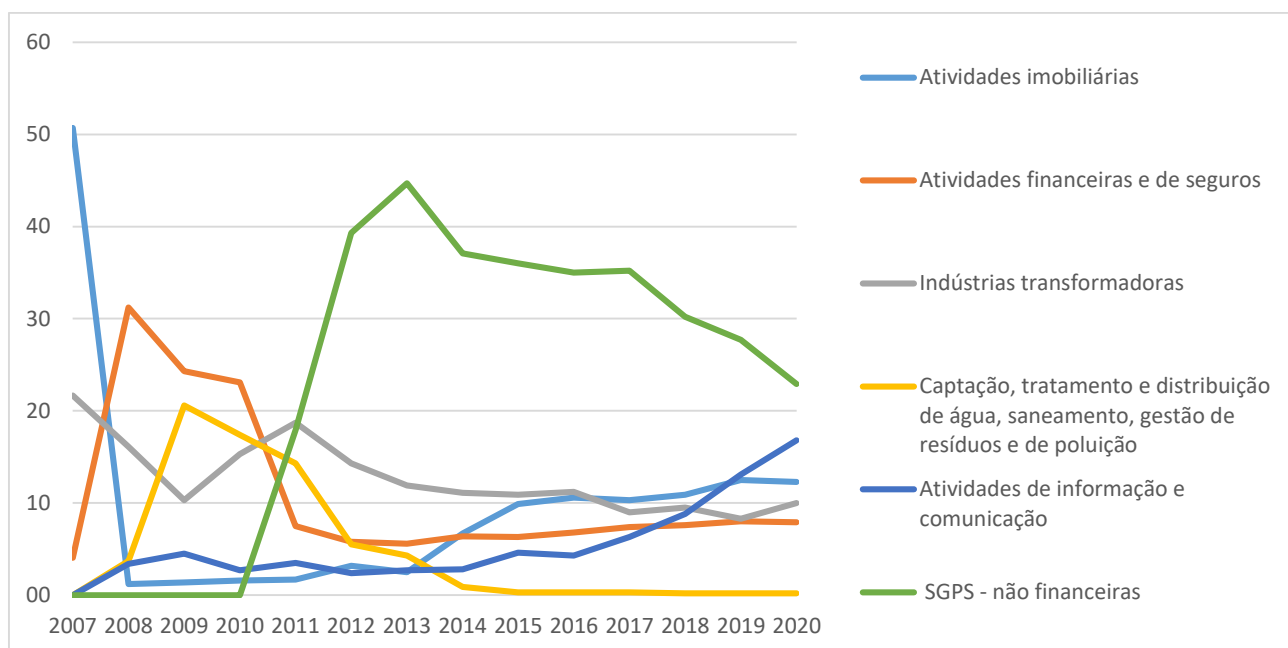


Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

Para análise dos setores de atividade, destacou-se os setores que apresentavam mais do que 10% do investimento total em mais que 1 ano, no período de tempo analisado, sendo estes os setores das atividades imobiliárias, das atividades financeiras e de seguros, das indústrias transformadas, da captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, das atividades de informação e comunicação e da SGPS (não financeiras).

As atividades financeiras e de seguros exibiram valores acima dos 10% nos anos 2008, 2009 e 2010, enquanto que a captação, tratamento e distribuição de água, saneamento verificaram-se nos anos 2009, 2010 e 2011. As indústrias transformadoras desde 2007 a 2016 constituíram mais do que 10% do investimento de CR. O setor de tecnologias de informação e comunicação correspondiam a mais do que 10% do investimento nos anos 2019 e 2020. Por último, a SGPS (não financeiras) mostraram desde 2011 a sua fração do investimento de CR acima dos 10%. As SGPS não financeiras apesar terem sido um dos setores mais investidos, correspondem a empresas utilizadas como meio de realizar investimentos noutras empresas, não sendo identificadas como destino final para o investimento, logo não contam como setor oficial, fazendo com que setor de tecnologias e informação se torne um dos três setores predominantes no ano 2019 e 2020. Verifica-se que os setores que relatam maior nível de produtividade (como setor financeiro e de seguros, das indústrias transformadoras e atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares) são os setores que utilizam mais Capital de Risco de acordo com os relatórios de CMVM de 2008 a 2011. Faria (2009), na sua análise de dados, explica que o aumento no setor de indústrias transformadoras e das tecnologias de informação e comunicação deve-se ao facto de Portugal querer aumentar o desenvolvimento, sobretudo do setor de informação e comunicação, para que os procedimentos das empresas públicas e privadas sejam mais competitivos. Todos os dados podem ser verificados na Figura 13.

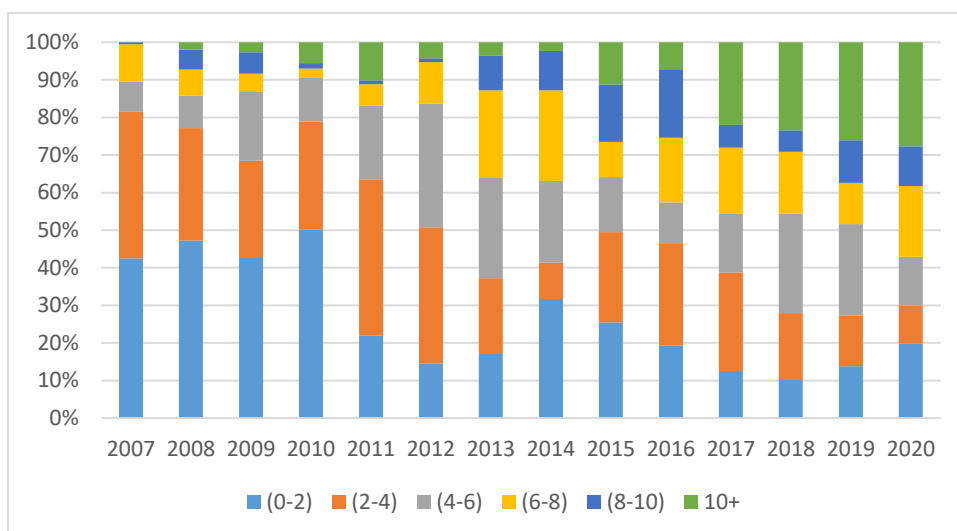
Figura 13. Setores de atividade – Top 6 (Portugal)



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

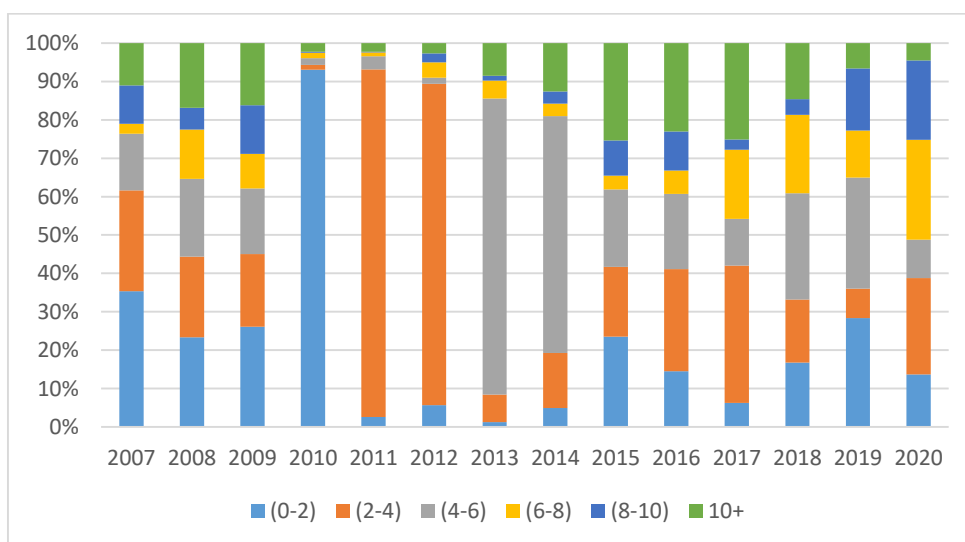
Em relação ao período de detenção do Capital de Risco, observa-se que a maioria das participações do capital social das SCR e dos FCR concentram-se em detenções inferiores a 6 anos, exceto no ano 2020. Isto confirma que Portugal opta por realizar investimentos de Capital de Risco com duração mais curta, assinalado nas Figuras. 14 e 15.

Figura 14. Período de detenção de capital social (FCR)



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

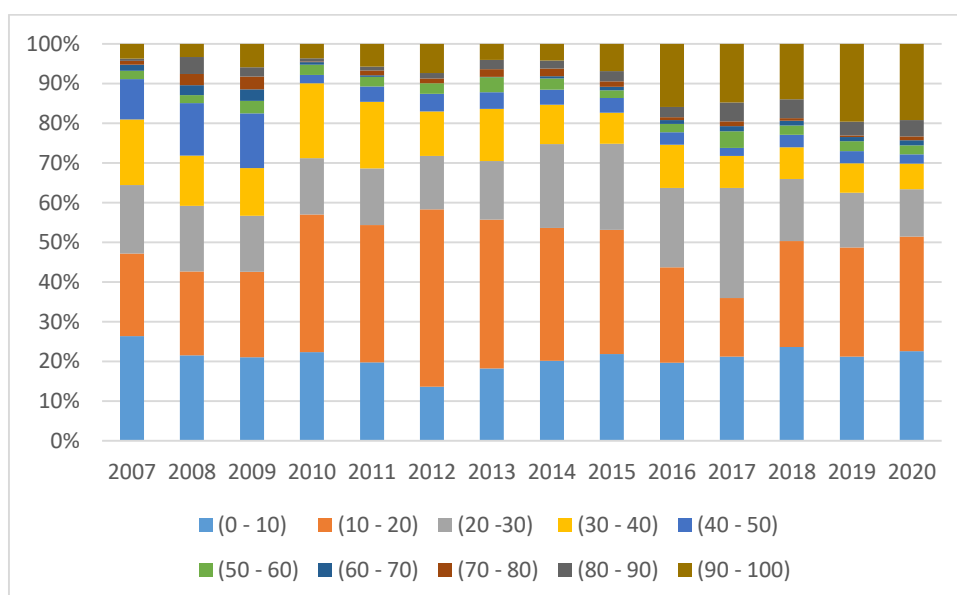
Figura 15. Período de detenção de capital social (SCR)



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

A percentagem do capital detido, revelado na figura 16, revela que nos FCR de 2007 a 2015, as participações de capital social com percentagem de capital detido inferior a 50% correspondiam a mais do que 80% do investimento de CR. Em 2016 diminuiu fazendo com que as participações com percentagem inferior a 50% representassem entre 70% e 80% do investimento.

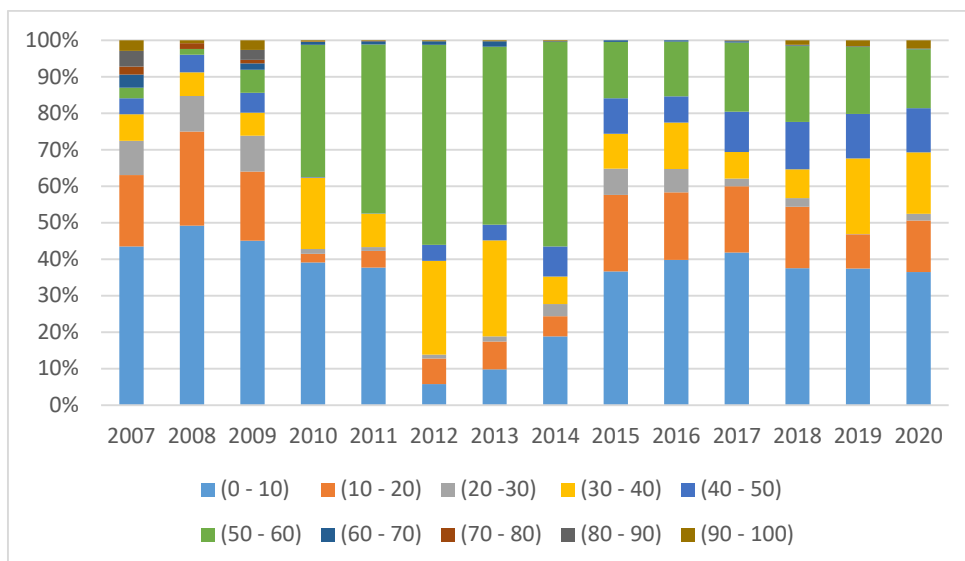
Figura 16. Percentagem de capital social detido (FCR)



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

Já na Figura 17, sobre as SCR, as participações de capital social com percentagem de capital detido inferior a 50% representavam mais do que 80% do investimento total de CR entre 2007 e 2009, mas essa proporção sofre uma diminuição significativa em 2010. Esta diminuição continua até 2012, ano em que se registou 44,1%, o segundo valor mais baixo no período de tempo, sendo primeiro verificado em 2014 com valor de 43,5%. Em 2015, as participações com percentagem inferior a 50% do capital detido aumentaram bastante, representando 84,1%. Depois de 2015, as participações com percentagem inferior a 50% variavam entre 70% e 80% do investimento total de CR.

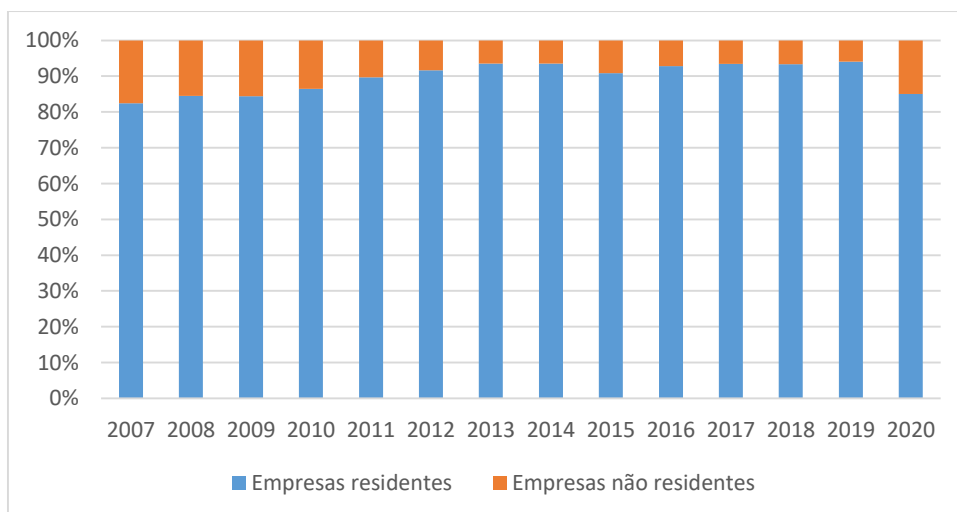
Figura 17. Percentagem de capital social detido (SCR)



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

Na Figura. 18 verifica-se no lado dos FCR em todos anos do período em análise, as empresas residentes representavam mais do que 80% das participações sociais.

Figura 18. Período das participações sociais (FCR)

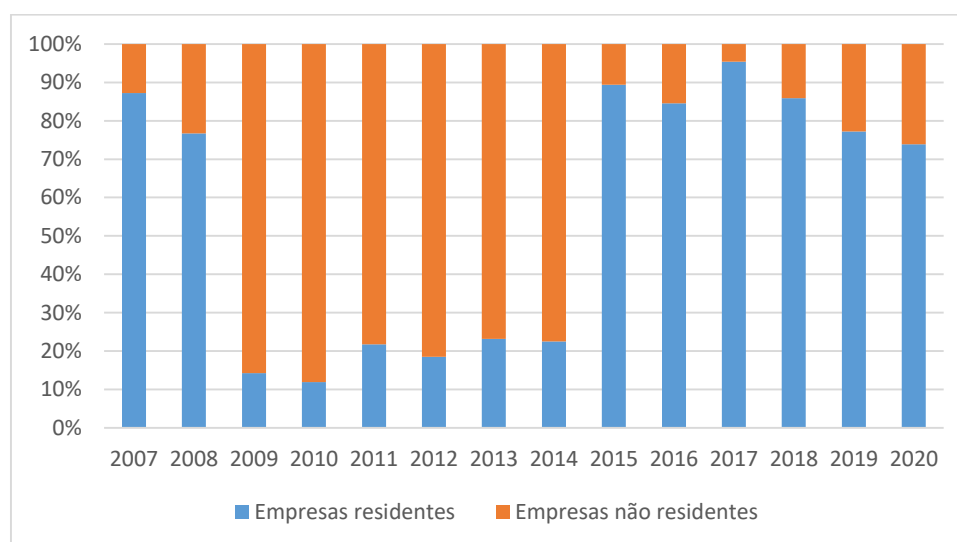


Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

Representado na Figura 19, sabe-se que no caso das SCR a percentagem das participações sociais realizadas por empresas residentes desce de 2007 a 2010, sendo a

descida verificada em 2009 bem mais acentuada do que em 2008. Verifica-se um aumento em 2011, mas depois uma nova diminuição em 2012. Em 2014, verificou-se um grande aumento, e a partir desse ano o peso das empresas residentes representava mais do que 80% das participações sociais, já em 2019 e 2020 desceu e passou a representar mais do que 70%. Nos primeiros anos da análise, a percentagem de empresas não residentes é explicada pelo facto da Finpro-SGPS, uma entidade que realiza operações com empresas não residentes, transformou-se numa SCR, tudo explicado nos relatórios de CMVM de 2009 e de 2010.

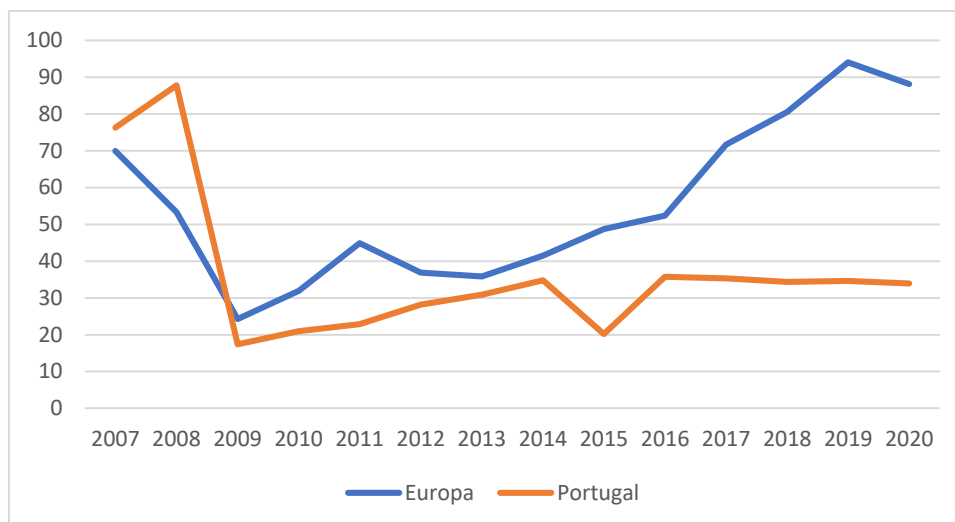
Figura 19. Período das participações sociais (SCR)



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020)

A Figura 20. representa a comparação do investimento total de CR na Europa e em Portugal, e pode observar-se que até 2008 o montante de investimento de CR em Portugal é maior que o montante de investimento de CR na Europa, mas no ano 2009 Portugal tem uma grande descida, passando de valores próximos de 900 milhões a valores abaixo dos 200 milhões. A Europa tal como em 2008, em 2009 volta a diminuir, mas comparando com Portugal, a sua descida foi bem menor permitindo estar acima de Portugal. Nos restantes anos, apesar das várias subidas e das poucas descidas, o montante de investimento de CR na Europa foi sempre superior ao montante de investimento de CR em Portugal.

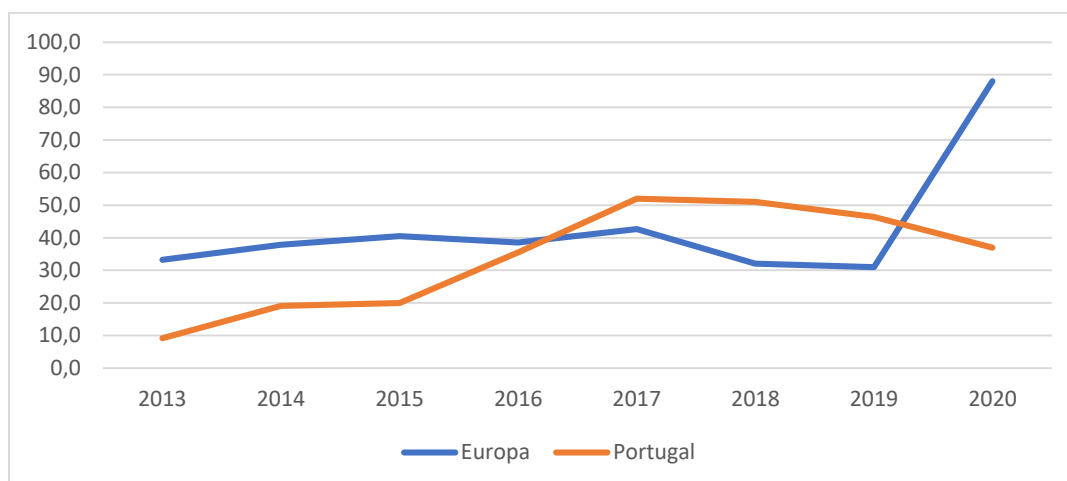
Figura 20. Comparação do total de investimento de CR



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2007-2020); EVCA (2013-2020)

Observando a Figura 21. que diz respeito ao desinvestimento total, a contar a partir de 2013, o montante de desinvestimento de Portugal é inferior ao montante de desinvestimento da Europa, contudo depois do ano 2016 os valores de desinvestimento de Portugal superaram os da Europa até 2019, sendo que em 2020, a Europa volta a conquistar a superioridade graças à grande subida, com valor aproximadamente 600 milhões.

Figura 21. Comparação do total de desinvestimento de CR



Fonte: Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal, CMVM (2013-2020); EVCA (2013-2020)

## 2.2 Definição e conceitos

### 2.2.1 Definição

A definição de Capital de Risco varia entre países, em que países que seguem o modelo do sistema anglo-saxónico, como o Estados Unidos e o Reino Unido, definem Capital de Risco como uma forma de investimento em empresas novas com potencial de crescimento, mas sujeito a nível elevado de risco através do financiamento de capital próprio e capital social batizado com nome de *Venture Capital*, diferente da forma de investimento conhecida por *Private Equity* em que a única diferença é que financiam em empresas já existentes (Catani, 2017). No caso dos países que adotam o modelo do sistema continental, como a maioria dos países na Europa e em Portugal, o Capital de Risco é uma fusão dos conceitos *Venture Capital* e *Private Equity*, sendo definido como o meio de financiamento que apoia empresas com elevado nível de risco, mas com potencial de crescimento e de valorização (Nogueira, 2016).

O sistema anglo-saxónico apoia-se em mercado de capitais, a concentração da maioria dos investimentos em empresas de fase inicial, a predominância da venda em bolsa e a necessidade de controlo dos gestores em relação aos acionistas, enquanto que o sistema continental recorre a instituições financeiras adotando uma atitude de distanciamento do risco com o foco dos investimentos em empresas

maduras e com o problema da proteção dos pequenos investidores em relação aos acionistas, que possuem maior poder de controle e de influência, na gestão societária. (Rodrigues, 2012).

Através da participação temporária e minoritária do capital social da empresa investida por uma Sociedade de Capital de Risco, o investidor profissional fornece à empresa investida não só os fundos de capital próprio como também serviços de apoio à gestão, como a monitorização e o aconselhamento da atividade da empresa sendo que o retorno do investidor corresponde à proporção dos ganhos gerados pelo sucesso da empresa (Caldeira, 2013). O financiamento de Capital de Risco nas empresas corresponde na aquisição de capital próprio quer por participações do capital social quer por aporte de prestações suplementares ou até mesmo por aporte de prestações acessórias não onerosas e de reembolso condicionado pelo princípio da integralidade do capital social. Quanto ao custo é representado por um valor definido pelos investidores tendo em conta o grau de risco do negócio (Carvalho, 2019). O investimento de CR pode ser realizado por via direta, que corresponde à aplicação direta do capital na empresa, ou por via indireta, constitui a criação de relação intermediária entre investidores institucionais e as empresas investidas (Rodrigues, 2012).

Segundo Jacquinet (2019) o investimento inicial é crucial na produção de bens e serviços gerados pela empresa e tanto o empreendedor como o investidor estão sujeitos a operações de elevado risco que podem resultar na perda de uma grande proporção de recursos. Ensley & Carr (2006) alegam que a maioria das novas empresas que aparecem tendem a desaparecer, a razão mais provável, para além do acesso a pouca informação, seria a incapacidade dessas empresas se adaptarem às mudanças do mercado e das inovações tecnológicas. As empresas de VC não mostram níveis elevados de esforço quanto à decisão do melhor momento para investir. Em vez disso aproveitam-se dos fundos obtidos no sucesso inicial para financiar investimentos futuros e em maiores sindicatos, provando que o sucesso inicial favorece o aumento do acesso aos fluxos de negócio e a diferença de desempenho que os investimentos iniciais demonstram. (Nanda et al., 2020).

Existe duas formas em que o investidor de CR pode participar nas empresas. Na abordagem *hands-on*, o investidor acompanha a gestão e a elaboração da estratégia da empresa investida, como um parceiro de gestão. Esta abordagem permite melhorar o conhecimento e a rede de contacto da empresa investida e aumentar a probabilidade de sucesso das empresas inexperientes. Na abordagem *hands-off*, o investidor fornece os recursos financeiros e não intervém na gestão da empresa. A opção de *hands-on*, corresponde uma posição mais ativa por parte do investidor, sendo mais utilizada por investidores de *Venture Capital*, enquanto na opção *hands-off*, os investidores de *Private Equity* são aqueles que naturalmente assumem esta abordagem, que representa uma posição mais passiva (Freitas, 2016 e Palma, 2016).

A relação entre empreendedor e capitalista de risco é vista como uma parceira, ambos sabendo que a outra parte pode seguir um comportamento oportunista. A maioria dos acordos, em que se verifica a existência de um comportamento oportunista, dá-se do lado do capitalista de risco, uma vez que tem acesso à informação sobre a estrutura de negócios e da atividade da empresa investida. Espera-se que comportamento oportunista por parte do capitalista de risco em um destes três momentos, na substituição do CEO fundador, podendo aproveitar da oportunidade de cancelar as ações não exercidas e ainda comprar as ações do fundador a preços mais baixos, numa etapa de financiamento avançada, tentando diminuir o controlo da empresa dos restantes acionistas, e o desinvestimento, selecionando um momento em que resulte no seu ganho, mas perda para a outra parte (Rodrigues, 2012).

A *Limited Partnership* é o modelo de negócio seguido pelos países do sistema anglo-saxónico e representa a estrutura organizacional mais usada como veículo de investimento de FCR. A *Limited Partnership* corresponde a uma interação de investidores institucionais como sócios de responsabilidade limitada e as SCR atuarem como os sócios encarregados das dívidas da sociedade representados pelos membros que selecionaram para à equipa de gestão (Rodrigues, 2012). Os investidores potenciais (sócio limitados) com base em informação disponível e das características que os investimentos de uma empresa de VC manifestam, planeiam as suas decisões de investimento evitando as decisões que podem diminuir a sua probabilidade de levantar fundos novamente (Lahr & Mina, 2016). Na transação dos

fundos de PE, enquanto os empreendedores agem como *general partners*, os investidores, maior parte das vezes investidores institucionais, operam como *limited partners* (Veloso, 2012).

O perfil de empresa mais apropriado para o investimento de VC é o das empresas que acabam de nascer ou que foram criadas recentemente, que se encontram com adversidades na obtenção de financiamento externo, e de empresas que se envolvem em áreas de atividades de elevado risco, como a área da tecnologia e da biotecnologia. Estes tipos de empresas têm a tendência em sustentar-se no *Venture Capital* pois as fontes de financiamento interno destas empresas são muito baixas, nos primeiros anos de vida, e sua atividade produtiva pode não gerar receitas suficientes para responder aos custos e às dificuldades em aceder às diferentes formas de investimento externo, que provêm do facto de os intermediários financeiros não estarem interessados em fazer negócios com as empresas iniciantes, que não têm quase ideia nenhuma de como operar dentro do mercado de trabalho, já para não falar que, na perspetiva do investidor, a informação sobre atividade produtiva dessas empresas é escassa fazendo com que o negócio com este tipo de empresa seja vista como um projeto dispendioso em termos de tempo e dinheiro e com poucas hipóteses de ganho (Gompers & Lerner, 1997).

O estudo feito por Gompers & Lerner (1997), que debate sobre a oferta e a procura de *venture capital*, define que a oferta de VC corresponde o desejo dos gestores em financiar em investimentos de VC enquanto a procura corresponde o desejo dos empreendedores de atrair os investimentos de VC. Quanto maior for a taxa de retorno esperada de novos investimentos, maior disposição dos investidores de comprometer dinheiro em *Venture Capital* (maior oferta) e menor será quantidade de empresas empreendedoras atrair (menor procura). Os *Venture Capitalists* caso necessitem de intervir na atividade podem utilizar os seus direitos de controlo. Dias & Macedo (2015), concluem que os fatores que afetam vigorosamente os lados da oferta e da procura no mercado de fundos de PE/VC são o volume negociado em bolsa, o número de OPI(s), o número de *M&A* e principalmente o fator de desenvolvimento socio-ambiental. Sublinhado ainda a relação positiva entre o nível de financiamento gerado pelos fundos de PE/VC e a profundidade do mercado de capitais.

Distinguido das outras formas de investimento, o Capital de Risco garante fundos financeiros para empresas, na satisfação das suas necessidades de investimento, e os seus investidores participam na gestão da empresa, podendo mesmo ocupar um lugar no conselho de administração, onde oferecem a sua opinião profissional sobre as medidas que a empresa devia adotar, nas suas estratégias, com base no conhecimento acumulado de experiências anteriores e de informações obtidas junto das suas redes de contactos. Ademais, monitorizam o progresso da empresa, de forma a detetar qualquer anomalia ou distorção que possa prejudicar o seu sucesso, e podem também contribuir para o aumento da sua reputação. Da mesma forma, permite a diversificação do investimento, possibilitando a redução do risco, e aumentam o capital humano da empresa, que diz respeito ao conhecimento, rede de contactos e organizações. Os *Venture Capitalists* têm experiência suficiente para detetar as melhores oportunidades de forma que a sua avaliação permite gerar o maior retorno nos investimentos de alto risco e, caso verifique que o negócio não tem condições de estabilidade, o *Venture Capitalist* cancela a realização do investimento (Blackman, 2014, Teixeira, 2008 e Banha, 2004). Santos (2009) explica que o capitalista de risco participa na gestão da empresa de forma a supervisionar o progresso da empresa e detetar qualquer negligência na atividade da empresa.

Barry & Mihov (2006) comparam as empresas sujeitas a financiamento de dívidas com as empresas investidas por VC, descobrem que existe uma relação negativa entre financiamento de dívida e retorno inicial e que empresas com nível de endividamento significativo tentem facilitar o processo de avaliação dos investidores de forma reduzir um nível de incerteza. Comparados com empresas de elevado nível de dívida, as empresas financiadas por VC apresenta taxa de crescimento mais elevada, mas também um nível de risco elevado, no entanto não deve esquecer que as empresas sujeitas a dívida costumam ter características diferentes das empresas sujeitas a VC como por exemplo a dimensão.

O trabalho de Balboa (2006) confirma os efeitos positivos do Capital de Risco, com base na análise de uma amostra de 250 empresas espanholas financiadas por Capital de Risco, no período de tempo entre 1993 de 1999. Concluíram que o

Capital de Risco contribui para a evolução das empresas, tanto na componente financeira como na componente de gestão.

De acordo com Davila et al. (2002) ao analisar as empresas do Vale Silicóne, entre 1994 e 2000, foram encontradas evidências de que o Capital de Risco é um bom instrumento na avaliação da qualidade das empresas e na recolha de informação.

O trabalho de Petreski (2008), menciona o *Venture Capitalist* como um aliado do empreendedor na gestão da empresa, uma vez que não se trata apenas de um investidor financeiro, mas também de alguém que se preocupa com a gestão da empresa. Segundo Cheriff & Elouaer (2004) quanto maior o empenho do *Venture Capitalist*, melhor será o financiamento inicial, o monitoramento contribui para a diminuição da assimetria de informação, e quanto maior o número de *Venture Capitalists* no financiamento no mesmo projeto, menor o bem-estar social em caso de syndicação comparado com o financiamento inicial. Também acrescenta que o *Venture Capitalist* analisa os dados não só para monitorizar, mas também para verificar a necessidade de abandonar o negócio.

O *Venture Capital* não pode ser substituído facilmente por formas de financiamento alternativas, como os bancos, visto que estes intermediários financeiros não se atreveriam a investir os seus recursos em ideias pouco desenvolvidas com elevada incerteza. O aumento da oferta de VC resulta no aumento de criação de novas empresas, de emprego e de rendimento numa região. (Samila & Sorenson, 2011).

O financiamento de VC irá promover a criação de novas *Start-ups* de alta tecnologia, que por sua vez irão gerar riqueza e aumentar o PIB do país (ou seja, melhorar os indicadores macroeconómicos), de acordo com Ledenyov & Ledenyoy (2013).

O trabalho de Masulis & Randall (2008), prova que *Private Equity* contribui para a resolução dos problemas de governança corporativa e que as empresas que normalmente utilizam este tipo de investimento têm como características o baixo desempenho operacional, baixo nível de gestão e de gestão insensível ao desempenho de planos de compensação, e participação frequente no negócio dos

derivativos. Belke & Schaal (2004) sublinham que para além da rigidez do mercado de trabalho e os estados de bem-estar, o que realmente influencia a criação de novos postos de trabalho, que por sua vez promovem o crescimento de emprego, é a eficiência do mercado de trabalho, fazendo empresas mais jovens e mais inovadoras aproveitarem os momentos em que ocorrem ineficiências no mercado de trabalho para selecionar os fundos de investimento para os seus projetos de alto risco.

A sindicalização de VC permite aumentar o tamanho e a independência do conselho de administração das empresas no momento pré-aquisição (Nguyen & Vu, 2021), facilitar o investimento em novos projetos e o acesso a fornecedores que analisam as decisões de investimento (Gompers, 2004) e partilhar as opiniões dos capitalistas com outros especialistas (Cheriff & Elouaer, 2004).

O *Venture Capital* pode ser utilizado em diferentes áreas de negócio, só que as empresas da área da inovação são as que geram maior retorno, uma vez que estas empresas demandam fundos para extinguir os custos de manutenção e investimento da tecnologia da empresa e a presença do risco elevado no cumprimento do empréstimo (Banha, 2004). Segundo Cavallo et al. (2019), os fundos de VC contribuem para o crescimento das empresas do ramo digital e também expõe que os empreendedores no ramo digital devem ter cuidado na sua performance de forma a evitar falência. De acordo com Pradhan et al. (2019), existe uma forte relação de interdependência entre a tecnologia de informação e comunicação, a indústria de VC e o crescimento económico. Khan et al. (2021) alegam que o fator mais atrativo das empresas em relação aos *Venture Capitalists* não é a atividade desempenhada, mas sim o avanço no setor digital.

O trabalho de Kortum & Lerner (1998) prova que o investimento de VC contribui fortemente para a inovação e acrescenta que, mesmo quando o *Venture Capital* não afeta a inovação, promove as ações de patenteamento, sendo que, por vezes, as empresas adotam esse comportamento para apelar aos investidores ou porque temiam que as suas ideias fossem sujeitas a expropriação por esses investidores. Segundo Gu & Qian (2019), que analisam os dados na China, país onde as empresas de VC são controladas pelo governo, o *Venture Capital* contribui para a inovação, mas não ao negócio das empresas no país. O trabalho de Sun et al.

(2019) dispõe provas de que o *Venture Capital* contribui para a inovação do ecossistema. Chu et al. (2021) relatam que a habilidade de VC promover a empresa depende da capacidade de inovação da empresa investida. Belke & Foster (2003) verificam que as empresas mais jovens e mais inovadoras aplicam financiamento de VC quando os mercados ligados ao mercado de trabalho apresentam um mau desempenho que também prejudica a criação de emprego. Wen et al. (2018) indicam que o *Venture Capital* gera maiores inovações, quanto maior for o número de projetos de investimento, num determinado contrato.

Hegeman & Roger (2021) explicam que as *Start-ups* do setor de energias limpas atraem os investidores de CVC, que investem por diferentes razões, não sendo o lucro financeiro uma delas, mas sim a obtenção das vantagens de uma economia verde num futuro próximo. Gosh & Nanda (2010) que estudam as empresas de energia limpa, chegam à conclusão que embora haja certas empresas de energia limpa que são adequadas para serem sujeitas a investimentos de VC, verifica-se nesta área algumas dificuldades e argumenta a relevância da capacidade de o ecossistema de inovação adaptar-se às diferentes estruturas do setor de energia limpa e da habilidade do *Venture Capitalists* estabelecer o timing certo para realizar a saída.

Sabe-se que as empresas em que houve investimentos por fundos de VC com apoio público têm menor probabilidade de se candidatar a uma patente do que as empresas que são sustentadas por fundos de VC com apoio privado. No entanto, não se verifica uma diferença significativa, em ambas as empresas, quanto à probabilidade de terem ou solicitarem uma patente (Pierrakisa & Saridakis, 2017). Segundo Lahr & Trombley (2016) o *Venture Capital* exibe uma relação negativa com a comercialização das patentes, isto é, o investimento de VC reduz o número de patentes comercializadas. Os *Venture Capitalists* assistem nas empresas em direcionar as suas forças para oportunidades mais específicas em vez de explorem várias oportunidades gastando os recursos de forma ineficiente. Este estudo aponta que, por vezes, os *Venture Capitalists* financiam empresas que já retratam um elevado nível de desenvolvimento, mas com baixo nível de financiamento.

No trabalho de Vanderhoven et al. (2020), afirma-se que os modelos de financiamento de VC, como fundo de inovação social, contribuem para o desenvolvimento desta inovação. Refere-se também a possibilidade de programas públicos de VC, por vezes, não serem corretamente inseridos no seu contexto, sendo importante avaliar as circunstâncias. Quem recorre a organizações de economia social deve ter a noção de duas coisas: primeira, o efeito negativo do seu crescimento rápido, e a segunda, a necessidade de se utilizar um tipo de fundo mais geral que permita o aproveitamento do potencial das organizações de economia social para a resolução de problemas sociais.

Note-se que o sucesso das empresas depende do desempenho e habilidade do empreendedor, da inovação tecnológica e do potencial de crescimento da empresa (Gaspar, 2002). O Capital de Risco, juntamente com a incubação das empresas, contribui para a criação e sobrevivência das novas empresas. O perfil do empreendedor influencia o desempenho das novas empresas e o tipo de oportunidade, pelo que é importante que o investidor tenha um portfólio diversificado. São as empresas mais viradas ao comércio internacional que expõem maior crescimento (Gaspar, 2007). Segundo Gompers et al. (2006), a habilidade quer do empreendedor quer do investidor é considerada um critério relevante para o sucesso das empresas iniciantes e justifica que empreendedores mais bem-sucedidos têm maior probabilidade de obter êxito do que os empreendedores de risco único e empreendedores que fracassaram em negócios anteriores, embora as habilidades dos empreendedores mais bem-sucedidos não sejam totalmente aproveitadas. Espera-se que, no investimento dos *Venture Capitalists* em empreendedores de sucesso se atinjam elevados níveis de retorno. A habilidade do empreendedor permite estabelecer estratégias e examinar os problemas de negócios, enquanto que a habilidade do *Venture Capitalists* fornece a capacidade de encontrar oportunidades de investimento promissoras. Petreski (2008), explica muito bem que os *Venture Capitalists* financiam as pequenas empresas para a criação de valor com vista a obter retornos, tendo assim duas funções, a seleção de empresas promissoras e a observação a longo prazo. Segundo Zhang (2007), devido à sua experiência acumulada bem como à sua ligação de diferentes investidores, os empreendedores que já trabalharam com o apoio do financiamento de VC terão maior facilidade no

acesso de capital na fase inicial e devido à relação próxima que o empreendedor e o investidor possuem, a informação obtida terá menos vestígios de incerteza. Liu et al. (2021a), discutem sobre formação das redes de contatos de *Venture Capitalists* que depende das características do próprio capitalista e das dependências endógenas.

Os resultados obtidos em Bonini et al. (2011) mostram que o impacto positivo do *Venture Capital* se centra em fatores associados ao processo de estratégia e de planeamento do investimento.

No trabalho de Silva (2016), da análise dos indicadores rendibilidade, endividamento e empregabilidade, chega-se à conclusão que o Capital de Risco tem uma relação positiva com o endividamento e a empregabilidade, mas não possui relação com a rendibilidade.

Por outro lado, aceder a este tipo de investimento pode ser complicado para algumas empresas, pois podem não ter os requisitos necessários para estabelecer contrato e existe um número baixo de firmas de VC. Para além disso há outras desvantagens a ter em conta, como a possibilidade de os investidores de VC terem gastos insustentáveis, de se tornarem dependentes deste tipo de investimento, e a perda de parte dos ganhos e do controlo das suas operações pelos investidores de VC (Blackman, 2014).

O trabalho de Know & Sorenson (2021) centrou-se no investimento de *Venture Capital* nas empresas do Silicon Valley e prova que este investimento causou o aumento da diferença salarial.

Das várias oportunidades à sua disposição, os investidores de CR são apenas capazes de investir numa pequena percentagem dessas oportunidades. O custo é a principal razão porque os capitalistas de risco não investem em grandes empresas com sucesso, uma vez que o custo exigido é demasiado elevado para estas empresas, sobretudo quando o custo corresponde no sacrifício de uma parte significativa do seu capital. As razões que levam os empreendedores a desconfiar dos capitalistas de risco são a possibilidade de que o conhecimento e a experiência, que os capitalistas de risco transmitem, esteja incorreto, as dificuldades de comunicação entre o empreendedor e a SCR, que apresentam diferentes

mentalidades, e os custos elevados para cumprir os requisitos exigidos pelo sócio (Alexandre, 2009).

Gompers & Lerner (2001b) salientam que apesar do investimento de VC contribuir para a inovação e a economia, em períodos de crescimento rápido, por vezes o VC provoca a diminuição dos lucros. Os autores sublinham que o desequilíbrio entre a oferta e a procura de VC em determinados setores reduz a eficiência destes fundos. Este excesso deve-se pela estrutura dos fundos de VC, na qual apresenta dificuldades em operar os fundos em tempos de rápida mudança, e as assimetrias de informação, em que o mercado por vezes não fornecem condições apropriadas para aceder a informação necessária.

O *Venture Capital* contribui para a melhoria do desempenho corporativo, mas quando a alavancagem financeira, que estabelece uma relação negativa com o desempenho empresarial, se junta à equação, o *Venture Capital* contribui para a diminuição do desempenho corporativo, comprovando que quando uma empresa com endividamento elevado se financia por VC, o resultado esperado é prejuízo (Yang et al., 2016).

Por vezes, o envolvimento do capitalista de risco na gestão na empresa origina o conflito de interesses com o empreendedor. Para além do risco elevado, os projetos que envolvem Capital de Risco têm um período de recuperação do capital investido prolongado (Santos, 2009).

A teoria da agência definida por Meckling (1976) é um dos temas discutidos na literatura e define que a relação de agência corresponde a um contrato ao abrigo do qual uma ou mais pessoas (os diretores) contratam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço em seu nome, o que envolve incumbir de algumas decisões e delegando, desta forma, autoridade ao agente. A teoria também explica a possibilidade de os objetivos do agente não coincidirem com os objetivos do diretor. Para piorar a situação, a existência de assimetrias de informação dificulta a supervisão das ações do agente pela empresa.

Espera-se que a assimetria de informação seja tanto maior, quanto maior for a diferença de informação entre as partes. É importante que a temática da teoria da agência seja sujeita a debate, na área do Capital de Risco, pois quando duas

entidades possuem diferentes níveis de acesso à informação, da qual pode gerar desconfiança entre ambos, influenciando não só no processo da tomada de decisão, mas também nas diferentes fases do processo de investimento e de monitorização, bem como no acompanhamento. Também explicam que a probabilidade de introduzir cláusulas contratuais específicas é influenciada pela probabilidade de o comportamento oportunista surgir no negócio. De forma a conter o risco da agência, recorre-se a métodos de monitorização, tendo como opções a monitorização formal e informal, em que a monitorização formal consiste na formação de um contrato financeiro entre empreendedor e capitalista de risco, e a monitorização informal significa a participação do capitalista de risco na recolha e acompanhamento das atividades. Os capitalistas de risco têm dificuldades em obter informação, pois existem partes de informação que só podem ser acedidas por uma via, pelo empreendedor, e incapacidade de prever o comportamento pós-financiamento do contrato. Surgem dois problemas na assimetria de informação que são o risco moral, em que o agente age em nome dos seus próprios interesses em vez dos objetivos da empresa, e a seleção adversa, que resulta da incapacidade do empreendedor de distinguir a qualidade dos produtos (Silva, 2017).

Liu et al. (2021b) corroboram a importância da rede de informação nos investimentos de VC e acrescenta que para empresas que pretendem internacionalizar os seus mercados de VC, a aplicação de determinadas políticas é fundamental, de forma a garantir a eliminação de qualquer obstáculo no funcionamento do mercado.

Broughman (2009) proclama que o conflito de interesses entre os empreendedores e os *Venture Capitalists* aumentam o comportamento oportunista. A teoria da contratação financeira, que cita diferentes métodos para reduzir o comportamento oportunista, como renegociação, controlo contingente do Estado, controlo compartilhado, reputação/normas e lei corporativa, na qual a reputação/normas revela ser o método mais realista. Segundo Kaplan & Stromberg (2000) a contratação, a triagem e o monitoramento permitem reduzir os conflitos de interesses entre o empreendedor e o investidor. Na contratação concretiza-se a alocação dos direitos de fluxo, direitos de voto, direitos de conselho, direitos de liquidação e outros direitos de controlo de forma separada, que são inseridos através

de títulos convertíveis, ações ordinárias e ações preferenciais diretas. Espera-se que estes direitos estejam relacionados com os elementos avaliadores do desempenho financeiro e não financeiro, a maneira como esses direitos estão distribuídos permite aos *Venture Capitalists* tomarem controlo da empresa, em caso de má performance por parte dos empreendedores. De acordo com Silva (2017), os contratos de CR recorrem a cláusulas de não concorrência e aquisição dos direitos para reduzir o problema de retenção, entre o empreendedor e o investidor, pelo que diminuem a possibilidade de o empreendedor sair do contrato e ainda mencionam os incentivos de fluxo de caixa, direitos de controlo e contingências, que são utilizados como elementos complementares.

Na questão do problema da agência deve-se ter a noção de dois momentos: o momento *ex ante*, em que o investidor de Capital de Risco trata do alinhamento dos interesses com a finalidade de que a informação adquirida sobre a empresa a investir seja fidedigna, utilizando o processo *Due Diligence* como processo de avaliação, e o momento *ex post*, em que o próprio empreendedor faz o alinhamento dos interesses com os profissionais selecionados pelo investidor de Capital de Risco, quer seja um indivíduo em particular, quer seja uma equipa de gestão (Silva, 2016).

Os conflitos de interesse entre o empreendedor e o investidor de VC surgem pela divergência das perspetivas que cada um defende, resultando no desvio da maioria dos esforços e da concentração dos empreendedores para este problema em vez da identificação de oportunidades de negócio. As dificuldades em aproveitar as oportunidades são capazes de aparecer sem a presença do conflito de interesse já que a necessidade dos *Venture Capitalists* na monitorização leva ao aumento da burocracia e da formalização do processo de decisão. Calcula-se, também, que por vezes os *Venture Capitalists* exploraram as ideias inovadoras dos empreendedores para benefício próprio (Nwana & Chiekezie, 2016).

Espera-se que o investimento de CR tenha mais assimetrias de informação que o investimento tradicional, bem como as empresas em fase iniciais se encontram mais expostas às assimetrias de informação do que as empresas em fases maduras. As soluções para o problema de assimetrias de informação são o acompanhamento contínuo do investidor, a aplicação do processo *Due Diligence* e a realização de

investimento por fase (Faria, 2009). As assimetrias de informação correspondem a um dos obstáculos que afetam o investimento de VC para empresas *Start-up*. Comparando com o passado, as novas competições permitem facilitar a identificação de propostas de investimento de elevada qualidade e estão mais centradas em promover a capacidade de analisar o mercado (Howell, 2019).

Kaplan & Stromberg (2003) confirmam que os *Venture Capitalists* conseguem, nos seus financiamentos, dividir os direitos de fluxo de caixa, direitos do conselho, direitos de voto, direitos de liquidação e outros direitos de controlo. Uma das características centrais dos contratos financeiros é a alocação de direitos de controlo entre o capitalista de risco e o empreendedor. Os direitos de fluxo de caixa e os direitos de controlo depois de separados são sujeitos a medidas de desempenho observáveis e verificáveis. A alocação de direitos permite que os *Venture Capitalists* possam assumir controlo total na empresa caso esta apresente um mau desempenho, mas e se o seu desempenho melhorar serão devolvidos à empresa (os direitos). E ainda, numa situação em que a empresa dispõe um bom desempenho, os *Venture Capitalists* entregam a maior parte dos seus direitos à empresa. Destaca-se a dependência dos direitos de fluxo de caixa, direitos de controlo, direitos de voto e financiamentos futuros em relação a medidas observáveis de desempenho financeiro e não financeiro. De acordo com Cumming & Johan (2005), os *Venture Capitalists* quando não conseguem determinar o nível de habilidade de determinado empreendedor exigem direitos de controlo e podem usar esses direitos para substituir o gerente caso apresente baixos níveis de habilidade. A realização de contratos, que entregam direitos de controlo aos capitalistas de risco, representados por direitos de voto, direitos de liquidação e participação maioritária no conselho de administração, e dividendos aos empreendedores, permite reduzir os problemas da agência como o risco moral e a seleção adversa. (Rodrigues, 2012).

Baker et al. (2004) explicam que ao analisar os diferentes tipos de comportamento consegue-se compreender as razões das decisões de investimento realizadas, demonstrando a importância do vertente comportamento no processo de investimento.

O alto nível de risco na indústria de VC provém da imprecisão dos resultados e das assimetrias de informação entre os gerentes e os capitalistas de risco. As assimetrias de informação resultam quando uma entidade possui mais informação do que a outra e utiliza a informação adicional para proveito próprio. Uma forma de impedir o comportamento oportunista é o *Venture Capitalist* preservar uma participação constante do património da empresa (Cheriff & Elouaer, 2004).

A decisão de rejeitar o investimento de VC para o financiamento das empresas varia de acordo com o desejo do empreendedor manter o direito de propriedade da sua empresa, uma vez que acordos com *Venture Capital* exigem, ao empreendedor, a entrega de parte dos lucros e do controlo da sua empresa ao investidor que, por vezes, adota planos que prejudicam ou contrariam os objetivos estabelecidos pela empresa, e o nível de educação dos membros das equipas fundadoras, visto que os empreendedores possuem capacidades suficientes para realizar as suas tarefas. Para além de necessidade de fundos, não existe motivo de a empresa depender dos serviços de aconselhamento e monitoramento do investimento de VC. Independentemente do motivo, registou-se que o crescimento de empresas sem investimento de VC salienta um crescimento inferior ao seu crescimento caso aceitassem o *Venture Capital* como investimento (Croce et al., 2018).

### **2.2.2 Tipos de investidores, de investimento e de desinvestimento**

Existem três tipos de entidades operadoras na indústria de CR que são os Investidores de Capital de Risco, as Sociedades de Capital de Risco, sociedades anónimas que investem em empresas com potencial de crescimento através da participação temporária e minoritária no capital social, e os Instrumentos de Capital de Risco (Augusto, 2014).

Na categoria de Investidores de Capital de Risco existem três tipos de investidores:

- **Capitalistas de risco (*Venture Capitalists* / *Private Equity*)** – investidores que tomam a decisão de participar no capital de outras empresas (quer iniciantes quer existentes), numa perspetiva de

investimento de médio e longo prazo, com a oportunidade de obtenção de mais-valias com a alienação futura da participação adquirida;

- ***Business Angels (Anjos de negócio)*** – investidores privados que agem normalmente por conta própria, que proporcionam quantias mais baixas de financiamento numa fase mais prematura do que muitas sociedades de Capital de Risco estão dispostas a investir como *Seed Capital* e *Start-up*;
- ***Corporate Venture Capitalists*** (Capitalistas de risco corporativo) – investidores (normalmente sob a forma de empresa) que realizam investimentos em empresas jovens em áreas como as novas tecnologias;

Referido por Nunes (2010) existe outro tipo de investidor conhecido por *Venture Catalysts* que se trata de investidores com capacidade para acompanhar os empreendedores no financiamento das “*Start-ups*” graças a relações privilegiadas com os investidores, sejam privados ou públicos. Têm como objetivo a aceleração da passagem das diferentes etapas em que o empreendedor terá de passar para que a SCR financie os seus planos de negócio.

Os *Corporate Venture Capitalists* (CVC) para além de fornecerem os mesmos serviços que os *Venture Capital* tradicionais também permitem as organizações em que investem tenham recursos críticos, conhecimento tecnológico e acesso a canais de mercado proprietários. No entanto, os benefícios de CVC têm de ser usados para compensar o conjunto de riscos associados à afiliação corporativa (Anokhin et al., 2022).

Dong et al. (2021) evidenciam que o *Corporate Venture Capital* tem efeitos negativos na inovação e que o *Venture Capital* estrangeiro demonstra efeitos positivos na inovação. Segundo Park & Lipuma (2020), os fundos de VC estrangeiro bem como o *Corporate Venture Capital* contribuem para o crescimento de empresas internacionais, sendo maior pelo capital estrangeiro, mas a relação de CVC com o crescimento de empresas internacionais é prejudicada pela reputação do *Venture Capital*, nos casos em que o nível de reputação dos *Venture Capitalists* é baixo. Isto deve-se ao facto de a reputação ser capaz de substituir o *Corporate Venture Capital*, no que se toca ao fornecimento de conhecimento às novas empresas internacionais.

No trabalho de Lee et al. (2018), destaca-se que enquanto a autonomia estrutural de *Corporate Venture Capital* com o desempenho da inovação tecnológica exploratória tem uma relação positiva, com o desempenho de inovação tecnológica exploradora estabelece uma relação negativa.

No trabalho de Bertoni et al. (2015), o *Governmental Venture Capital* não é o investimento mais adequado para promover a inovação e é apenas capaz de gerar saídas com sucesso quando é sindicalizado por investidores de VC privado que fornecem um grande montante de fundos. Alperovych et al. (2020) concluem que o sucesso dos fundos de GVC, em atingir os seus objetivos, vai depender da localização, colocação, sindicalização e o foco da indústria.

O financiamento por *Business Angels* permite resolver os problemas de informação associados à fase inicial de novos empreendimentos, tudo de acordo com Berger et al. (1998). Dibrova (2015) explica que o *Business Angels* é um tipo de investidor que detém grandes ganhos sujeitos a elevados níveis de risco, como qualquer outro investidor de VC, que se centra em PME(s). O autor acrescenta que a compreensão do mercado alternativo, graças a análise de aspetos regulatórios e atividades de apoio realizadas em diferentes Estados membros, e a noção das características dos investidores permitem diminuir as assimetrias de informação.

Segundo a literatura, os *Business Angels* podem ser divididos em quatro grupos diferentes de acordo com a sua experiência. Temos *angels* com experiência profissional, normalmente ex-executivos de grandes empresas, *angels* guardiões, especializados na indústria, *angels* de rendimento financeiro, referente a indivíduos com elevada riqueza, e *angels* empreendedores, que representam empreendedores de sucesso (Caldeira, 2013).

No início de uma operação, os preços nos *Business Angels* e nos *Venture Capitalists* são baseados nas previsões dos preços de saída, existindo a possibilidade do fecho do mercado de capitais caso surja a queda dos valores do mercado de ações. Os fatores que podem aumentar a oferta dos fundos de VC são o aumento da porção dos lucros retidos por sócios gerais do fundo, a redução de restrições em acordos de parceria, alteração dos investimentos em estágios posteriores e a maior ambição por investimentos internacionais, tal como foi afirmado por Berger et al.

(1998). Os critérios de decisão mais importantes para os *Venture Capitalists* são as características do empreendedor e da equipa de gestão, o produto, o mercado e os aspetos financeiros, enquanto que os *Business Angels* são o potencial de crescimento e de lucro e as capacidades do empreendedor. O processo de decisão de VC consiste na iniciação do negócio (identificação das oportunidades de investimento), análise do negócio (determinação dos fatores de avaliação das oportunidades), avaliação de negócio (estimação do risco e retorno do negócio), estrutura de negócio (estabelecimento das condições de negócio através de contratos) e atividades pós-investimentos. Quanto aos *Business Angels*, estes seguem-se pela familiarização, análise, negociação, gestão e atividades pós-investimento (Fernandes, 2014).

Segundo Dilts (2008), a diferença entre os *Venture Capitalists* e os *Business Angels* é que no primeiro caso trabalham para empresas de VC que utilizam os seus fundos para financiar empresas *Start-up*, em troca de retornos no futuro, enquanto que no segundo caso, embora também se trate de um tipo de investimento em empresas *Start-ups*, são investidores privados que utilizam os seus próprios fundos. Comparado os *Business Angels* com os *Venture Capitalists*, utilizam menos o processo “Due Diligence” investido no momento que têm oportunidade sem refletir sobre as taxas de retorno internas (Dilts, 2008), têm menor experiência financeira, menor poder de controlo e financiam mais cedo, na altura em que o produto e conceito de negócio ainda está a ser definido (Berger & Udell, 1998). O financiamento de *Venture Capitalists* e do *Business Angels* diferenciam em determinados tipos de investimento, exemplo disso é o trabalho de Cavallo et al. (2019) que concluíram que o *Venture Capital* tem uma relação positiva com o crescimento das novas vertentes digitais, mas que os *Business Angels* não exibem qualquer evidência da sua influência nas novas vertentes digitais. Hellman et al. (2021), justificam, com base na existência de fluxos paralelos, que os *Venture Capitalists* e *Business Angels* são substitutos dinâmicos, visto que o tipo de empresas que normalmente financiam é diferente entre os dois e prevê-se que se uma empresa recorrer a um destes dois para financiamento é pouco provável que desenvolva intenção de mudar para o outro. Os *Venture Capitalists* de elevada qualidade aplicam boas práticas de governança nas empresas investidas e evitam

assumir comportamentos oportunistas pois têm maior motivação para proteger a sua reputação. As empresas iniciantes que são apoiadas por *Venture Capitalists* de elevada qualidade têm maior capacidade de governação (Wongsunwai, 2007).

Kaminski et al. (2019) declaram que a forma de financiamento conhecido por *Crowdfunding* permite a recolha de informação sobre a incerteza sobre futuros negócios, fazendo com que o *Crowdfunding* não só sirva como um fator de avaliação da qualidade tecnológica das empresas, como também favoreça o crescimento do investimento de VC. Em relação ao *Equity Crowdfunding*, sabe-se, de acordo com Butticè et al. (2020), que é capaz de combater as assimetrias de informação como instrumento de avaliação da qualidade do negócio, mas sem cautela pode provocar problemas de governança e de conflitos de agência com potenciais investidores subsequentes. As suas análises indicam que uma campanha de *Crowdfunding* bem-sucedida promove a atração do financiamento de VC que será bem mais forte se a empresa adotar uma estrutura de acionistas nomeados em vez de recorrer a uma estrutura de acionistas diretos. Quanto às empresas financiadas por *Business Angels*, a atração de financiamentos de *follow-on* VC torna-se mais fácil quando se adquire *Equity Crowdfunding* por meio da estrutura de acionistas nomeados. De acordo com Bessière et al. (2018), na relação entre *Business Angels*, *Venture Capitalists* e *Equity Crowdfunding*, a maior contribuição em fases iniciais nas empresas é realizada por *Business Angels* e *Equity Crowdfunding*, em que o último promove aquisição de conhecimento e de recursos de apoio empresarial. Berger & Hottenrott (2021) destacam a relação positiva existente entre os subsídios e as diferentes fontes de *Venture Capital*, e acrescenta que essa relação é estimulada por financiamento de *Corporate Venture Capital* e *Business Angels*.

Os instrumentos de investimento de SCR são separados por:

- **Fundos de Capital de Risco:** patrimónios autónomos, com personalidade judiciária, mas sem personalidade jurídica, são propriedade de conjunto dos investidores titulares das respetivas unidades de participação e com o objetivo de serem instrumentos de investimento para sociedades com elevado potencial de crescimento e valorização. Classificadas como um

subtipo de fundos de investimento, em que o seu capital é fixo, e com a especificidade de o investimento ser realizado através de participações em sociedades.

- **Fundos Reestruturação e Internacionalização Empresarial:** conjunto de fundos de natureza aberta com objetivo de ser investido em setores que por resolução do Conselho de Ministros são classificadas em reestruturação, para o reforço da competitividade da economia nacional e da eficácia empresarial e participarem na concretização de investimentos diretos no exterior.

Segundo Rodrigues (2012), os fundos fechados são caracterizados de tempo limitado e de longa duração, só podendo ser recolhidos após um determinado período, impedido investidores impacientes de tentar obter lucros a curto prazo que poderão ser inferiores aos lucros a longo prazo. As SCR e os *Business Angels* recorrem a intermediários financeiros quando não conseguem investir diretamente nas empresas do seu portfólio, apesar de terem alguma influência nos FCR. Os fundos e as sociedades de Capital de Risco variam tendo em conta a área de especialização, os investidores e a estrutura de gestão.

Enquanto os escritórios familiares têm como objetivo a produção de lucros, as *Business Angels* e os *Venture Capitalists* pretendem aumentar o desenvolvimento da empresa. Dos critérios do investimento que se consideram mais importantes são o crescimento das receitas, depois o valor agregado quer do produto quer do serviço, a experiência da equipa de gestão e a lucratividade (Block et al., 2019).

Depois dos investidores, explica-se os diferentes tipos de investimento e a sua influência na empresa investida.

A fase de evolução em que a empresa se encontra vai condicionar o tipo de investimento que os investidores de risco irão utilizar e na qual o tipo de investimento vai afetar a análise dos potenciais riscos e retornos gerados na operação (Rodrigues, 2010). No investimento de CR, não existe um modelo próprio sobre como realizar os negócios visto que os investidores seguem diferentes estruturas de negócio de acordo com as características das participações (Caldeira, 2013).

Os tipos de investimento de CR que existem são:

- **Capital Semente (*Seed Capital*)** – investimento focado em empresas em fase de desenvolvimento, para o desenvolvimento do produto ou serviço com base nos estudos e análises do mercado. Considerando o tipo de investimento mais arriscado da indústria de Capital de Risco, dado que as empresas sujeitas a este tipo de investimento normalmente mostram baixa capacidades de financiamento e de gestão exigindo uma maior participação do investidor na empresa;
- **Capital de Arranque (*Start-up*)** – investimento para empresas que se encontram na etapa final do desenvolvimento, a comercialização de produtos ainda não foi iniciada, direcionado para o marketing inicial e o lançamento dos produtos, serviços ou conceitos desenvolvidos. As empresas “Start-up” são por vezes sujeitas a financiamento de grandes empresas devido às ideias inovadoras desenvolvidas;
- ***Other Early Stage*** – investimento concentrado em empresas que já desenvolveram o seu produto, mas o lucro ainda não foi gerado. É utilizado para melhorar os processos de fabrico e de comercialização, e o marketing;
- **Expansão** – investimento orientado a empresas que se situem na fase de maturidade, mas sem meios para expandir o negócio. Tem como objetivo a expansão dos negócios, aumento da capacidade produtiva ou para o desenvolvimento de técnicas mais eficientes;
- ***Bridge Financing/Mezzanine*** – investimento realizado em empresas que pretendem ser admitidas para cotação em mercado bolsista;
- **Capital de substituição (*Replacement Capital*)** – investimento com o objetivo de um dos acionistas/sócios da empresa efetuar a aquisição de parte ou a totalidade de outro acionista/sócio;
- ***Turnaround (Resgate)*** – investimento para empresas que apresentem dificuldades financeiras, através de um processo de reestruturação ou recuperação financeira;

- **Management Buy-out** – investimento que apoia a tomada do controlo de uma empresa por um conjunto dos seus quadros, os quais passam a deter a totalidade ou parte do capital;
- **Management Buy-in** – investimento que apoia a tomada do controlo de uma empresa (através da aquisição de ações) por parte do conjunto de acionistas de outra empresa exterior;
- **Buy-in Management Buy-out (BIMBO)** – investimento utilizado para permissão do controlo da empresa pela equipa de gestão interna, auxiliada pela entrada de uma equipa de gestores externa (mix de MBO e MBI);
- **Institucional Buy-out (IBO)** – investimento implicado no envolvimento extraordinário do investidor de risco, permitindo à sociedade de Capital de Risco e ao investidor de Capital de Risco o controlo da empresa;
- **P to P (Public to Private)** – consiste no tipo de investimento que visa adquirir a totalidade do capital de uma sociedade cotada em mercado de bolsa para a retirar desse mercado. Também pode ser referida como Oferta Pública de Aquisição de exclusão;

Os investimentos utilizados em empresas de fase inicial são o *Seed Capital*, o *Start-up* e o *early-stage*. Os investimentos utilizados em empresas de fase posterior são o Capital de Substituição, *Management Buy-in*, *Management Buy-out*, *Turnaround* e Expansão. As sociedades de Capital de Risco apoiadas por capital público estão mais viradas para o investimento em empresas iniciais, ao passo que aquelas que são apoiadas por capital privado preferem investimentos em empresas maduras (Faria, 2009). As transações de *Private Equity*, segundo Rodrigues (2012), podem ser efetuadas por *Buyouts*. Esta operação diz respeito à aquisição da participação maioritária de uma empresa já existente, em que o P to P é um financiamento com a mistura de dívida e de capital próprio.

Nos EUA, as empresas que investem em Capital de Risco têm maior concentração em *Seed Capital* e *Start-ups*. Enquanto que na Europa, a maior parte das empresas recorrem ao Capital de Risco, no momento da maturidade das empresas, e não têm capacidade suficiente para expandir os negócios, sendo a

Expansão o investimento predominante do território (Rodrigues, 2010). Ferreira (2009) refere o conceito de *Merchand Capital* que é o termo utilizado para descrever empresas de Capital de Risco que concentram a maioria do investimento em empresas maduras com o objetivo de obter retorno em curto prazo.

Davila et al. (2002), encontram evidências nos ciclos de crescimento e de financiamento de que as *Start-ups* atrasam o seu crescimento quando se deparam com falta de recursos financeiros.

Segundo Hellman & Puri (2000), as empresas que têm planos de estratégia mais inovadores são aquelas com maior probabilidade de recorrer a *Venture Capital* e têm acesso mais rápido a esse investimento do que as empresas que adotam planos imitadores. O *Venture Capital* está ainda associado a um tempo mais rápido de lançamento do produto no mercado, especialmente para inovadores.

Os *Venture Capitalists* vão exigir maior retorno numa operação de inicialização em fase inicial uma vez que a probabilidade de sucesso é muito baixa. Existem provas que tal como a inovação e o desenvolvimento financeiro, o investimento de CR corresponde um fator importante na determinação do crescimento económico. Os fatores que os países europeus e outros países devem ter em conta para promover o crescimento económico são a força da indústria de *Venture Capital*, a solidez do setor financeiro e a estabilidade do ecossistema de inovação nacional, tal como foi explicado por Pradhan et al. (2018).

No final do investimento dá-se a estratégia de saída para obtenção dos retornos das empresas investidas, sendo estas saídas as seguintes:

- **Venda aos promotores, proprietários ou titulares anteriores** – venda da participação, tanto de forma espontânea como pré-negociada, no momento do investimento, sendo as variantes mais comuns a *Management Buy-Out* e acordos de recompra (*buyback*);
- **Venda de participação de terceiros (aquisição)** – entrada da empresa participada pelo investidor de Capital de Risco, a uma terceira entidade, representando dessa forma a entrada de um novo administrador na empresa (possuindo controlo maioritário da empresa ou não). A venda

pode ser realizada quer por investidores tradicionais (*trade scale*), quer por outros investidores de CR (*secondary buy-out*);

- **Venda secundária** – corresponde à venda da empresa ou participação a uma instituição financeira;
- **Venda em Bolsa / Oferta Pública Inicial (OPI) (IPO-*Inicial Public Offering*)** – alienação da posição do investidor de Capital de Risco no mercado bolsista, nos casos aplicáveis às empresas enquadradas nesse âmbito. Uma das formas preferidas de desinvestimento nos mercados mais desenvolvidos, sobretudo numa projeção das PME'S no mercado bolsista;
- **Perda de capital (*Write-off/Liquidação*)** – declaração da perda total de investimento;
- **Pagamento de empréstimo** – realização da saída do investidor de Capital de Risco por meio do reembolso de empréstimos feitos por si à empresa;

Para obter retorno pode-se conservar a posição dentro da empresa investida, a longo prazo, ou realizar-se a revenda da empresa, com a expectativa de lucro elevado a curto prazo (Silva, 2016).

Há dois caminhos de saída de capital da empresa participada, a saída total, em que o investidor remove totalmente a sua participação na empresa, ao passo que a saída parcial, o investidor preserva o seu contrato com a empresa (Ferreira, 2009). As razões para a realização da saída parcial são reduzir as assimetrias de informação, na qual a saída de apenas parte da participação pode servir como ponto de atração de clientes demonstrando a qualidade da empresa, para a diversificação de investimento, que proporciona realocação de recursos a outros investimentos, e a influência do problema de “*grandstanding*”, que afeta a reputação. Segundo a análise do trabalho de Félix et al. (2009), foi concluído que quanto menor for a duração da saída, maior é a probabilidade de se realizar uma saída parcial, tendo como prova os OPI vindos de investimentos de alta tecnológica, que apresentam probabilidade elevada ao contrário das saídas por aquisição. Perto do final da

operação de Capital de Risco, a estratégia de saída torna-se importante para o investidor e para o empreendedor pois diz respeito à entrega do ganho do capital ao investidor, que determina se o investimento conseguiu promover o valor da empresa e de atrair potenciais clientes com o sucesso gerado. Por outras palavras, o futuro tanto do investidor de risco como o do empreendedor vai ser abalado pelo êxito da saída (Pucarico, 2015).

As PME(s) raramente utilizam a estratégia de saída conhecida por OPI, isso deve-se ao facto da OPI estabelecer custos fixos de acordo com o tamanho da empresa. As empresas que costumam a adotar a OPI são aquelas que esperam manter o controlo após saída para diversificação do portfólio. Na elaboração da estratégia de saída, a taxa de retorno esperada e a reputação esperada do sucesso da saída devem ser bem analisadas. Os capitalistas de risco conseguem reduzir o *underpricing* através do certificado de qualidade das empresas. A estratégia de saída preferida dos EUA é a venda em Bolsa (OPI), mas, no caso da Europa é a venda em participação de terceiros. A venda em Bolsa (OPI) não é tão bem-sucedida em outros países como Portugal devido há falta de informação e transparência por parte das empresas, a teimosia de alguns acionistas na alienação de parte do capital, até mesmo na parte minoritária e ausência e ineficiência de um mercado de capitais especialmente feito para às PME(s) (Ribeiro & Almeida, 2005). De acordo com Megginson & Weiss 1991, quanto maior for um fundo de VC, mais atraente o acesso ao mercado de OPI se torna para os empreendedores, permitindo a continuação da atividade de negócios e ainda acrescenta a facilidade de *Venture Capitalists* estabelecerem relacionamento duradouro com gestores de fundos de pensão e outros investidores institucionais, através de uma reputação de competência e honestidade. Segundo Obrimah (2016), a informação fornecida por *Venture Capitalists* ajuda a definir o preço ideal para a(s) OPI(s), provando o potencial de o *Venture Capital* promover a eficiência e eficácia no processo de definição de preço.

A decisão da escolha da estratégia de saída pode ser controlada pela distribuição de direitos e pelas cláusulas contratuais em que a entidade que possui mais direitos pode selecionar o tipo de saída a realizar. Quanto à cláusula contratual, sabendo que o desempenho do processo de investimento contribui para o resultado no futuro, a empresa de Capital de Risco, ao obter maior controlo, consegue obter mais

informação sobre o negócio, enquanto que a empresa participada preserva o direito de abandonar, isto é, cancelar o negócio caso resultem em insucesso permitindo reduzir potenciais perdas. O termo *underpricing* consiste numa situação em que os compradores da participação carecem de informação, posicionando-os numa posição arriscada, exigindo como compensação a diminuição do preço. As situações que envolvem *underpricing* são piores em caso de saída por OPI, em que se verifica um nível de incerteza elevado (Ferreira, 2009).

No momento da ocorrência de OPI(s), as empresas apoiadas por VC comparando com as empresas sem apoio de VC, ostentam a diferença do preço de oferta supervalorizado, a diferença nos avanços na entrada do mercado secundário e a qualidade da performance. No entanto, a diferença de valorização com ou sem apoio de VC desaparece quase completamente num período de 3 anos. O financiamento por VC é capaz de atrair investidores de alta qualidade para a OPI, aumentando a diversidade dos investidores a participar na OPI. (Chemmanur & Loutskina, 2005).

Referido por Kutsuna et al. (2002), analisadas as empresas JASDAQ, durante o período pré e pós liquidação, salientaram uma descida acentuada das vendas, dos lucros e do crescimento dos lucros líquidos após flutuação. Revela que parte da culpa da deterioração pós-OPI no desempenho operacional é a redução da propriedade gerencial. O processo de monitoramento do *Venture Capital* permitiu aumentar o desempenho operacional. Quer no mercado pré-OPI, quer no mercado pós-OPI, a capitalização de mercado possui uma relação positiva com o desempenho operacional enquanto o tamanho e a idade da empresa mostram relação negativa. Chaplinsky & Mukherjeeb (2010) assinalam que os OPI são mais preferidos pelos *Venture Capitalists* do que M&A, pois apresentam um nível de reputação mais elevado. Também referem que sobre a questão das saídas de fusões e aquisições, para além da diferença de retorno, deve ter-se em conta as expectativas da competência de VC e o crescimento da reputação para o futuro.

O trabalho realizado por Cumming & Macintosh (2003a) prova que a Oferta Pública Interna (OPI) é a estratégia de saída preferida das empresas de alta qualidade enquanto os *write-offs* são a estratégia de saída preferida para às empresas

de baixa qualidade. Quanto maior for o desenvolvimento do mercado de capitais de um país, maior a probabilidade da SCR de realizar a saída OPI, como é o caso dos EUA (Ferreira, 2009).

Referido por Hoberg & Seyhun (2009), os *Venture Capitalists* priorizam os preços de saída e os seus lucros podem ser aumentados quando os principais subscritores suportam os preços pós-mercado através de marketing. As empresas de VC são capazes de prever o melhor momento para realizar a saída de forma a maximizar o benefício do subscritor líder suportar o preço estendido, pois convencem os principais subscritores a suportar até aos preços mais elevados e caso não estejam dispostos a cooperar, as empresas de VC substituem os subscritores.

Conforme Lerner (1993), os *Venture Capitalists* profissionais que têm mais experiência em determinar o timing adequado na realização do OPI sabem que o melhor momento para executar uma OPI é quando as empresas atingem o auge do mercado e caso as avaliações sejam baixas recorrem a financiamentos privados. Black & Gilson (1999) referem que as condições ideais para a utilização de uma OPI é quando o valor máximo da empresa é superior ao valor de venda da empresa e quando o valor privado de controlo do empresário é maior que a perda do empreendedor em termos de valor das ações.

De acordo com Cumming & Macintosh (2003b), a decisão de estratégia de saída varia entre países, é consoante a sua estrutura judicial e do mercado. A duração da participação do investimento deve prolongar-se o tempo suficiente para que o valor do projeto excede o seu custo de manutenção.

Existem fatores que influenciam o timing da concretização da saída do investimento como a fase da empresa, empresas em fase inicial costumam realizar saídas rapidamente; a estabilidade da empresa, maior instabilidade do negócio da empresa, menor será a duração do investimento; o setor de atividade a que empresa pertence; a existência de oportunidades de investimento atrativas, por vezes os investidores reduzem o tempo de investimento para que possam investir noutra oportunidade; e o crescimento do mercado, o tempo de investimento é prolongado de maneira a maximizar o lucro. Ainda há outros fatores que afetam a duração das participações para as saídas do OPI, *trade sale* e *write-off* como as assimetrias de

informação, o grau de incerteza do negócio e a velocidade da resolução da incerteza, a idade da empresa de Capital de Risco, a associação a instituições financeiras, a sindicalização do investimento, a frequência dos relatórios e a participação nas reuniões de direção (Ferreira, 2009).

Uma saída que foi executada com sucesso permite ao investidor obter retornos elevados para investir em futuros negócios e ao empreendedor aumentar a sua reputação podendo atrair novos investidores (Nogueira, 2016).

### **2.2.3 Fases de investimento**

Os investidores de CR adotam um processo de decisão de negócio para estabelecer que proposta de investimento irão selecionar para maximizar retornos.

Primeiro, o investidor vai pesquisar e fazer uma lista de potenciais oportunidades de investimento à sua disposição. Segundo, a triagem, dá-se a análise das propostas de investimento que permite o investidor escolher qual destas propostas irá investir tendo em conta a experiência e o perfil estratégico do investidor, a dimensão da empresa, o tipo de indústria, a fase de progresso que se encontra, entre outros, o processo utilizado para à análise é conhecido por *Due diligence*. Terceira, a avaliação, tendo selecionado uma proposta, o investidor com a informação recolhida sobre a empresa investida estuda as diferentes variáveis que influenciam o negócio e define o plano de negócios que permite cumprir os objetivos da empresa (Smit, 2017). Na quarta fase, tem lugar o debate entre o empreendedor e o investidor sobre as condições a estabelecer no contrato de negócio, como os preços, os limites de poder de cada parte e o tipo de investimento e de saída a aplicar. A quinta fase diz respeito à revisão do plano de negócio e à deteção de algum erro e, por fim, o fecho do negócio sinalizado o fim das discussões sobre o plano de negócio e o início do negócio com a entrega de fundos à empresa (Dilts, 2008).

Resumido, a tomada de decisão por parte do capitalista de risco deve seguir as seguintes etapas:

- **Pesquisa:** os investidores procuram informação sobre oportunidades de negócios promissoras relacionadas com as suas áreas de especialização;
- **Triagem:** a seleção da oportunidade de investimento entre várias, que será baseada nos critérios que os investidores definem de acordo com as suas perspetivas de negócios;
- **Avaliação:** a identificação dos elementos de risco e de sucesso que a oportunidade escolhida pode gerar permite conhecer melhor a atividade na empresa investida;
- **Definição do contrato:** as regras do negócio que são estabelecidas em acordo com o empreendedor e investidor;
- **Revisão:** reexaminar o contrato e verificar se as condições estão de acordo com o que foi discutido entre o empreendedor e o investidor discutiram;
- **Concretização:** iniciação do investimento com a entrada de capital na empresa;

Durante o período de investimento, cabe ao investidor fornecer o seu conhecimento, experiência e redes de contactos para apoiar a empresa, bem como assistir na gestão da empresa, nomeadamente ajudar na resolução de problemas, participar no conselho de administração e entre outras. No final do ciclo de vida do investimento, quando a empresa desempenhou bons resultados ao longo do seu desempenho, de forma a obter retorno esperado, o investidor realiza a estratégia de saída que permite liberta-se do investimento atual e prosseguir para o próximo investimento (Berger & Udell, 1998).

De uma forma geral, o investimento de CR baseia-se em três fases: a fase da análise e seleção, o investidor de Capital de Risco procura um projeto de investimento com base na sua experiência e nas condições económicas; a fase de realização de negócio, a entrada de Capital de Risco na empresa com a subscrição e realização de quotas ou de ações, os investidores prestam serviços de apoio à gestão para aumentar o valor da empresa; e fase de saída, obtenção de retorno através da estratégia de saída decidida no contrato (Faria, 2009).

O processo de *Due Diligence* é o processo de análise e seleção que as empresas de Capital de Risco utilizam para decidir em qual das oportunidades fornecidas se deve investir. Este processo é acompanhado por quatro fases: a angariação de fontes de informação sobre projeto e empreendedor, a utilização de critérios de seleção, a análise do risco e a elaboração do contrato (Ferreira, 2009). O processo *Due Diligence* permite recolher informação sobre os riscos e os fatores que afetam os diferentes projetos de investimento disponíveis ao investidor de forma a selecionar o investimento com maior probabilidade de sucesso (Palma, 2021).

O aconselhamento corresponde ao fornecimento de experiência e ao conhecimento dos *Venture Capitalists* para a valorização das empresas, enquanto que a monitorização representa o debate entre investidores e empreendedores sobre os assuntos da atividade enquanto supervisiona. As empresas com empreendedores inexperientes estão sujeitas a maior monitorização do que propriamente aconselhamento, enquanto que os projetos de investimento de elevado risco recebem mais aconselhamento. O autor também realça que quando maior for o portfólio dos fundos, menor será a motivação do gestor na atividade, justificando a existência de uma relação negativa entre a dimensão do portfólio de VC e a participação (Cumming & Johan, 2005).

É no trabalho de Hidayat et al. (2021) que se classifica a informação financeira e os fatores tecnológicos importantes para a avaliação do risco das novas empresas.

No momento de escolher um investimento, os *Venture Capitalists* valorizam mais as qualidades dos membros de equipa da empresa do que as características da atividade produtiva da empresa; no entanto, esta diferença varia com a fase de investimento e o ramo da atividade. As qualidades dos membros da equipa na empresa são também consideradas relevantes no resultado final do investimento dos *Venture Capitalists*. A seleção de investimento para os *Venture Capitalists* é considerada a etapa que mais contribui para a criação de valor (Gompers et al., 2020).

A investigação de Cheng et al. (2019), determina que os fatores locais que influenciam a indústria de VC são a intervenção governamental, a oportunidade de saída, a acumulação de capital humano, a nova invenção, a infraestrutura de

transporte e acrescentam também as influências de fatores económicos de países vizinhos. Andrieua & Staglianò (2016) confirmam que a qualidade do apoio, a capacidade de liquidação e o risco são variáveis que influenciam as decisões dos intervenientes no mercado de *Venture Capital*.

A reputação da empresa de VC é considerada uma variável importante na decisão das empresas quando se deparam com fortes concorrências empresariais (Ledenyov & Ledenyov, 2013). No trabalho de Chemmanur et al. (2011), os resultados obtidos comprovam que as empresas sustentadas por VC exibem maior eficiência do que as empresas sem VC. Na comparação entre os *Venture Capitalists* com alta reputação e os de baixa, os *Venture Capitalists* com alta reputação são melhores na monitorização porque conseguem aumentar a produção da empresa investida e minimizar os custos de produção, contribuindo para a promoção do desempenho do mercado de produtos. Contrariamente, os *Venture Capitalists* de baixa reputação são mais aptos na procura e seleção de empresas que podem ser potenciais oportunidades de investimento. De acordo com Atanasov et al. (2007), a indústria de VC utiliza um sistema complexo de medidas legais e não legais, como a reputação para minimizar o excesso de poder do controlo dos capitalistas de risco. As empresas utilizam o processo de litigação como mecanismo legal para limitar os comportamentos ilícitos do capitalista de risco no contrato no qual os gêneros de capitalista de risco, que estão mais virados a ser sujeitos a litigação, são os com menor reputação, os mais focados em investimentos de fase inicial e os com maior fluxo de negócio. Segundo Atanasov et al. (2011), os *Venture Capitalists* com maior reputação são os menos dispostos a litigação visto que quando uma empresa de VC é associada a litigação, a reputação, independentemente de a empresa ter ou não cometido algum erro, é prejudicada resultando numa descida nos seus investimentos, no caso das empresas com maior reputação, o efeito é mais significativo. Gaudio et al, (2020) explicam que os *Venture Capitalists* devem exibir relatórios financeiros, bem elaborados e fundamentados, por forma a aumentar a sua reputação e o preço de mercado da sua empresa.

Khanna & Mathews (2021) tiram a conclusão de que o comportamento dos empreendedores em investir mais em novas empresas de VC em vez das empresas de VC já existentes, têm consequências negativas. As empresas *Start-up* ao

exagerarem na constituição de diferentes parcerias com novas empresas de VC estão a seguir um caminho que tem um efeito contra produtivo no bem-estar-social e nas habilidades estabelecidas, ao passo que as empresas existentes de *Venture Capital*, com menos clientela, são sujeitas à perda de oportunidades lucrativas, ao pagamento de custos elevados e ao aumento da concorrência.

Conforme Kaplan & Stromberg (2001), os *Venture Capitalists* selecionam negócios levando em consideração a atratividade da oportunidade, a equipa de gestão e as condições do acordo. Quanto maior controlo de *Venture Capital*, maior será a probabilidade de revigorar as equipas de gestão e, também, quando os direitos de fluxo de caixa aumentam, a probabilidade de os serviços de valor agregado ocorrerem são maiores sem que essa parte não está relacionado como o controlo de VC. De acordo com Nahata (2019), são os empreendedores anteriormente bem-sucedidos, que têm melhores termos de contrato, enquanto que os empreendedores anteriormente com menos sucesso no investimento de VC obtêm melhores condições de contrato dos que os empreendedores que investem pela primeira vez. Apesar de não ter resultado num ganho financeiro, os empreendedores com insucesso adquirem aprendizagem dos seus erros, conhecimentos sobre o processo de fundação de empresas e das estruturas dos contratos entre empreendedores e *Venture Capitalists*.

Em relação à influência religiosa sobre os investimentos de VC, o trabalho de Chircop et al. (2020), concluiu que a religião e o comportamento de aversão ao risco estão relacionados, na qual o caso das empresas de VC situados em lugares mais religiosos têm a tendência de adotar situações que envolvam minimizar o risco, como realização de investimentos por fases, a sindicalização e investir em *Start-ups* em fases mais tardias, que possuem menos assimetrias de informação e incerteza. Também mostram que a influência da religião nos investimentos de VC é maior quando os custos de agência são elevados e têm maior a adesão no Protestantismo em relação ao Catolicismo.

As taxas de imposto sobre os ganhos de capital, a performance e a reputação dos fundos são agentes importantes no aumento de fundos de VC. Sabe-se que políticas que aumenta a atratividade de se tornar empresário, como a ERISA, têm um maior

impacto no aumento dos investimentos de VC do que a redução do imposto sobre os ganhos de capital. A decisão de investimento vai basear-se na previsão do investimento, tendo em conta a sua performance e a reputação do investimento das experiências anteriores (Gompers et al., 1997).

O trabalho de Neves (2019) investiga várias variáveis que influenciam o Capital de Risco e descobrem que todas, excluindo a variável “Juros”, são relevantes no desenvolvimento deste capital. Destacam-se os seguintes pontos: enquanto as variáveis “Desenvolvimento do mercado financeiro” e “Patentes” são melhores para explicar o comportamento de Capital de Risco em empresas iniciais, as variáveis “Empreendedorismo” e o “Desemprego” permitem compreender os procedimentos adotados do Capital de Risco no investimento em empresas já existentes. As variáveis “Desenvolvimento de mercado financeiro” e “PIB” são aquelas que introduzem maior compreensão do investimento em Capital de Risco num período pós crise, e a variável “Desemprego” explica melhor no período de crise.

No trabalho de Ensley & Carr (2006), para além de justificar o efeito negativo que as pressões institucionais têm na indústria de VC, descobre que as pressões institucionais valorizam as empresas de acordo com a sua localização. A distância geográfica estabelece uma relação negativa com as habilidades dos *Venture Capitalists*, ou seja, quanto maior for a distância entre as empresas de VC e as empresas investidas, maior será a dificuldade de os *Venture Capitalists* analisarem as empresas investidas, aumentando o risco do negócio. Tian et al. (2020), alegam que quanto ao desempenho tecnológico, quando a distância geográfica é menor que o valor limite, a inovação tecnológica é afetada de forma negativa.

Sabe-se que a capacidade da equipa de gestão e as alianças com diferentes profissionais permitem avaliar a qualidade tecnológica de uma empresa. Quanto às patentes, estas são consideradas uma variável importante para as decisões dos investidores de VC. Uma nota importante a referir é que as equipas de gestão, com experiência entre 5 a 10 anos, tornam-se um forte indicador de qualidade (Hoenig & Henkel, 2015).

Na tese de Hsu (2007) encontram-se evidências de que empreendedores com ligações diretas com investidores de VC têm maior facilidade no acesso ao *Venture*

*Capital*, bem como redução do tempo na obtenção do investimento. Destacam também que conexões com *Business Angel* e posse de conhecimento, como gerir empresas *Start-up*, são considerados importantes no processo do investimento de *Venture Capital*. Os empreendedores com conhecimento sobre gestão de empresas têm vantagens sobre aqueles que não têm conhecimento, ao possuir um nível de reputação elevado que permite atrair clientela e uma rede de contactos profissionais. Analisado o mercado de França, Milosevic (2018) explica que numa situação em o governo intervém fortemente no mercado e a existência de preferência por conexões, as redes sociais serão mais relevantes na decisão de estratégia de saída do que as capacidades dos *Venture Capitalists*.

Jin et al. (2016), no estudo realizado na China, em que demonstra uma estrutura de ligações, corroboram que as empresas mais desenvolvidas preferem sindicalizar com empresas de diferentes distritos e realizar investimento com um parceiro assim como preferem cooperar com empresas de outras áreas. Shao & Sun (2021), comprovam que o capital social contribui para o financiamento do VC, referindo especificamente que as componentes estruturais e cognitivas do capital social são elementos promotores em que a componente estrutural facilita o acesso ao *Venture Capital* e que a componente cognitiva estimula o fluxo de conhecimento e de negociação dos *Venture Capitalists*.

Os investidores transfronteiriços comparados com os investidores domésticos são menos dispostos a aceder por influências sociais, emotivas e normativas quando as empresas em que investem não cumprem as suas expectativas (Devigne et al., 2016).

Segundo Buchner et al. (2017) a diversificação afeta mais as empresas com maior exposição ao risco, como as empresas iniciais, mas não significa que sejam a única forma de gerar retornos elevados, pois investidores mais experientes são capazes de obter retornos elevados sem recorrer à diversificação. De acordo com Wadhwa et al. (2015), apesar dos custos, a diversificação do investimento de *Corporate Venture Capitalists* contribui para o aumento da qualidade da inovação. Espera-se que o aumento da qualidade de informação seja maior, bem como será maior a redução dos custos quanto maior for o conhecimento tecnológico e a

extensão de redes de contactos exteriores que os parceiros oferecem. Jia & Wang (2017), segundo a análise, concluíram que a relação do empenhamento dos sócios gerais com a velocidade de investimento, a distância de investimento e o grau de especialização da indústria estabelecem uma relação representada por “U” invertido, isto é, contribui para o aumento destas variáveis, mas após determinado período de tempo começa a diminuir devido à questão de lidar com os riscos. O empenhamento também contribui para o sucesso nas saídas. Quando os sócios gerais, diretores ou executivos detêm uma parte significativa das ações verifica-se um aumento na motivação e o desempenho do investimento.

Cumming et al. (2017) estudam a comparação das empresas apoiadas por IVC com as empresas apoiadas por GVC e depara-se com o facto de que em termos de sucesso na concretização de uma saída positiva, as empresas apoiadas por IVC apresentam mais probabilidade de sucesso do que as empresas apoiadas por GVC. Mas têm menor probabilidade comparando com a sindicalização conjunta entre o *Independent Venture Capital* e *Governmental Venture Capital*, que exibem uma probabilidade de sucesso ainda maior. Conforme Bertoni et al. (2015), o investimento por GVC não é capaz de promover a componente invenção e inovação sozinha, mas juntamente com o *Independent Venture Capital* conseguem promover a invenção e a inovação. Por outras palavras, o *Governmental Venture Capital* é mais ideal para o papel de complemento do que substituído. Na mesma situação nas saídas, em que o sucesso é apenas garantido quando as empresas de GVC sindicalizam com *Private Venture Capitalists* que possuem um elevado nível de fundos. Os *Governmental Venture Capitalists*, com o objetivo de desenvolvimento, promovem a componente invenção, enquanto a componente inovação é estimulada pela combinação entre o *Governmental Venture Capital*, focado na tecnologia, e o *Independent Venture Capital*.

O controlo parcial do governo, que permite gerar conexões, facilita as decisões dos empreendedores que são apoiados por VC dentro do mercado financeiro, mas na situação em que o governo tem controlo total verificam-se apenas inconveniências (Suchard et al., 2021).

O trabalho de Fried & Ganor (2004), diz que a estrutura de *corporate governance* das empresas *Start-up* financiadas por VC nos Estados Unidos deixam o controle do conselho e da empresa para os acionistas preferenciais, podendo causar custos de agência elevados visto que os acionistas comuns são prejudicados por este comportamento de favoritismo. Também argumenta que existem medidas que permitem a redução dos custos de agência e a promoção do *corporate governance* das empresas *Start-up* sustentadas por VC.

Segundo Campos (2016), o sistema de *corporate governance* mais apropriado para o mercado de Capital de Risco é o sistema anglo-saxónico porque é conhecido como um mercado eficiente de controle de empresas que desempenha a tarefa de disciplinar os gestores. Na verdade, quando estes tomam ações que prejudicam os acionistas são sujeitados a oferta pública de aquisição em que são substitutos por entidades mais habilidosas e mais preocupadas com o bem-estar dos acionistas. Também se deve à realidade que o sistema anglo-saxónico desenvolve uma auditoria externa, uma divulgação extensa de informação para o mercado de capitais e a distribuição do capital por diferentes acionistas.

Black & Gilson (1999) afirmam que países onde o mercado de capital se centra no mercado de stocks ostentam melhor desempenho na indústria de VC quando comparados com os países com mercado de capital centrado em bancos. Adiciona outras possíveis explicações pela diferença entre os países, como a estrutura da instituição, a forma que se regula o mercado de trabalho e o papel dos fundos de pensão no financiamento de *Venture Capital*.

O investimento de VC em pequenas empresas de serviços intensivos de conhecimento permite diminuir a dependência do financiamento interno em dívidas de empréstimos, bem como as assimetrias de informação (Sardo et al., 2020).

Os *Venture Capitalists* podem investir em empresas fora da área em que costumam trabalhar e tentar obter lucros, mas os choques da oferta da liquidez restringem o acesso aos parceiros do sindicato, o que leva ao aumento da probabilidade de fracasso, logo preferem investir em setores em que estão familiarizados. Em casos como crise financeira, em que as opções de estratégias são bem reduzidas, os capitalistas de risco mais experientes têm a tendência em

financiar empresas *Start-up* com investimento do tipo *early stage* em setores que têm experiência e, no final, expõem resultados com melhor desempenho do que os *Venture Capitalists* com menos experiência. Os empreendedores, também numa situação de crise financeira, quando investem, através do financiamento de VC, decidem tendo em conta a experiência do *Venture Capitalist* e o setor de atividade em que é especializado (Conti et al., 2019). De acordo com Du (2016), menores custos de transação são oferecidos aos *Venture Capitalists* que sindicalizam com outros *Venture Capitalists* da mesma área e com características semelhantes, mas há maior potencial de obter benefícios a longo prazo, como obtenção de conhecimento se os capitalistas fizerem parceria com diferentes tipos de investidores. As empresas que se focam em múltiplos setores necessitam de uma quantia de recursos externos suficientes para sustentar as suas atividades sendo por isso que é importante estabelecer relacionamentos com diferentes empresas e profissionais que tenham a capacidade de adaptar a especialização da empresa (Makarevich, 2018). De acordo com Hull & PhD (2021), os *Venture Capitalists* que tentam investir em setores fora da sua especialização acabam por ter resultados da estratégia mais baixos do que nos setores em que estão mais familiarizados.

Segundo Anokin et al. (2022), se a reputação da empresa de CVC for baseada na experiência, a reputação de má conduta não vai prejudicar a capacidade da empresa em atrair “*Start-ups*”, mas vai afetar quando a empresa tem uma reputação de envolvimento ativo com seu portfólio empresas, que faz com que a cada dois processos adicionais resulte em perda de pelo menos uma investida. Isto prova a relação positiva entre a capacidade de atrair “*Start-ups*” da empresa de CVC com a reputação de experiência, o envolvimento ativo na *Start-up* e a má conduta.

Segundo Wang et al. (2017), a estrutura de controlo que as empresas iniciantes vão adotar vai depender dos fatores relevantes da indústria em que trabalham. No caso de empresas de tecnologia avançada vai depender do poder de negociação dos investidores, dos custos de monitorização, do montante financeiro à posse dos empreendedores, dos benefícios privados e sobretudo da fase de desenvolvimento em que a empresa se encontra. Neste tipo de empresa, e numa situação de fase inicial, os empreendedores preferem controlo conjunto, mas numa fase posterior, os

empreendedores ficam pelo controlo contingente. Nas indústrias tradicionais têm em conta apenas o poder de negociação do investidor e os custos de monitorização.

Os dois métodos utilizados na implementação de financiamento por fases para empresas iniciantes são: o método de etapas, a empresa iniciante recebe obrigação a um preço pré-determinado após certas condições serem cumpridas; o método redondo que corresponde apenas ao cumprimento das exigências atuais do financiamento. A empresa iniciante decide adotar um dos dois métodos de acordo com a natureza da empresa, seus fluxos de caixa e a sensibilidade de seus fluxos de caixa ao esforço do empreendedor, ao esforço do *Venture Capitalist* e ao sucesso da tecnologia real (Cuny & Taylor, 2005).

Quanto menor for o tempo de cada ronda, maior será a frequência com que o investidor monitoriza a empresa e quanto maior o número de rondas, menor será o capital entregue à empresa (Faria, 2009). O investimento de VC é realizado por etapas de modo a que o projeto em causa esteja sob controlo, permite a redução do custo associado ao risco de disponibilização de informações incorretas e dos custos do problema do risco moral (Cheriff & Elouaer, 2004).

### **2.3. Enquadramento teórico das PME(s).**

#### **2.3.1 Definição**

De acordo com o DL nº 372/2007, 6 de novembro, as empresas são classificadas como PME quando o número de empregados é inferior a 250 e o volume de negócios não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não exceda 43 milhões de euros. A definição de PME é realizada de forma objetiva em que as componentes em análise são o número de empregados e o volume de negócios ou o balanço total anual, factos explicados pelo trabalho de Nunes (2010).

São três os tipos de empresas: micro constituídas no máximo por 10 empregados, com um volume de negócios anual e o balanço total igual ou inferior a 2 milhões de euros; as pequenas que atingem no máximo cerca de 50 empregados e com um volume de negócios anual e balanço total com o valor aproximado de 10 milhões de euros; e as médias em que o número de empregados é, no máximo, de

250, o limite do volume de negócios anual é de 50 milhões de euros e o balanço total igual a 43 milhões de euros (Ramos, 2011).

Segundo Pereira (2019), a definição de PME tem alterado ao longo do tempo. Inicialmente para que uma empresa fosse tratada como uma PME tinha apenas de ter um determinado número de empregados, por exemplo, nos EUA, ainda hoje uma PME é definida como uma empresa com menos de 500 empregados. Em 1996, a União Europeia recomendou acrescentar mais dois critérios que incidem na parte financeira: o volume de negócios anual e o balanço total anual. Mais tarde em 2003, a Comissão Europeia aconselha a criação de uma nova definição no DL n° 372/2007, 6 de novembro na qual permitiu dar resposta no âmbito dos apoios públicos e reduzir as dificuldades que as PME(s) enfrentam, como facilitar o acesso a financiamento externo. Há outro critério considerado que é a independência dessas empresas relativamente às grandes empresas, mas como existe dificuldade de obter essa informação a nível nacional, o critério de independência foi excluído no âmbito das estatísticas das empresas.

### **2.3.2 Contextualização - Portugal e Europa**

Cerca de aproximadamente 99% do emprego quer na Europa quer em Portugal é representada por PME(s), se bem que em Portugal verifica-se a predominância do setor terciário. Na Europa, os fatores como rapidez e flexibilidade do empreendedor na tomada de decisão e o relacionamento com o banco são mais importantes já que as empresas têm de criar planos que lhes permitam sobreviver perante o aumento da concorrência. Os principais problemas das PME(s) na Europa são os custos elevados na carga, comparando com as grandes empresas, dificuldades no acesso ao financiamento e a falta de experiência e de informação. Em Portugal, o perfil do empreendedor é considerado mais importante na criação e gestão da empresa e destaca as assimetrias de informação, a dificuldade do acesso ao financiamento e a falta de mão-de-obra qualificada como os problemas mais relevantes (Fonseca, 2011).

Segundo Luzio (2015), na área de financiamento de PME(s) há duas teorias que se acentuam: a teoria de “*Pecking order*”, que explica que as empresas seguem uma

ordem de financiamento, valorizando o financiamento interno como primeira opção de financiamento, ao passo que o financiamento de dívidas é utilizado em caso de necessidade, e a teoria “*Trade-off*” que defende a ideia do equilíbrio entre financiamento interno e o financiamento de dívidas com vista ao aproveitamento dos benefícios de ambos os lados. Luzio, ao analisar outros trabalhos que discutem essas teorias, compreende que as teorias, apesar de seguirem sentidos opostos, não são totalmente contraditórias sendo ambas fiáveis na explicação do financiamento das PME(s).

Devido à sua estrutura e dimensão, as PME(s) têm dificuldades quer no autofinanciamento quer no acesso ao financiamento bancário tradicional, tendo o ciclo de vida da empresa, a estrutura de custos, o risco de negócio e a estrutura de capital como principais responsáveis de afetar o acesso. As PME(s) também são incapazes de incidir a sua obtenção de lucros com o momento de pagamento da dívida (Carvalho, 2019).

As empresas acabadas de nascer não apresentam uma posição relevante no mercado de forma a atrair a atenção dos investidores nem capacidade para demonstrar o potencial dos seus projetos, e também carecem de ativos tangíveis e capacidade de produzir lucros a curto prazo. A maior parte das vezes em que os empreendedores recorrem ao Capital de Risco, o financiamento é pedido a pessoas mais próximas, como familiares, ou programas focados em apoiar as ideias do mercado (Nogueira, 2016).

A principal razão porque as PME(s) têm dificuldade em obter empréstimos junto aos bancos é o baixo nível de informação sobre a empresa a que o banco tem acesso. Os documentos financeiros, como as folhas de balanço, a contabilidade e o anexo permitem aos bancos obter informação sobre a situação económica e financeira das empresas com que negociam e assim podem fazer previsões de maneira a reduzir os riscos envolvidos nas operações. No entanto, como as PME(s) não são obrigadas a publicar esses documentos trazem pouca informação sobre os seus *cash flows*, o que faz com que os bancos tenham dificuldades em analisar estas empresas, e na qual só irá fornecer financiamento se estiverem a pagar um preço que justifique o nível elevado de risco, mencionados por Correia (2018).

As pequenas empresas têm dificuldade em comprovar a sua qualidade ao exterior visto que não publicam as suas demonstrações financeiras, o que também faz que a construção de relações com outras entidades, com base na reputação, seja complicada. Alguns estudos afirmam que as *Start-ups* costumam utilizar mais financiamento interno devido à falta de informação, o que complica a obtenção de financiamento externo. No entanto, em empresas jovens mesmo com a opacidade de informação, a obtenção de financiamento externo não é muito difícil. As principais diferenças entre pequenas e médias empresas e as grandes empresas são o tipo de mercado a que têm acesso: as pequenas empresas optam por património e mercado privado enquanto que as grandes empresas ficam pelo mercado público. As pequenas e médias empresas não utilizam o mercado público não só porque contém pouca informação sobre a qualidade das suas empresas, como também são incapazes de cobrir os custos fixos que estão correlacionados com o tamanho da empresa. No entanto, acrescenta-se que as grandes empresas também podem utilizar o património e mercado privado nas suas operações. As empresas são sujeitas a problemas de risco moral quanto o financiamento externo é maior que o financiamento interno. O financiamento interno também é geralmente uma condição necessária para quaisquer infusões de financiamento externo para reduzir a seleção adversa e os problemas de risco moral, referido por Berger & Udell (1998).

No momento de entrada de capitais em pequenas e novas empresas, de maneira a reduzir os problemas associados às assimetrias de informação, como a seleção adversa (má seleção dos projetos) e o risco moral, aplica-se processos como triagem e monitorização que fornece os instrumentos necessários às empresas de forma a obterem meios financeiros. Apesar de se verificarem desvantagens, como controlo demasiado reforçado, verificação de potenciais conflitos de interesse e substituições dos empregadores, o Capital de Risco continua a ser importante para as PME(s) por promover a criação de emprego, de acordo com Petreski (2008).

Segundo o trabalho realizado por Brown et al. (2004), em que se analisou-se 297 novas empresas na Roménia com informação útil entre 2001-2004, o acesso ao crédito externo aumenta o crescimento de emprego e de vendas nas pequenas empresas, a assistência técnica fornecida por parceiros externos também contribui para o crescimento, as habilidades do empreendedor têm pouca influência e por

último os impostos limitam o crescimento. No trabalho de Silva (2016), o Capital de Risco corresponde a uma variável importante no crescimento da inovação, porque promove o crescimento de empresas inovadoras em fases iniciais. Segundo Augusto (2014), o capital de risco permite aumentar a reputação de uma empresa fazendo com que seja possível o acesso a outras formas de financiamento, como financiamento bancário. De acordo com Wu & Xu (2020), tendo como país em análise a China, corroboraram que o financiamento de VC permite estabelecer uma melhor transmissão de informação entre as pequenas e as médias empresas e os bancos, diminuindo as assimetrias de informação, e aumentar a credibilidade das pequenas e médias empresas o que permite facilitar o acesso aos empréstimos.

Com a necessidade de desenvolver as PME, a União Europeia estabelece uma variedade de medidas, como programas de apoio, de modo a facilitar o financiamento entre empresas. Desde 2007 até 2015, definiram-se diferentes estratégias em que a sua contribuição varia entre direta e indireta na estrutura das PME. Os programas que apoiam as PME encontram divididos em quatro categorias: a primeira é as oportunidades de financiamento temática. Estes programas concentram-se em PME em setores como ambiente, energia e transporte, inovação e investigação, educação e formação, cultura e media e emprego. A segunda diz respeito aos fundos estruturais, que servem para sustentar as PME vindas de regiões pouco desenvolvidas em termos económicos. A terceira consiste em instrumentos financeiros, que promovem a motivação de realização de investimentos para PME, e a quarta categoria refere os apoios de internacionalização, que representam medidas para expandir as PME pelo mercado internacional. As duas primeiras categorias são formas de apoio direta, as duas últimas categorias correspondem a formas de apoio indireta (Ramos, 2011).

Resumindo, o CR corresponde a uma fonte de financiamento valiosa para empresas com determinados problemas. Quer se trate de empresas principiantes ou experientes, o CR tem vantagens e desvantagens e, tal como qualquer outra opção financeira, existem fatores que afetam a sua aplicação. Também se compreendesse as razões de PME de optar por CR, sendo a principal razão o baixo nível de reputação que complica uma boa relação com os investidores externos.

## **CAPÍTULO III – METODOLOGIA**

Nesta seção iremos abordar a análise do Capital de Risco em Portugal que será utilizada como forma de suporte aos argumentos mencionados na seção anterior. Os procedimentos adotados para análise de dados serão mencionados e explicados nesta parte do trabalho.

De maneira a evidenciar a relevância de CR na economia portuguesa, definiu-se, através do SPSS, um modelo de regressão múltipla em que a variável dependente é o montante de ativos sob gestão de CR. A razão de utilizar o montante de ativos sob gestão de CR como variável dependente é para servir de proxy ao montante do valor sob gestão, na qual a única diferença com os ativos sob gestão refere-se ao facto do valor sob gestão subtrair o endividamento e outros passivos, que deixaram de ser anunciados pela CMVM de 2019 e 2020. A pesquisa de dados foi realizada nos sites do Banco de Portugal e da Pordata, mas maioritariamente no Banco de Portugal, e recolheu-se uma vasta gama de dados sobre os diferentes fatores que influenciam o investimento de CR. Estes dados encontram-se no período de tempo entre 2007 a 2020. Após a recolha de dados, organizamos e separamos os fatores por 5 categorias, com o objetivo de criar um modelo com 5 variáveis. As categorias de variáveis são a rendibilidade, variáveis que refletem o desempenho económico do país (Rendibilidade do ativo, Rendibilidade do capital próprio, Volume de negócios, Ativo, Capital próprio, Margem EBTIDA, PIB, Vendas e serviços prestados, e Passivo), o financiamento, corresponde ao conjunto de fatores que afetam o suporte financeiro das empresas (Endividamento, Empréstimos bancários, Autofinanciamento, Taxa de juro, Nível de risco, Autonomia financeira, Rácio da dívida pública e Custos de financiamento obtidos), a empregabilidade, os indicadores da performance de trabalho das empresas (Taxa de PME, Taxa de desemprego e Número de empresas com idade menor de 5 anos), a inovação, a influência do setor de inovação na economia, visto ser, teoricamente, o setor de atividade com mais investimento por CR (Despesas de inovação e Patentes), e a internacionalização, os efeitos do mercado externo no mercado interno (Importações e Exportações). Todas as variáveis mencionadas foram utilizadas nos modelos dos outros trabalhos anunciados na literatura. Decidiu-se logaritmizar as variáveis apresentadas em unidade de montante, de forma a diminuir as grandes diferenças entre as variáveis do tipo índice e do tipo taxa. Outra decisão tomada foi a de criar o

modelo com base em coeficientes padronizados, porque permitem trabalhar facilmente com variáveis de diferentes escalas. Sendo assim, o modelo segue o exemplo da equação nº1:

$$\ln(Y) = B1Rend + B2Fina + B3Empr + B4Inov + B5Inter$$

A base de dados deve ser sujeita a uma série de testes de forma a determinar um modelo apropriado. Os testes recorridos são o teste de significância conjunta, a significância do modelo é aprovada quando o seu valor-p é inferior ao nível de significância, e o teste de significância individual, a relevância de cada variável é certificada quando o valor-p da devida variável for inferior ao nível de significância. De seguida é importante verificar quão bom é o modelo a explicar a variação da variável dependente para isso analisa-se o método do quadrado ajustado, o nível aceitável é a partir de 70%. Para testar a existência de correlação entre as variáveis, construi-se uma tabela de correlações e definiu-se um limite do valor de correlação entre duas variáveis a 0,8. Também é necessário percorrer testes de multicolinearidade como o teste de Durbin-Watson, que examina a independência dos resíduos, o modelo passa este teste quando o valor de Durbin-Watson deste modelo está entre 1,5 a 2,5. Outros dois testes para comprovar a ausência de multicolinearidade são os valores de tolerância das variáveis têm de ser superiores a 0,1, e a *Variation Inflation Factor* (VIF) não pode ultrapassar o valor de 5. A confirmação da ausência de *outliers* é também fundamental sendo importante verifica-la na tabela das Estatísticas Residuais, em que o mínimo e o máximo do Erro do valor previsto e Erro do resíduo não pode ultrapassar -3 e 3. A distribuição normal dos resíduos é observada no histograma, em que a curva formada deve estar centralizada como prova da distribuição normal, e no gráfico P-P Normal de Regressão Resíduos padronizados em que os pontos devem criar aproximadamente uma linha reta provando a relação linear. No gráfico de dispersão para confirmar a homocedasticidade, consiste que os resíduos do modelo sejam constantes, é necessário que os pontos estejam dispersos formado um retângulo.

Recordando novamente, o objetivo deste capítulo, é explicar o método selecionado para este trabalho, justificar a estratégia para determinar o modelo de regressão e referir a lista de testes necessários para a aprovação do modelo.

## **CAPÍTULO IV – RESULTADOS**

Segue-se a análise dos resultados dos testes mencionados no capítulo anterior e ainda a apresentação dos valores das variáveis independentes do modelo e a explicação desses valores.

#### 4.1 Testes

Depois da realização de várias tentativas em criar diferentes modelos, conseguimos determinar um modelo para explicitar em que a variável dependente corresponde aos Ativos sob gestão de CR (LN(AG)), já as variáveis independentes são a Rendibilidade de ativo (RA), a Taxa de juro (TxJuro), o Número de empresas com idade menor de 5 anos (LN(EMP5idade)), as Despesas de inovação (LN(Desino)) e as Exportações (LN(Export)).

Consegue-se observar na Tabela 3. os dados relativos à Estatística Descritiva, a qual indica a média, o desvio-padrão e a amostra de cada variável do modelo.

Tabela 3. Tabela das Estatísticas Descritivas

	<b>Média</b>	<b>Erro Desvio</b>	<b>N</b>
<b>LNAG</b>	<b>8,1263</b>	<b>,42927</b>	<b>14</b>
<b>RA</b>	<b>6,9500</b>	<b>1,17063</b>	<b>14</b>
<b>TxJuro</b>	<b>4,7250</b>	<b>1,46868</b>	<b>14</b>
<b>LNEMP5idade</b>	<b>11,9164</b>	<b>,11995</b>	<b>14</b>
<b>LNDESINO</b>	<b>7,8348</b>	<b>,13314</b>	<b>14</b>
<b>LNExport</b>	<b>11,2475</b>	<b>,67703</b>	<b>14</b>

Na Tabela 4. vê-se as correlações das variáveis e olhando para os números pode-se verificar que a questão da multicolinearidade não será um problema para este modelo apesar da correlação entre taxa de juro e do número de empresas com idade menor de 5 anos ser elevada, as restantes correlações relatam valores abaixo de 0,8.

Tabela 4. Tabela das Correlações

		LNAG	RA	TxJuro	LNEMP5idade	LNDESINO	LNExport
Correlação de Pearson	LNAG	1,000	-,250	-,778	,749	,412	,536
	RA	-,250	1,000	-,224	,187	-,069	-,254
	TxJuro	-,778	-,224	1,000	-,866	-,661	-,625
	LNEMP5idade	,749	,187	-,866	1,000	,594	,677
	LNDESINO	,412	-,069	-,661	,594	1,000	,564
	LNExport	,536	-,254	-,625	,677	,564	1,000
	Sig. (1 extremidade)	LNAG	.	,194	<,001	,001	,072
RA		,194	.	,221	,261	,407	,190
TxJuro		,001	,221	.	,000	,005	,008
LNEMP5idade		,001	,261	,000	.	,013	,004
LNDESINO		,072	,407	,005	,013	.	,018
LNExport		,024	,190	,008	,004	,018	.
N	LNAG	14	14	14	14	14	14
	RA	14	14	14	14	14	14
	TxJuro	14	14	14	14	14	14
	LNEMP5idade	14	14	14	14	14	14
	LNDESINO	14	14	14	14	14	14
	LNExport	14	14	14	14	14	14

Na Tabela 5. fornece as Estatísticas dos resíduos que permitem salientar que o valor mínimo e o valor máximo do valor previsto padrão são -1,743 e 1,260 e o

valor mínimo e o valor máximo do valor residual padrão são -1,328 e 1,227, ou seja, como os valores estão dentro do limite de -3 a 3 a ausência de *outliers* é comprovada neste modelo.

Tabela 5. Tabela das Estatísticas de resíduos

	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio	N
<b>Valor previsto</b>	<b>7,3952</b>	<b>8,6547</b>	<b>8,1263</b>	<b>,41944</b>	<b>14</b>
<b>Resíduo</b>	<b>-,15468</b>	<b>,14294</b>	<b>,00000</b>	<b>,09135</b>	<b>14</b>
<b>Erro Valor previsto</b>	<b>-1,743</b>	<b>1,260</b>	<b>,000</b>	<b>1,000</b>	<b>14</b>
<b>Erro Resíduo</b>	<b>-1,328</b>	<b>1,227</b>	<b>,000</b>	<b>,784</b>	<b>14</b>

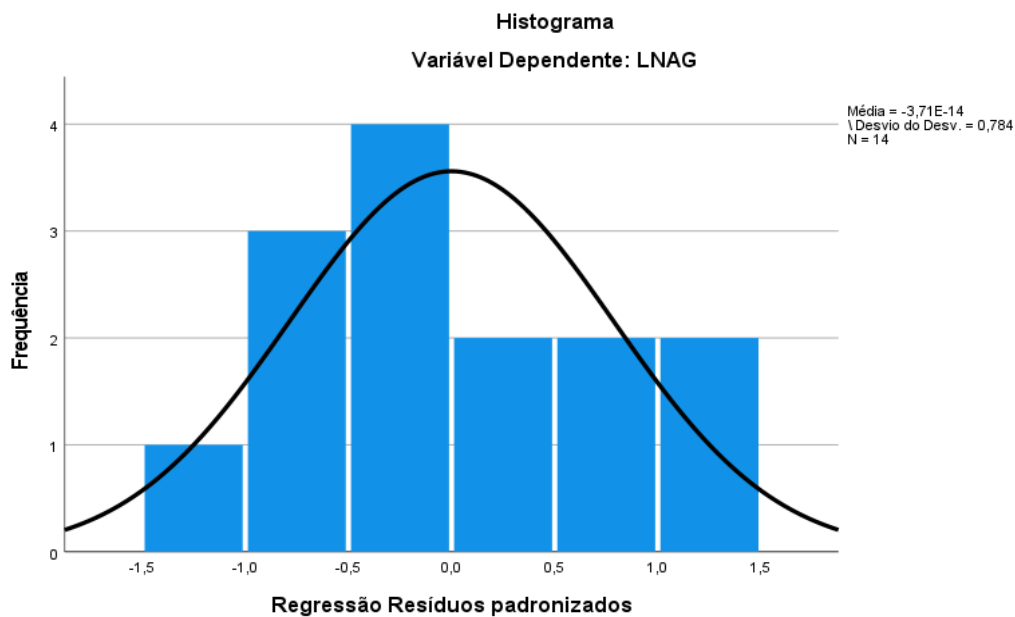
Na Tabela 6. obter-se as respostas para a maioria dos testes como os testes de significância, quer conjunto quer individual, o valor de p apresentado pelo modelo é menor que o nível de significância ( $0,001 \leq 0,05$ ), os valores de p das variáveis independentes também não ultrapassam o nível de significância. O valor do quadrado ajustado indica que o modelo explica muito bem a variabilidade da variável dependente através das variáveis independentes ( $R^2$  (ajustado)=0,926), confirma que as variáveis independentes não estão auto ou correlacionadas entre si, visto que todas as variáveis exibem um nível de tolerância acima de 0,1 e valor de VIF abaixo de 5, revela os respectivos coeficientes das variáveis independentes e o valor de DW é igual a 2,25, sendo um valor que está entre 1,5 e 2,5.

Tabela 6. Tabela do modelo ANOVA

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Erro				Tolerância	VIF
(Constante)	0,814	7,334	Beta	0,111	0,914		
RA	-0,252	0,034	-0,688	-7,313	<,001	0,64	1,562
TxJuro	-0,281	0,049	-0,963	-5,739	<,001	0,201	4,972
LNEMP5idade	1,877	0,587	0,524	3,196	0,013	0,21	4,755
LNDESINO	-1,172	0,341	-0,363	-3,432	0,009	0,505	1,981
LNExport	-0,248	0,078	-0,391	-3,163	0,013	0,37	2,701
ANOVA	<,001	DW	2,25	R quadrado	0,955	R quadrado ajustado	0,926

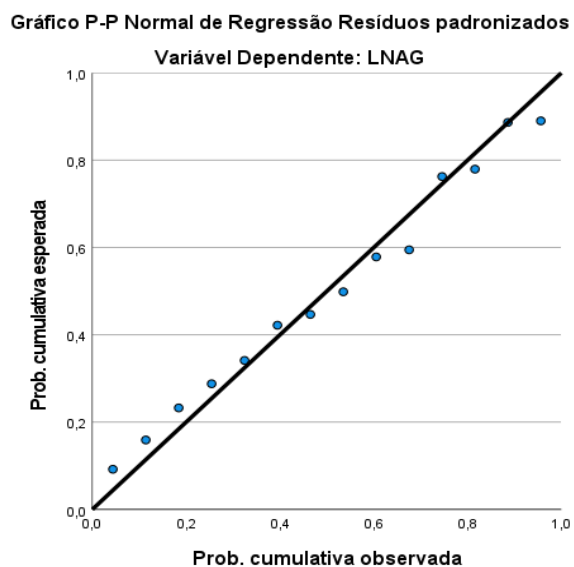
Na Figura 22. temos o histograma, o gráfico a utilizar para verificar a distribuição normal dos resíduos e notado pela curva quase normal finaliza que os resíduos neste modelo seguem a distribuição normal.

Figura 22. Histograma



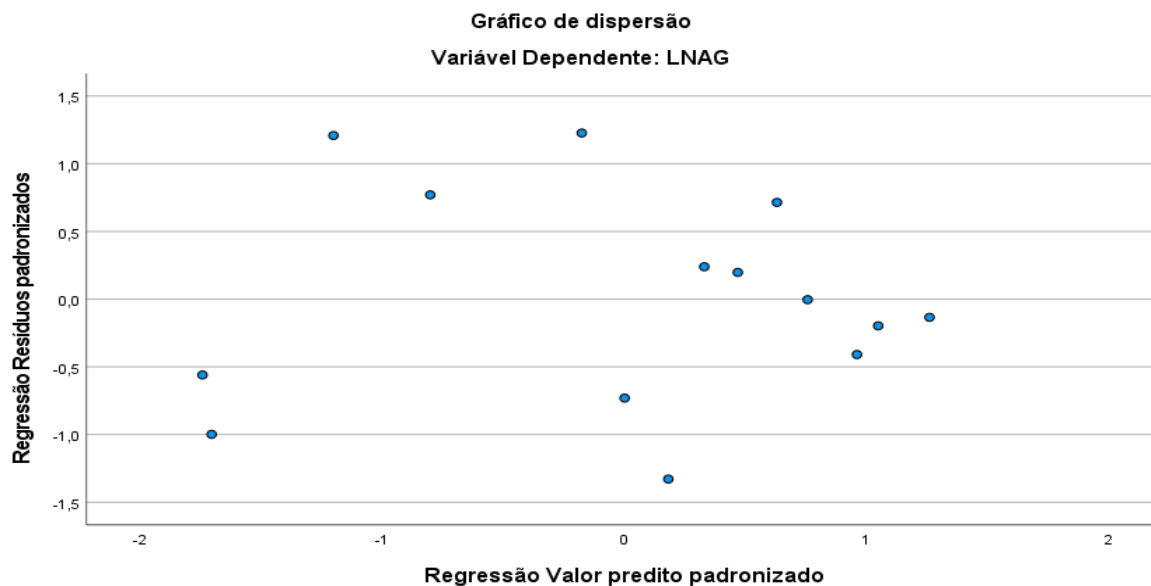
A Figura 23. revela que o modelo estabelece uma relação linear com as variáveis independentes em que os pontos do gráfico revelam aproximadamente uma linha reta.

Figura 23. Gráfico P-P Normal de Regressão de Resíduos padronizados



Na Figura 24. tira-se a conclusão de que os resíduos (erros) são constantes, uma vez que os pontos dispersos na figura formam um retângulo.

Figura 24. Gráfico de dispersão



## 4.2 Modelo

São apresentadas duas equações, a equação nº2 representa as variáveis selecionadas no modelo, a equação nº3 tem os respectivos valores das variáveis:

$$LN(AG) = B1RA + B2TxJuro + B3LN(EMP5idade) + B4LN(Desino) + B5LN(Export)$$

$$LN(AG) = -0,688RA - 0,963TxJuro + 0,524LN(EMP5idade) - 0,363LN(Desino) - 0,391LN(Export)$$

A rendibilidade do ativo tem uma relação negativa com o investimento de CR, o aumento do lucro gerado por cada unidade monetária provoca decréscimo no montante de investimento de CR. O trabalho de Chu et al (2021), constrói um modelo tendo como variável dependente a inovação e confirma que enquanto a inovação e o *Venture Capital* têm uma relação positiva o mesmo não se pode dizer das variáveis “retorno dos ativos” e “índice de dívida de ativos”, que afetam negativamente a inovação. O facto do *Venture Capital* e retorno de ativos apresentarem diferentes sinais perante a inovação pode explicar o porquê de a rendibilidade do ativo ter uma relação negativa com o CR.

A taxa de juro é uma das dificuldades que aparece aos investidores nas suas operações, e tal como previsto uma taxa de juro elevada leva a uma diminuição do montante investido em CR. Segundo Catani (2017), a taxa de juro está correlacionado com o tamanho da indústria, e o seu efeito no investimento de CR vai depender da sua duração, isto é, se for taxa de juro de curto prazo, o seu aumento vai estimular a atratividade de CR, caso for taxa de juro de longo prazo, o aumento provoca a diminuição da atratividade de CR. No nosso caso estamos a falar de taxa de juro de longo prazo, que irá dificultar o investimento em CR.

As exportações e o investimento de CR exibem uma relação negativa, uma vez que quando uma empresa aumenta o seu volume de exportações, aumenta a sua fonte de financiamento interna, o que leva a menor necessidade de recorrer a investimentos externos como CR. Pesqueira (2012) corrobora este facto, em que confirma a existência de uma correlação negativa entre mercado internacional e participação de CR, o que significa que um aumento nas exportações resulta na diminuição do investimento em CR.

No caso de Portugal, o investimento de CR no setor de inovação não é tão predominante no investimento de CR como nos EUA e em alguns países europeus, mas a sua posição não deixa de ser relevante, fazendo com que qualquer fator que

leva ao aumento do custo deste setor irá provocar a redução no investimento de CR. O trabalho de Pucariço (2015) prova que as empresas salientam um elevado grau de inovação tecnológica após o investimento em CR, logo se aparece contrariedades para às empresas do setor de inovação, como o aumento das despesas, haverá um maior desencorajamento das empresas em adotar investimentos de CR.

O número de empresas com idade menor de 5 anos contribui para o aumento do investimento de CR, uma vez que novas empresas e empresas que ainda estão a aprender vão sempre precisar ajuda financeira externa e as formas tradicionais de investimentos costumam, por vezes, a não serem fáceis de aceder, optando-se pelo investimento de CR. Neves (2019) explica, antes de realizar a análise de dados, que a variável “Desemprego” pode tanto ter efeito positivo como negativo no Capital de Risco. O efeito positivo esclarece a possibilidade de os empregados abandonarem a sua empresa atual com a intenção de criar uma nova, provando que o aparecimento de novas empresas é um fator que contribui para o crescimento de CR.

Refletindo sobre os resultados, o modelo apresentado cumpre com os padrões necessários para ser um modelo relevante e apropriado para análises, se bem que se verifica a existência de altos níveis de correlação entre as variáveis taxa de juro e do número de empresas com idade menor de 5 anos. Possíveis sugestões na aplicação deste método em futuros trabalhos seriam, para além de procurar outras variáveis, dentro das categorias discutidas, trabalhar numa linha temporal diferente e recorrer a diferentes testes, incluir outras categorias, como área do ambiente e a política, e em vez de ativos sob gestão usar valor sobre gestão como variável dependente, posto que não inclui passivos. Além disso, identificar-se-iam as conexões entre a variável dependente e as variáveis independentes, do mesmo modo que se clarificaria a razão dessas conexões.

Na tabela 7. encontra-se a síntese sobre as variáveis independentes do modelo.

Tabela 7. Tabela das Variáveis Independentes

<b>Variável Independente</b>	<b>Categoria</b>	<b>Definição</b>	<b>Sinal</b>
Rendibilidade do ativo (RA)	Rendibilidade	Lucro gerado por cada unidade monetária de ativos	(-) Quanto maior RA, menor será o investimento de CR
Taxa de juro (TxJuro)	Financiamento	Percentagem que representa o custo dos empréstimos	(-) Quanto maior for a taxa de juro, menor o investimento de CR
Número de empresas com idade menor de 5 anos (Ln(Emp5idade))	Empregabilidade	Total do número de empresas que existem à menos de 5 anos	(+) Quanto maior o número de empresas com menos de 5 anos, maior será o investimento em CR
Despesas de inovação (Ln(Desino))	Inovação	Somas dos custos associados às atividades do setor de inovação	(-) Quanto maior as despesas na inovação, menor investimento em CR
Exportações	Internacionalização	Montante correspondente ao recebimento das compras no mercado internacional	(-) Quanto maior o volume de exportações, menor será o investimento em CR

## **CAPÍTULO V - CONCLUSÃO**

A elaboração desta dissertação teve como finalidade demonstrar que o Capital de Risco continua a ser uma forma de financiamento bastante útil para Portugal. Para tal apresentou-se factos verificados por diferentes trabalhos, recolhidos para servir como resumo da atividade de CR, analisou-se os dados estatísticos e até mesmo a exibição de um modelo estatístico.

Esta forma de financiamento permite que os investidores contribuam para as empresas investidas não só financeiramente, mas também no apoio à gestão e organização dessas empresas, promovendo a evolução através da experiência e rede de contactos, sendo o pagamento desses investidores correspondente à proporção do lucro gerado pelas empresas investidas após o investimento, em vez de reembolsos e garantias pessoais. O CR é uma forma de investimento ideal para PME(s), pois embora representem 99% dos empregos em Portugal, estas empresas apresentam dificuldades em aceder a financiamento externo, sobretudo no início do ciclo de vida com a falta de conhecimento, de experiência e de ligações com profissionais que complica o acesso às outras formas de financiamento. No conteúdo investigado, o Capital de Risco predomina no investimento de empresas iniciais e em atividades do setor de inovação, isso é o caso para a maioria dos países que operam pelo sistema anglo-saxónico. A indústria de CR em Portugal segue o sistema continental, fazendo com que o Capital de Risco seja dividido por duas seções, a *Venture Capital* que corresponde ao investimento para empresas iniciais e a *Private Equity* que representa o investimento para empresas já existentes e em crescimento.

A análise dos dados retirados dos relatórios de CMVM, no período definido, indica que, em Portugal, o montante de ativos sob gestão aumentou em todos os anos, exceto nos anos 2008 e 2010, demonstrando o crescimento de CR ao longo do tempo. A quota de mercado é maioritariamente representada por FCR, na qual se investe a maior parte do investimento em investimentos de PE, enquanto que a restante quota, que corresponde as SCR, investe no VC, evidenciando que Portugal continua a investir mais em empresas já existentes do que em empresas iniciantes. As estratégias de entradas de investimento são uma outra evidência de que Portugal atribui mais importância ao PE em detrimento de VC visto que recorre mais à Expansão, *Turnaround* e *Management Buy-out*. Em relação ao desinvestimento, o mercado português não possui as condições favoráveis para o OPI, que é a forma de

desinvestimento mais lucrativa de CR, em vez disto, mantem-se em desinvestimentos como a Venda a terceiros, Não definido, e a Recompra. Os setores mais investidos em CR de 2013 a 2020, sem contar com SGPS, são o setor de atividade de informação e comunicação, o setor de atividades imobiliárias e o setor das indústrias transformadoras. O facto de o setor de atividade de informação e comunicação ser um dos mais investidos corrobora a concentração de investimento de CR nos setores de inovação tecnológica está a começar a aumentar, no entanto continua a ser baixa. A maioria dos investimentos de CR revelam participação inferior a 50%, ou seja, participação minoritária, a duração dos investimentos é de curto prazo, normalmente menor do que 6 anos. Refletindo sobre esta observação, seria aconselhado a Portugal seguir o exemplo do sistema anglo-saxónico, isto é, investir em empresas iniciais e desinvestir por OPI, pois espera-se maior retorno nesta estratégia, as PME(s) exibem mais dificuldades na fase inicial do que na fase de crescimento, logo o número de empresas que são salvas de falência é elevado e, além disso, se as PME(s) recorrem a CR no início da sua atividade estarão mais familiarizadas com esta forma de financiamento permitindo um acesso mais fácil quando se encontrarem novamente em dificuldades no futuro. O modelo de regressão determinado neste trabalho permite deduzir que as empresas portuguesas estão dispostas ao financiamento de CR quando a quantia de recursos financeiros disponíveis é baixa, quer por fonte interna quer por fonte externa, as condições financeiras são favoráveis e o nível de emprego e de inovação é elevado.

Existe, sem dúvida, potencial para o CR em Portugal, para o crescimento das PME(s) e até da economia, mas medidas têm de ser desenvolvidas para conseguir trazer esse potencial à luz. O trabalho de Neves (2019) proclama que a indústria de CR em Portugal está a evoluir, e para continuar o seu desenvolvimento é fundamental aplicar determinadas políticas, como a necessidade de um mercado de ações líquido que permite facilitar a utilização de OPI. Pereira (2019) alega que para aumentar o número de oportunidades de PME(s) de utilizarem CR, políticas no ramo público e no privado têm de ser inseridas, para facilitar a atuação dos investidores de CR nas suas decisões, ilustrar a importância de CR como forma de financiamento e melhorar as suas relações com os empreendedores.

## Referências

- Alexandre, V. L. G. (2009). *Evolução da Indústria de CR em Portugal* (Dissertação de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa). <https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/2023/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Mestrado.pdf>
- Alperovych, Y., Groh, A. & Quas, A. (2020). *Bridging the equity gap for young innovative companies: The design of effective government venture capital fund programs*. *Research Policy*, 49 (10), 104051, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2020.104051>
- Andrieua, G., & Staglianò, R. (2016). *The entrepreneur's choice of a venture capital firm: Empirical evidence from two VC fund portfolios*. *Finance Research Letters*, 17, 141-145, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.008>
- Anokhin, S., Morgan, T., Schulze, W., & Wueber, R. (2022). *Is a reputation for misconduct harmful? Evidence from corporate venture capital*. *Journal of Business Research*, 138, 65-76, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.09.008>
- Atanasov, V., Ivanov, V., & Litvak, K. (2007). *The Effect of Litigation on Venture Capitalist Reputation*. Working paper 13641, National Bureau of Economic, SSRN. Research. <http://www.nber.org/papers/w13641>
- Atanasov, V., Ivanov, V., & Litvak, K. (2011). *Does Reputation Limit Opportunistic Behavior in the VC Industry? Evidence from Litigation against VCs*. College of William and Mary, U.S. Securities and Exchange Commission and Northwestern University. <http://ssrn.com/abstract=1343981>
- Augusto, M. (2014). *O Financiamento das PME através do Capital de Risco* (Publicação n°41634) (Dissertação de mestrado, Dissertação, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade de Lisboa). <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/8331?locale=en>
- Baker, M., S. Ruback, R., & Wurgler, J. (2004). *Behavioral Corporate Finance: A Survey*. Harvard Business School, NBER and NYU Stern School of Business, SSRN [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1294473](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1294473)
- Balboa, M., Martí, J., & Zieling, N. (2006). *Does venture capital really improve portfolio companies growth? Evidence from growth companies in Continental Europe*. Doctorado en Finanzas de Empresa, (ISSN: 1698-8183) Documento de Trabajo 0601, Universidad de Alicante e Universidad Complutense de Madrid. <https://www.ucm.es/data/cont/media/www/pag-19529/Publi.%20Mascare%C3%B1as/Publi.MFE/0601.pdf>

- Banha, F. (18 de Maio de 2004). “*O que são sociedade de capitais de risco? O que são “business angels”? O que é a Gesventure e que papel tem nestes domínios?*” *Jornal de Notícias*. [https://gesventure.pt/servicos/artigos/entrv\\_jn.pdf](https://gesventure.pt/servicos/artigos/entrv_jn.pdf)
- Barry, C. B., & Mihov, V. T. (2006). *Debt Financing, Venture Capital, and Initial Public Offerings*. Working Paper Series, Texas Christian University, SSRN. [https://www.downloadmaghaleh.com/wp-content/uploads/edd/maghaleh/1398/mehrpanah.oraghbedehi\\_compressed.pdf](https://www.downloadmaghaleh.com/wp-content/uploads/edd/maghaleh/1398/mehrpanah.oraghbedehi_compressed.pdf)
- Becker, R. M., & Hellman, T. (2003). *The Genesis of Venture Capital – Lessons from the German Experience*. Graduate School of Business Stanford University, CESifo Working Paper Series No. 883 CATEGORY 9: INDUSTRIAL ORGANISATION. [https://www.cesifo.org/DocDL/cesifo\\_wp883.pdf](https://www.cesifo.org/DocDL/cesifo_wp883.pdf)
- Belke, A, R. F., & Foster, N. (2003). *Does Venture Capital Spur Employment Growth?* CESifo Working Paper 930, SSRN. <http://ssrn.com/abstract=400200>
- Belke, A., & Schaal, A. (2004). *Venture Capital Investment and Labor Market Performance: New Empirical Evidence for OECD Countries*, Discussion Paper No. 1447, University of Hohenheim and IZA Bonn. <https://docs.iza.org/dp1447.pdf>
- Berger, Allen N., & Udell, G. F. (1998). *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*. *Journal of Banking & Finance* Volume 22 (1998) 613-673, SSRN, Board of Governors of the Federal Reserve System Washington, Wharton Financial Institutions Center Philadelphia and New York University. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=137991](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=137991)
- Berger, M., & Hottenrott, H. (2021). *Start-up subsidies and the sources of venture capital*, *Journal of Business Venturing Insights*, 16, e00272, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2021.e00272>
- Bertoni, F. & Tykyokuá, T. (2015). *Does governmental venture capital spur invention and innovation? Evidence from young European biotech companies*. *Research Policy*, 44 (4), 925–935, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.respol.2015.02.002>
- Bessière, V., Stéphanie É., & Wirtz, P. (2018). *Crowdfunding, business angels, and venture capital: New funding trajectories for Start-ups?* Université de Montpellier and Université de Lyon, SSRN. <https://ssrn.com/abstract=3137095>
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1999). *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?* *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, No. 4, P.36, 1999; Stanford Law School John M. Olin Program in Law & Economics, Working Paper No. 174; Columbia Law School, The Center for Law & Economic Studies Working Paper No. 166. [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/1210](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/1210)

- Blackman, A. (2014, 11 de março.) Tutplus. “*How to Raise Money From Venture Capitalists*”. (2021/11/01; 11H 45M). <https://business.tutplus.com/tutorials/how-to-raise-money-from-venture-capitalists--cms-19799>
- Block, J., Fisch, C., Vismara, S. & Andres, R. (2019). *Private Equity investment criteria: An experimental conjoint analysis of venture capital, business angels, and family offices*. *Journal of Corporate Finance*, 58, 329-352, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.009>
- Bonini, S., Alkan, S., & Salvi, A. (2011). *The Effects of Venture Capitalists on the Governance of Firms*. Bocconi University, SSRN. <http://ssrn.com/abstract=951665>
- Broughman, B. (2009). *Investor opportunism and governance in venture capital*. University of California, SSRN. <http://ssrn.com/abstract=1364133>.
- Brown, J. D., Earle, J. S., & Lup, D. (2004). *What Makes Small Firms Grow? Finance, Human Capital, Technical Assistance, and the Business Environment in Romania*, Discussion Paper NO. 1343, IZA. <file:///C:/Users/Utilizador/Documents/Ficheiros%20para%20C3%A0%20tese/Papers/dp1343.pdf>
- Buchner A., Mohamed, A., & Schwienbacher, A. (2017). *Diversification, risk, and returns in venture capital*. *Journal of Business Venturing*, 32 (5), 519-535, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2017.05.005>
- Butticè, V., Pietro, F., D., & Tenca, F. (2020). *Is equity crowdfunding always good? Deal structure and the attraction of venture capital investors*. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101773, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101773>
- Caldeira, R. (2013). *O contributo das sociedades de Capital de Risco para o empreendedorismo* (Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Gestão de Lisboa). <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/23051/1/O%20contributo%20das%20sociedades%20de%20capital%20de%20risco%20para%20o%20empreendedorismo.pdf>
- Campos, L. B. V. (2016). *Influência das características dos modelos de corporate governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal* (Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Bragança).
- Carvalho, M. S. (2019). *O Capital de Risco e o financiamento bancário em Portugal* (Dissertação do mestrado, Universidade Católica Portuguesa de Lisboa). <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/30965>
- Catani, G. (2017). *Fatores de estímulo à captação de Capital de Risco para projetos* (Dissertação de mestrado, Universidade de caixas do Sul).

<https://repositorio.ucs.br/xmlui/bitstream/handle/11338/3691/Dissertacao%20Gustavo%20Catani.pdf?sequence=3&isAllowed=y>

- Cavallo, A., Ghezzi, A., Era, C. D., & Pellizzoni, E. (2019). *Fostering digital entrepreneurship from startup to scaleup: The role of venture capital funds and angel groups*. *Technological Forecasting & Social Change*, 145, 24-35, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2019.04.022>
- Chaplinskya, S., & Muhkherjeeb, S. G. (2010). *The Form of Exit in Venture Capital: Implications for Reputation Building*. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.620.3636&rep=rep1&type=pdf>
- Chemmanur, T. J., & Loutschina, E. (2005). *The Role of Venture Capital Backing in Initial Public Offerings: Certification, Screening, or Market Power?* Carroll School of Management, Boston College. [http://www.centerforpbefr.rutgers.edu/2005/paper%202005/pbfea041.pdf?origin=publication\\_detail](http://www.centerforpbefr.rutgers.edu/2005/paper%202005/pbfea041.pdf?origin=publication_detail)
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Debarshi, K. N. (2011). *How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look Beneath the Surface*. Central for Economic Studies (CES 08-16), SSRN. <http://ssrn.com/abstract=1427846>
- Cheng, C., Hua, Y., & Tan, D. (2019). *Spatial dynamics and determinants of sustainable finance: Evidence from venture capital investment in China*. *Journal of Cleaner Production*, 232, 1148-1157, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.05.360>
- Cheriff, M., & Elouaer, S. (2004). *Venture Capital Financing: A Theoretical Model*. *Journal of Applied Business and Economics*, University of Reims OMI-LAME and ISG – Sousse. [http://www.accioneduca.org/admin/archivos/clases/material/venture-capital\\_1563993164.pdf](http://www.accioneduca.org/admin/archivos/clases/material/venture-capital_1563993164.pdf)
- Chircop, J., Johan, S., & Tarsalewska, M. (2020). *Does religiosity influence venture capital investment decisions?* *Journal of Corporate Finance*, 62, 101589, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101589>
- Chu, C. C., Li, Y. L., Li, S. J., & Ji, Y. (2021). *Uncertainty, venture capital and entrepreneurial enterprise innovation—Evidence from companies listed on China's GEM*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101576, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101576>
- CMVM (2007). Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal 2007; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H35M)

- CMVM (2008). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2008; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H36M)
- CMVM (2009). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2009; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H38M)
- CMVM (2010). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2010; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H39M)
- CMVM (2011). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2011; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H39M)
- CMVM (2012). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2012; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H40M)
- CMVM (2013). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2013, [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H41M)
- CMVM (2014). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2014; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H41M)
- CMVM (2015). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2015; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H42M)
- CMVM (2016). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2016; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H42M)
- CMVM (2017). Relatório anual da atividade de capital risco em Portugal 2017; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H43M)
- CMVM (2018). Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal 2018; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H43M)
- CMVM (2019). Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal 2019; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H44M)

- CMVM (2020). Relatório sobre a atividade de capital risco em Portugal 2020; [https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio\\_CapRisco.aspx?pg](https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Pages/Relatorio_CapRisco.aspx?pg) (24/04/2022; 10H45M)
- Conti, A., Dass, N., Di Lorenzo, F. D., & Graham, S. J. H. (2019). *Venture capital investment strategies under financing constraints: Evidence from the 2008 financial crisis*. *Research Policy*, 48 (3), 799-812, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2018.11.009>
- Correia, L. S. T. (2018). *Dificuldade das PME(s) obterem financiamento: estudo de caso em Portugal* (Dissertação de mestrado, Universidade de Minho) [https://repositorium.sdum.uminho.pt/bitstream/1822/55288/1/TESE%2BToma\\_s.pdf](https://repositorium.sdum.uminho.pt/bitstream/1822/55288/1/TESE%2BToma_s.pdf)
- Croce, A., Grilli, L., & Murtinu, S. (2018). *Why Do Entrepreneurs Refuse Venture Capital?* Politecnico di Milano and University of Groningen. [https://re.public.polimi.it/retrieve/handle/11311/1061319/480277/Manuscript%20May%20202018\\_post%20print.pdf](https://re.public.polimi.it/retrieve/handle/11311/1061319/480277/Manuscript%20May%20202018_post%20print.pdf)
- Cumming, D., & Macintosh, J. G. (2003). *Venture Capital Exits in Canada and the United States*. Law and Economics Research Paper No. 01-01, University of Toronto Law Journal, SSRN. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=321641](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=321641)
- Cumming, D., & Macintosh, J. G. (2003). *A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exit Strategies*. LAW AND ECONOMICS RESEARCH PAPER NO. 01-04, UNIVERSITY OF TORONTO. <http://papers.ssrn.com/abstract=268557>
- Cumming, D., & Johan, S. A. B. (2005). *Advice and monitoring in venture finance*, University of New South Wales. <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.494.7693&rep=rep1&type=pdf>
- Cumming, D. J., Grilli, L., & Murtinu, S. (2017). *Governmental and independent venture capital investments in Europe: A firm-level performance analysis*. *Journal of Corporate Finance*, 42, 439-459, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.016>
- Cuny, C. J., & Talmor, E. (2005). *The Staging of Venture Capital Financing: Milestone vs. Rounds*. Washington University, London Business School and University of California. <http://apps.olin.wustl.edu/faculty/cuny/CJCuny%20Talmor%20VC%20Staging%20Apr2005.pdf>

- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2002). *Venture-Capital Financing and the Growth of Startup Firms*, Graduate School of Business Stanford University. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0883902602001271>
- Devigne, David, Sophie Manigart, and Wright, Mike. (2016), *Escalation of commitment in venture capital decision making: Differentiating between domestic and international investors*. *Journal of Business Venturing*, 31 (3), 253-271, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2016.01.001>
- Dias, R. S., & Macedo, M. A. S. (2015). *Private Equity and venture capital funds: What drives the demand and supply sides?* Universidade Federal do espírito Santo and Universidade Federal do rio de Janeiro, XVIII SEMEAD Seminários em Administração, ISSN 2177-3866. <http://sistema.semead.com.br/18semead/resultado/trabalhosPDF/487.pdf>
- Dibrova, A. (2015). *Business Angel Investments: Risks and Opportunities*. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 207, 280-289, Science Direct, Elsevier. <https://doi:10.1016/j.sbspro.2015.10.097>
- Dilts, A. (2008). *Cognitive repairs in decision-making by Venture Capitalists*, (Thesis of master degree, University of Waterloo). [https://uwspace.uwaterloo.ca/bitstream/handle/10012/4250/Dilts\\_Andrew.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://uwspace.uwaterloo.ca/bitstream/handle/10012/4250/Dilts_Andrew.pdf?sequence=2&isAllowed=y)
- Dong, W., Li, Y., Ly, X., & Yu, C. (2021). *How does venture capital spur the innovation of environmentally friendly firms? Evidence from China*. *Energy Economics*, 103, 105582, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105582>
- Du, Qianqian. (2016). *Birds of a feather or celebrating differences? The formation and impacts of venture capital syndication*. *Journal of Empirical Finance*, 39 (A), 1-14, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jempfin.2016.09.001>
- Ensley, M. D., & Carr, J. C. (2006). *Institutional Isomorphism in Venture Capital Investment Decision Making: Industry Characteristics and Investment Preferences*. Working Papers, Rensselaer Polytechnic Institute and University of Southern Mississippi, SSRN. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=876394](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=876394)
- EVCA, (2013). 2013 European Private Equity Activity; <https://www.hvca.hu/documents/2013-European-Private-Equity-Activity.pdf> (15/06/2022; 16H15M)
- EVCA, (2014). 2014 European Private Equity Activity; <file:///C:/Users/Utilizador/Downloads/2014-European-Private-Equity-Activity.pdf> (15/06/2022; 16H06M)

- EVCA, (2015). 2015 European Private Equity Activity, [https://www.seca.ch/getattachment/a1eff0e8-275f-4f83-aff1-31edd2b419e5/Europe-\(incl--Switzerland\)-2015.aspx](https://www.seca.ch/getattachment/a1eff0e8-275f-4f83-aff1-31edd2b419e5/Europe-(incl--Switzerland)-2015.aspx) (15/06/2022; 15H56M)
- EVCA, (2016). 2016 European Private Equity Activity, <https://www.investeurope.eu/media/1183/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf> (15/06/2022; 15H50M)
- EVCA, (2017). 2017 European Private Equity Activity, <https://www.investeurope.eu/media/4004/investing-in-europe-private-equity-activity-2020-invest-europe-final.pdf> (15/06/2022; 15H42M)
- EVCA, (2018). 2018 European Private Equity Activity, <https://www.investeurope.eu/media/2585/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf> (15/06/2022; 14H38M)
- EVCA, (2019). Investing in Europe: Private Equity Activity 2019, [https://www.investeurope.eu/media/3052/20200512\\_invest-europe-investing-in-europe\\_-private-equity-activity-2019-final.pdf](https://www.investeurope.eu/media/3052/20200512_invest-europe-investing-in-europe_-private-equity-activity-2019-final.pdf) (15/06/2022; 15H33M)
- EVCA, (2020). Investing in Europe: Private Equity Activity 2020, <https://www.investeurope.eu/research/activity-data/> (15/06/2022; 15H30M)
- Faria, P. M. C. (2009). *Capital de Risco: Análise Comparativa à evolução do investimento em Portugal e na Europa* (Tese de Mestrado, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa). [https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/1703/1/TESE\\_DESINVESTIMENTO\\_HugoRF2009.pdf](https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/1703/1/TESE_DESINVESTIMENTO_HugoRF2009.pdf)
- Félix, E. G. S., Esperança, J. P., Gulamhussen, M. A. & Pires, C. P. (2009). *Uma Análise do Mercado de Capital de Risco Português: Saídas Parciais Versus Saídas Totais*, CEFAGE-UE Working Paper 2009/05, Universidade de Évora. [https://www.researchgate.net/publication/228460497\\_Uma\\_Analise\\_do\\_Mercado\\_d\\_e\\_Capital\\_de\\_Risco\\_Portugues\\_Saidas\\_Parciais\\_Versus\\_Saidas\\_Totais](https://www.researchgate.net/publication/228460497_Uma_Analise_do_Mercado_d_e_Capital_de_Risco_Portugues_Saidas_Parciais_Versus_Saidas_Totais)
- Fernandes, T. S. C. (2014). *A tomada de decisão dos Venture Capitalists e dos business angels. Critérios e fatores decisórios* (Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade de Lisboa). <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/6814>
- Ferreira, H. F. R. (2009). *Capital de Risco: Análise comparativa à evolução do desinvestimento em Portugal e na Europa* (Dissertação de mestrado, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa). [https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/1703/1/TESE\\_DESINVESTIMENTO\\_HugoRF2009.pdf](https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/1703/1/TESE_DESINVESTIMENTO_HugoRF2009.pdf)
- Fonseca, A. S. R. P. (2011). *AS PME em Portugal: Reflexões e Desafios* (Dissertação de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa). <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/4272>

- Freitas, M. F. C. (2016). *Sociedades de Capital de Risco: O perfil dos projetos financiados e o seu processo de seleção* (Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto). [https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/9646/1/maria\\_freitas\\_mcf\\_2016.pdf](https://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/9646/1/maria_freitas_mcf_2016.pdf)
- Fried, J. M., & Ganor, M. (2004). *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*. University of California, SSRN. [http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency\\_costs\\_venture\\_capitalist.pdf](http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/agency_costs_venture_capitalist.pdf)
- Gaspar, F. A. C. (2002). *O estudo do empreendedorismo e a relevância do Capital de Risco*, Instituto Politécnico de Santarém Escola Superior de Gestão. <https://repositorio.ipsantarem.pt/bitstream/10400.15/3081/1/Lugo.pdf>
- Gaspar, F. A. C. (2007). *O Fomento do Empreendedorismo Através do Capital de Risco e da Incubação de Empresas*. Instituto Politécnico de Santarém. <https://repositorio.ipsantarem.pt/handle/10400.15/188>
- Gaudio, B. L. D., Porzio, C., Sampagnaro, G. & Verdoliva, V. (2020). *Public policy and venture capital: Pursuing the disclosure goal*. Research in International Business and Finance, 51, 101104, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101104>
- Gompers, P. A., & Lerner, J. (1997). *What Drives Venture Capital Fundraising?* Harvard Business School and National Bureau of Economic Research. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=57935](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=57935)
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). *The Venture Capital Revolution*. Journal of Economic Perspectives, Volume 15, Number 2, Pages 145–168, University of Harvard and Nacional Bureau of Economic Research. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.15.2.145>
- Gompers, Paul, & Lerner, J. (2001). *Short-Term America Revisited? Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation*. Harvard University and NBER. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/ipe.3.25056151>
- Gompers, P. (2004). *Venture Capital*. Harvard University and National Bureau of Economic Research. [http://mba.tuck.dartmouth.edu/bespeneckbo/cfhandbook/VOLUME\\_1/CH9-VENTURE/ECKBO-CH9-VENTURE%20CAPITAL.pdf](http://mba.tuck.dartmouth.edu/bespeneckbo/cfhandbook/VOLUME_1/CH9-VENTURE/ECKBO-CH9-VENTURE%20CAPITAL.pdf)
- Gompers, P. A., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2006). *Skill vs. Luck in Entrepreneurship and Venture Capital: Evidence from Serial Entrepreneurs*. NBER Working Paper No. 12592, Harvard University, SSRN. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=933932](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=933932)
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaey, I. A. (2020). *How do Venture Capitalists make decisions?* Science Direct, Elsevier, Journal of Financial

- Economics, 135 (1), 169-190, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- Gosh, S. & Nanda, R. (2010). *Venture Capital Investment in the Clean Energy Sector*. Working Paper 11-020, Harvard Business School, SSRN. <http://ssrn.com/abstract=1669445>
- Gu, W., & Qian, X. (2019). *Does venture capital foster entrepreneurship in an emerging market?* Journal of Business Research, 101, 803-810, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.12.011>
- Hegeman, P. D., & Roger, S. (2021). *Why do they do it? Corporate venture capital investments in cleantech startups*. Journal of Cleaner Production, 294, 126315, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126315>
- Hellmann, T., & Puri, M. (2000). *The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*. Stanford University, SSRN. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=173655](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=173655)
- Hellman, T., Schure, P., & Vo, D. H. (2021). *Angels and Venture Capitalists: Substitutes or complements?* Journal of Financial Economics, 141 (2), 454-478, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.04.001>
- Hidayat, S. E., Bahamriz, O., Hidayati, N., Sari, C. A., & Dewandaru, G. (2021). *Value Drivers of Startup Valuation from Venture Capital Equity-Based Investing: A Global Analysis with a Focus on Technological Factors*. Borsa Instambul Review 22 (4), 653-667 Science Direct. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.10.001>
- Hoberg, G., & Seyhun, N. H. (2009). *Do Underwriters Collaborate with Venture Capitalists in IPOs? Implications and Evidence*. University of Maryland Smith School of Business, SSRN. <http://ssrn.com/abstract=690421>
- Hoening, D., & Henkel, J. (2015). *Quality signals? The role of patents, alliances, and team experience in venture capital financing*. Research Policy, 44 (5), 1049-1064, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.respol.2014.11.011>
- Howell, Sabrina T. (2019). *Reducing information frictions in venture capital: The role of new venture competitions*. Journal of Financial Economics, 136 (3), 676-694, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.10.009>
- Hsu, David H. (2007). *Experienced Entrepreneurial Founders and Venture Capital Funding*. Research Policy, 36, 722-741, University of Pennsylvania, SSRN. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=584702](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=584702)
- Hull, T. J., & PhD. (2021). *The effect of Venture Capitalists straying from their industry comfort zones*. Journal of Business Venturing Insights 16 e00266, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2021.e00266>

- Jacquinet, M. (2019). *Introdução Breve ao Startup capital e capitais de risco*. UCS. <https://repositorioaberto.uab.pt/bitstream/10400.2/8664/1/MarcJacquinetDEE2019%20Start%20up%20capital%20e%20capital%20de%20risco%20%281%29.pdf>
- Jia, N., & Wang, D. (2017). *Skin in the game: General partner capital commitment, investment behavior and venture capital fund performance*. *Journal of Corporate Finance*, 47, 110-130, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.008>
- Jin, Y., Zhang, Q., & Li, S. P. (2016). *Topological properties and community detection of venture capital network: Evidence from China*. *Science Direct, Elsevier Physica A*, 442, 300-311. <http://dx.doi.org/10.1016/j.physa.2015.09.029>
- Kaminski, J., Hopp, C., & Tykyoyá, T. (2019). *New technology assessment in entrepreneurial financing – Does crowdfunding predict venture capital investments?* *Techonological Forecasting & Social Change*, 139, 287-302, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.11.015>
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2000). *Venture Capitalists As Principals: Contracting, Screening, and Monitoring*. University of Chicago. <https://blogs.epfl.ch/rolf.lindback/documents/Contracting%20Screening%20and%20Monitoring.pdf>
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2001). *Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capital Analyses*. Working Paper, University of Chicago. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=295109](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=295109)
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2003). *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital*. *Review of Economic Studies* (2003), 70, 281-315, University of Chicago. [http://home.cerge-ei.cz/ortmann/corp\\_finance/Kaplan\\_Stromberg\\_Financial\\_contracting\\_theory\\_meet\\_s\\_real\\_world.pdf](http://home.cerge-ei.cz/ortmann/corp_finance/Kaplan_Stromberg_Financial_contracting_theory_meet_s_real_world.pdf)
- Khan, M. Z., Khan, Z. U., Hameed, A., & Zada, S. S. (2021). *On the upside or flipside: Where is venture capital positioned in the era of digital disruptions?* *Technology in Society*, 65, 101555, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2021.101555>
- Khanna, N., & Mathews, R. D. (2021). *Skill versus reliability in venture capital*. *Journal of Financial Economics*, 145 (2-A), 41-63 Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.07.007>
- Know, D., & Sorenson, O. (2021). *The Silicon Valley Syndrome*. Yale University and University of California. <https://www.hhs.se/globalassets/swedish-house-of-finance/seminars/syndrome0121.pdf>

- Kortum, S., & Lerner, J. (1998). *Does Venture Capital Spur Innovation?* Boston University, Harvath University and National Bureau of Economic Research, SSRN. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=10583](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10583)
- Kutsuna, K., Okamura, H. & Cowling, M. (2002). *Ownership structure pre and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies*. Pacific-Basin Finance Journal, 10 (2), (2002) 163-181, Science Direct, Elsevier. [www.elsevier.com/locate/econbase](http://www.elsevier.com/locate/econbase)
- Lahr, H., & Mina, A. (2016). *Venture capital investments and the technological performance of portfolio firms*. Research Policy, 45 (1), 303–318, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.respol.2015.10.001>
- Lahr, H., & Trombley, T. E. (2020). *Early indicators of fundraising success by venture capital firms*. Journal of Corporate Finance, 65, 101672, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101672>
- Lee, S. U., Park, G., Kang (2018). *The double-edged effects of the corporate venture capital unit's structural autonomy on corporate investors' explorative and exploitative innovation*. Journal of Business Research, 88, 141-149 Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.01.049>
- Lerner, J. (1993). *Venture Capitalists and the decision to go public*. Journal of Financial Economics, 35, (1994), 293-316, Harvard Business School, Elsevier Science. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X94900353>
- Liu, B., Chaoliang, L., Meng, F. & Jiang, H. (2021). *Modeling venture capital networks in hospitality and tourism entrepreneurial equity financing: An exponential random graph models approach*. International Journal of Hospitality Management 95 102936, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2021.102936>
- Liu, Y., & Maula, M. (2021). *Contextual status effects: The performance effects of host-country network status and regulatory institutions in cross-border venture capital*. Research Policy, 50 (5), 104216, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2021.104216>
- Ledenyov, D. O., & Ledenyov, V. O. (2013). *Venture capital optimal investment portfolio strategies selection in diffusion - type financial systems in global capital markets with nonlinearities*. James Cook University, Townsville, Queensland, Australia, Article No. 51741. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/51741/>
- Luzio, R. F. T. (2015). *Os determinantes do financiamento bancário às PME portuguesas* (Dissertação de mestrado, Universidade de Porto). <https://core.ac.uk/download/pdf/143400767.pdf>

- Masulis, R. & Randall, T. (2008). *Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance*. Working Paper Number 08-20, Vanderbilt University, SSRN. [http://ssrn.com/abstract\\_id=1207858](http://ssrn.com/abstract_id=1207858)
- Makarevich, A. (2018). *Ties of survival: Specialization, inter-firm ties, and firm failure in the U.S. venture capital industry*. Journal of Business Research, 86, 153-165, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.02.001>
- Meckling, J. (1976). *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305-360, University of Rochester. [https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA549\\_Fall%202010/Session%205/Jensen\\_Meckling%20\(1976\).pdf](https://josephmahoney.web.illinois.edu/BA549_Fall%202010/Session%205/Jensen_Meckling%20(1976).pdf)
- Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). *Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings*. The Journal of Finance, Vol. 46, No. 3, Papers and Proceedings, Fiftieth Annual Meeting, American Finance Association, Washington, D. C. pp. 879-903. <http://www.jstor.org/stable/2328547>
- Milosevic, M. (2018). *Skills or networks? Success and fundraising determinants in a low performing venture capital market*. Research Policy, 47 (1), 48-60, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.respol.2017.09.009>
- Nahata, R. (2019) *Success is good but failure is not so bad either: Serial entrepreneurs and venture capital contracting*. Journal of Corporate Finance, 58, 624-649, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.006>
- Nanda, R., Samila, S. & Sorenson, O. (2020). *The persistent effect of initial success: Evidence from venture capital*. Journal of Financial Economics, 137 (1), 231-248, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.01.004>
- Neves, R. N. M. (2019). *A evolução de Capital de Risco em Portugal* (Tese de mestrado, Universidade do Minho). <https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/2023/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Mestrado.pdf>
- Nguyen, G., & Vu, L. (2021). *Does venture capital syndication affect mergers and acquisitions?* Journal of Corporate Finance, 67, 101851, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101851>
- Nogueira, R. A. F. (2016). *O desinvestimento em Capital de Risco: uma análise comparativa de mercados* (Dissertação de mestrado, Universidade Católica Portuguesa-Escola de Lisboa). <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/24090>
- Nunes, H. P. D. (2010). *Estrutura de financiamento das PME's líder e o potencial de intervenção do Capital de Risco*. (Projeto de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa). <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/4410>

- Nwanna, I. O., & Chiekezie, U. O. (2016). *Venture capital as a source of fund for entrepreneurs*. Awka, NG-Journal of Social Development, VOL. 5, No. 3, Nnamdi Azikiwe University, Arabian group of journals. [https://www.arabianjbm.com/pdfs/NGJSD\\_VOL\\_5\\_3/9.pdf](https://www.arabianjbm.com/pdfs/NGJSD_VOL_5_3/9.pdf)
- Obrimah, O. A. (2016). *Information production within the venture capital market: Implications for economic growth and development*. Journal of Economics and Business, 87, 1-17, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.05.003>
- Palma, F. J. P. R. (2016). *Capital de Risco como Alternativa ao Financiamento Bancário* (Dissertação de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa). <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/14049>
- Palma, B. M. M. G. M. (2021). *O Impacto do Financiamento de Capital de Risco nos Resultados Empresariais das Entidades Participadas: O Caso das Empresas Tecnológicas Sediadas em Portugal* (Dissertação de mestrado, Universidade de Évora). [https://dspace.uevora.pt/rdpc/bitstream/10174/29393/1/Mestrado-Gestao\\_Financas-Bruno\\_Miguel\\_Marques\\_Guido\\_de\\_Martins\\_Palma.pdf](https://dspace.uevora.pt/rdpc/bitstream/10174/29393/1/Mestrado-Gestao_Financas-Bruno_Miguel_Marques_Guido_de_Martins_Palma.pdf)
- Park, S., & Lipuma, J. A. (2020). *New venture internationalization: The role of venture capital types and reputation*. Journal of World Business, 55 (1), 101025, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2019.101025>
- Pesqueira, R. M. (2012). *O efeito do Capital de Risco na rentabilidade das suas participadas durante o período de 2007 a 2009* (Dissertação de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa). [https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/7826/1/Efeito%20Capital%20Risco%20na%20Rentabilidade%20Participadas%202007%20a%202009\\_Rita%20Moutinho%20Pesqueira.pdf](https://repositorio.iscte-iul.pt/bitstream/10071/7826/1/Efeito%20Capital%20Risco%20na%20Rentabilidade%20Participadas%202007%20a%202009_Rita%20Moutinho%20Pesqueira.pdf)
- Pereira, M. E. C. (2008). *A Pequena e Média Empresa Portuguesa e o Mercado de Capitais: A Perspectiva do Capital de Risco* (Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia do Porto). [https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/9198/3/A%20PME%20Portuguesa%20e%20o%20Me rcado%20de%20Capitais%20A%20Perspectiva%20do%20Capital%20de%20Risco. pdf](https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/9198/3/A%20PME%20Portuguesa%20e%20o%20Mercado%20de%20Capitais%20A%20Perspectiva%20do%20Capital%20de%20Risco.pdf)
- Pereira, J. T. C. (2019). *Capital de Risco: Análise empírica dos fatores condicionantes do financiamento de PME em Portugal* (Dissertação de mestrado, Unversidade do Porto). <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/19362>
- Petreski, M. (2008). *The Role of Venture Capital in Financing Small Businesses*. Journal of Entrepreneurship and Finance, University of American college Skopje, SSRN. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=906876](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=906876)
- Pierrakis, Y., & Saridakis, G. (2017). *Do publicly backed venture capital investments promote innovation? Differences between privately and publicly backed funds in the*

- UK venture capital market*. Journal of Business Venturing Insights, 7, 55-64, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbvi.2017.02.002>
- Pucariço, M. A. V. S. (2015). *Capital de Risco – Análise do impacto da participação do Capital de Risco nas empresas portuguesas* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Gestão). <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/10846/1/DissertacaoMariaPucarico2015.pdf>
- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Nair, M., Bennet, S. E., Bahmanj, S., & Hall, J. H. (2018). *Endogenous dynamics between innovation, financial markets, venture capital and economic growth: Evidence from Europe*. Journal of Multinational Financial Management, 45, 15-34, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2018.01.002>
- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Nair, M., Bennett, S. E., & Bahmani, S. (2019). *Short-term and long-term dynamics of venture capital and economic growth in a digital economy: A study of European countries*. Science Direct, Elsevier, Technology in Society, 57, 125-134. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2018.11.002>
- Ramos, M. I. S. F. (2011). *Capital de risco e financiamento bancário: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas* (Dissertação de mestrado, Universidade de Porto). <https://repositorio-aberto.up.pt/handle/10216/63872>
- Ribeiro, L. L., & Almeida, M. I. R. (2005). *Estratégia de saída em Capital de Risco*. Revista de Administração - RAUSP, vol. 40, núm. 1, enero-marzo, pp. 55-67 Universidade de São Paulo. <https://www.redalyc.org/pdf/2234/223417390005.pdf>
- Rodrigues, R. M. (2010). *Determinantes do sucesso do investimento de CR em Portugal* (Dissertação de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa). <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/4235>
- Rodrigues, P. R. P. (2012). *O Capital de Risco e o conflito de interesses* (Dissertação de mestrado, Universidade Católica Portuguesa). <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/8951/1/Tese%20-%20Conflito%20de%20interesses%20no%20CR.pdf>
- Samila, S. & Sorenson, O. (2011). *Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth*. The Review of Economics and Statistics, (2011), 93 (1): 338–349. <https://escholarship.org/content/qt76d838cc/qt76d838cc.pdf>
- Santos, R. S., Marinho, F. S., & Allister, M. M. (2009). *Capital de Risco e financiamento ao empreendedorismo inovador*. Universidade Salvador e Universidade Federal Bahia, Revista Desenharia nº10. <https://repositorio.ufba.br/ri/handle/ri/26582>

- Santos, M. R. P. (2014). *O Financiamento das PME através do Capital de Risco* (Dissertação de mestrado, Universidade de Lisboa). <https://www.repository.utl.pt/handle/10400.5/8331?locale=en>
- Sardo, F., Serrasqueiro, Z., & Félix, E. G. S. (2020). *Does Venture Capital affect capital structure rebalancing? The case of small knowledge-intensive service firms*. *Structural Change and Economic Dynamics*, 53, 170–179, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2020.02.003>
- Shao, Y., & Sun, L. (2021). *Entrepreneurs' social capital and venture capital financing*. *Journal of Business Research*, 136, 499-512, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2021.08.005>
- Silva, D. M. C. (2016). *A Indústria do Capital de Risco em Portugal: A Influência do Investimento de CR nas Empresas* (Dissertação de mestrado, Universidade de Católica Portuguesa de Porto).
- Silva, J. F. A. (2017). *Capital de Risco, assimetrias de informação e acompanhamento pós-investimento: evidências para Portugal* (Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico do Porto). <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/21707>
- Smit, J. (2017). *How do Venture Capitalists use investment criteria in the decision making process of funding a startup?* University of Twente. [https://essay.utwente.nl/75382/1/Smit\\_BA\\_BMS.pdf](https://essay.utwente.nl/75382/1/Smit_BA_BMS.pdf)
- Suchard, J. A., Jenner, M. H. & Cao, X. (2021). *Government ownership and Venture Capital in China*. *Journal of Banking and Finance*, 129, 106164, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106164>
- Sun, S. L., Chen, V. Z., Sunny, S. A., & Chen, J. (2019). *Venture capital as an innovation ecosystem engineer in an emerging market*. *International Business Review*, 28 (5), 101485, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.02.012>
- Teixeira, S., Teixeira, M. S., Gaspar, F. (2008). *Semelhanças e diferenças de perspectivas entre sociedades de Capital de Risco portuguesas e empreendedores por estas financiados*
- Tian, X., Kou G., & Zhang, W. (2020). *Geographic distance, venture capital and technological performance: Evidence from Chinese enterprises*. *Tecnological Forecasting and Social Change*, 158, 120155, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120155>
- Vanderhoven, E., Steiner, A., Teasdale, S., & Calo, F. (2020). *Can public venture capital support sustainability in the social economy? Evidence from a social innovation fund*. *Journal of Business Venturing Insights*, 13, e00166, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2020.e00166>

- Veloso, S. E. B. (2012). *Venture Capital em Portugal – Análise do impacto ao nível das empresas* (Dissertação de mestrado, Universidade de Porto).
- Wadhwa, A., Phelps, C., & Kotha, S. (2015). *Corporate venture capital portfolios and firm innovation*. *Journal of Business Venturing*, 31 (1), 95-112, Science Direct, Elsevier. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusvent.2015.04.006>
- Wang, L., Zhoua, F., & An, Y. (2017). *Determinants of control structure choice between entrepreneurs and investors in venture capital-backed startups*. *Economic Modeling*, 63, 215-225, Science Direct. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econmod.2017.02.016>
- Wongsunwai, W. (2007). *Does Venture Capitalist Quality Affect Corporate Governance?* (Doctoral Candidate, Harvard Business School).
- Wu, L., & Xu, L. (2020). *The role of venture capital in SME loans in China*. *Research in International Business and Finance*, 51, 101081, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101081>
- Wen, J., Yang, D., Feng, G.F., Dong, M., & Chang, C. P. (2018). *Venture capital and innovation in China: The non-linear evidence*. *Structural Change and Economic Dynamics*, 46, 148–162, Science Direct, Elsevier. <https://doi.org/10.1016/j.strueco.2018.05.004>
- Yang, R., Xia, K., & Wen, H. (2016). *Venture capital, financial leverage and enterprise performance*. *Procedia Computer Science*, 91, 114-121, Science Direct, Elsevier. [https://doi: 10.1016/j.procs.2016.07.048](https://doi:10.1016/j.procs.2016.07.048)
- Zhang, J. (2007). *The Advantage of Experienced Start-up Founders in Venture Capital Acquisition: Evidence from Serial Entrepreneurs*, Discussion Paper NO.2964, Clark University and IZA. <https://www.iza.org/publications/dp/2964>

#### Decretos:

- Decreto Lei nº 17/86, de 5 de Fevereiro de 1985, Ministério das Finanças – Secretaria de Estado de Tesouro. *Diário da República: I série nº 30 (1986)*. Acesso em 12 de Fevereiro de 2022. <https://dre.tretas.org/dre/14020/decreto-lei-17-86-de-5-de-fevereiro>.
- Decreto Lei nº 433/91, de 7 de Novembro de 1991, Ministério das Finanças. *Diário da República: I-A série nº 256 (1991)*. Acesso em 12 de Fevereiro de 2022. <https://dre.tretas.org/dre/35006/decreto-lei-433-91-de-7-de-novembro>.
- Decreto Lei nº 58/99, de 2 de Março de 1999, Ministério das Finanças. *Diário da República: I-A série nº 51 (1991)*. Acesso em 12 de Fevereiro de 2022. <https://dre.tretas.org/dre/100272/decreto-lei-58-99-de-2-de-marco>.

Decreto Lei nº 319/2002, de 28 de Dezembro de 2002, Ministério das Finanças. Diário da República: I-A Série nº 300 (2002). Acesso em 12 de Fevereiro de 2022. <https://dre.pt/dre/detalhe/decreto-lei/319-2002-391198>.

Decreto Lei nº 375/2007, de 8 de Novembro de 2007, Ministério das Finanças e da Administração Pública. Diário da República: I série nº 215 (2007). Acesso em 12 de Fevereiro de 2022. <https://dre.pt/dre/detalhe/decreto-lei/215-2007-629172>.

Decreto Lei nº 18/2015, de 4 de Março de 2015, Assembleia da República. Diário da República: I série nº 44 (2015). Acesso em 12 de Fevereiro de 2022. <https://dre.pt/dre/detalhe/lei/18-2015-66655590>.

Decreto Lei nº 372/2007, 6 de Novembro de 2007, Ministério da Economia e da Educação. Diário da República: I série nº 213 (2007). Acesso em 12 de Fevereiro de 2022. <https://dre.pt/dre/detalhe/decreto-lei/372-2007-629439>.

Dados:

Pordata. (Acesso 29/04/2022 ) <https://www.pordata.pt/>

Banco de Portugal. (Acesso 29/04/2022) <https://www.bportugal.pt/>

**UNIVERSIDADE DOS AÇORES**

**Faculdade de Economia e Gestão**

Rua da Mãe de Deus

9500-321 Ponta Delgada

Açores, Portugal

Gonçalo Viveiros Brandão Pacheco

**A importância do risco em Portugal**

