



Universidade do Minho

Escola de Engenharia

Nuno Miguel Silva Lopes

O financiamento por capital de risco: Um estudo empírico.

Dezembro de 2021



Universidade do Minho

Escola de Engenharia

Nuno Miguel Silva Lopes

O financiamento por capital de risco: Um estudo empírico.

Dissertação de Mestrado em Engenharia Industrial

Trabalho efetuado sob a orientação do

Professor Doutor Jorge Miguel Oliveira Sá Cunha

Dezembro de 2021

DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS

Este é um trabalho académico que pode ser utilizado por terceiros desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceites, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contactar o autor, através do RepositóriUM da Universidade do Minho.

Licença concedida aos utilizadores deste trabalho



Atribuição

CC BY

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

AGRADECIMENTOS

Antes de tudo, referir que é um orgulho enorme alcançar a conclusão desta investigação, à qual dediquei muitas horas de trabalho.

Esta dissertação tem o esforço e empenho de determinadas pessoas que, sem elas, não teria sido possível a sua elaboração.

Primeiramente, começo por agradecer ao Professor Doutor Jorge Cunha pela confiança, liberdade e autonomia que depositou em mim ao longo do trabalho, mas também pela prontidão em auxiliar na luz ao fundo do túnel.

Agradecer à Universidade do Minho por me acolher durante estes 5 anos e por formar o homem que sou hoje.

Agradecer aos participantes nas entrevistas para este projeto, os quais dedicaram-se de forma voluntária e ativa para o sucesso do mesmo.

Agradecer, do fundo do coração, aos meus pais, ao meu irmão e à minha família pelo apoio incansável e pelo amor que sempre me deram!

Por último, e não menos importante, agradecer a todas as pessoas que se cruzaram comigo nesta caminhada, especialmente aos meus amigos que sempre me incentivaram para aquilo que atingi.

Por fim, mestre!

DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE

Declaro ter atuado com integridade na elaboração do presente trabalho académico e confirmo que não recorri à prática de plágio nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducente à sua elaboração.

Mais declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

O financiamento por capital de risco: Um estudo empírico.

RESUMO

O Capital de Risco é uma alternativa de financiamento que estimula fatores como a inovação e a investigação e desenvolvimento, disponibilizando ativos que vão além do dinheiro. Os estudos portugueses sobre este mercado são reduzidos, sendo que o objetivo desta dissertação é entender o papel que o Capital de Risco desempenha no estímulo de novas ideias de negócio, procurando investigar ideias sobre o mercado, perceber as diferenças e semelhanças entre a crise de 2008 e a crise pandémica, os meios de comunicação utilizados, critérios de decisão, procedimentos utilizados, áreas de investimento mais desejadas, cláusulas de contrato, intervenções realizadas pelos investidores, indicadores de melhoria nas empresas e a saída. No presente estudo, realizam-se entrevistas semiestruturadas a cinco entidades – três sociedades e dois empreendedores –, diversificando os perfis com a ajuda dos documentos públicos das instituições reguladoras. O guião da entrevista possui doze questões para as entidades financiadoras e nove questões para as empresas financiadas. Relativamente às conclusões da presente investigação, é possível destacar as seguintes: o tamanho reduzido influencia o crescimento do mercado, mas existe confiança na evolução devido a fatores intrínsecos a Portugal. Na comparação entre crises, atualmente é esperada uma retoma mais rápida. Relativamente à procura inicial, existe um aumento no equilíbrio da procura devido ao aumento da competitividade. Nos critérios utilizados, na ótica da oferta destaca-se a equipa de gestão como fator principal e, na ótica da procura, destacam-se as exigências propostas no acordo. No pré-investimento, os principais procedimentos são: triagem geral, triagem específica, reunião formal, *term sheet*, *due diligence* extensiva e acordo final. No acordo, o desinvestimento é um fator importante na sua celebração e, na intervenção nas participadas, é comum que exista uma postura ativa através da presença no Conselho de Administração, sendo que esta entrada tem impacto financeiro, mas também acelera indicadores como o crescimento e a rentabilidade. No capítulo das saídas, a venda comercial é a modalidade mais praticada. Desta forma, é perceptível que, muito além do tangível, as experiências e os conhecimentos transmitidos pelo investidor são fatores importantes para alimentar as novas ideias de negócio e auxiliar os empreendedores nas diversas dificuldades que, em grande parte dos casos, não têm capacidade de ultrapassar.

PALAVRAS-CHAVE

Capital de Risco, Estudo de caso, Europa, Portugal

Venture capital financing: An empirical study.

ABSTRACT

Venture Capital is a financing alternative capable of stimulating factors such as innovation, and research and development, providing assets that go beyond the tangible – money. Portuguese studies related with this market are limited so the main objective of this dissertation is to understand the role played by Venture Capital in the stimulation of new business ideas, seeking to deepen general ideas about the market, understanding the differences and similarities between the 2008 crisis and the pandemic crisis, the means of communication used, the decision criteria, the procedures used, the most desired investment areas, the contract clauses, the interventions carried out by investors, the indicators of improvement in the companies and the exit. Throughout this study, semi-structured interviews were carried out with five entities - three entities and two entrepreneurs-, the use of public documents from regulatory institutions allowed the diversification of the profiles. The interview guide has twelve questions for financing entities and nine questions for financed companies. Regarding the conclusions of this investigation, it is possible to highlight that small dimension influences market growth, however there is confidence in the evolution due to factors intrinsic to Portugal. In the comparison between crises a faster recovery is, currently, expected. Regarding the initial demand, there is an increase in the balance of demand due to an increase in competitiveness. In the criteria used, from the perspective of supply, the management team is highlighted as the main factor and, from the perspective of demand, the requirements proposed in the agreement stand out. In pre-investment, the main procedures are: general screening, specific screening, formal meeting, term sheet, extensive due diligence and final agreement. In the agreement, the divestment is a factor to be taken into consideration and, in the intervention in the subsidiaries, it is common for there to be an active posture through the presence on the Board of Directors, and this entry not only has a financial impact, but also accelerates indicators such as growth and profitability. In the chapter on exits, commercial sales are the most practiced modality. Thus, it is noticeable, that beyond the tangible, the experiences and the knowledge transmitted by the investor are important factors to develop new business ideas and to help the entrepreneurs throughout various difficulties that, in most cases, they are unable to overcome.

KEYWORDS

Venture Capital, Case Study, Portugal, Europe

ÍNDICE

Agradecimentos.....	iii
Resumo.....	v
Abstract.....	vi
Índice.....	vii
Índice de Figuras.....	x
Índice de Tabelas	xi
Lista de Abreviaturas, Siglas e Acrónimos	xii
1. Introdução	1
1.1 Enquadramento e motivação	1
1.2 Objetivos e questões de investigação	3
1.3 Metodologia de investigação	3
1.4 Organização da dissertação.....	4
2. Enquadramento Teórico.....	6
2.1 O Capital de Risco e a sua evolução	6
2.2 Modalidades de fundos de capital de risco.....	8
2.3 Fases do Capital de Risco.....	10
2.3.1 A fase de pré-investimento.....	11
2.3.2 A fase do pós-investimento	20
2.3.3 A fase de desinvestimento	24
2.4 O modelo concetual	26
2.5 Outras modalidades de financiamento	26
3. Metodologia de Investigação.....	29
3.1 Abordagem geral à metodologia	30
3.1.1 Filosofia.....	31
3.1.2 Abordagem.....	32
3.1.3 Estratégia	33
3.1.4 Métodos	35
3.1.5 Horizonte temporal.....	35

3.1.6	Recolha/análise de dados.....	36
3.1.7	Natureza	36
3.2	O estudo de caso	37
3.3	Operacionalização do estudo de caso específico	44
3.3.1	Guião da entrevista.....	45
3.3.2	A amostra da população	48
4.	O capital de risco em Portugal.....	51
4.1	A evolução do Capital de Risco em Portugal.....	51
4.2	As partes envolvidas.....	52
4.2.1	Contexto jurídico em Portugal	52
4.2.2	Os intervenientes no mercado em Portugal	54
4.3	Os principais investidores em Portugal.....	59
4.4	A evolução da captação de fundos em Portugal	63
4.4.1	A angariação de novos fundos de capital de risco.....	64
4.4.2	O investimento distribuído pelas fases de ciclo de vida	67
4.4.3	Os principais setores de investimento	71
4.5	A política de desinvestimento em Portugal	74
5.	Apresentação e discussão dos resultados.....	77
5.1	A perceção do mercado.....	78
5.2	A crise de 2008 <i>versus</i> crise pandémica.....	80
5.3	A procura associada ao Capital de Risco.....	82
5.4	Os critérios de decisão	85
5.5	O processo pré-investimento.....	91
5.6	As áreas de investimentos	96
5.7	As cláusulas de contrato.....	97
5.8	As estratégias.....	100
5.9	Os indicadores de melhoria nas empresas.....	105
5.10	O desinvestimento.....	107
6.	Conclusão	111
	Referências Bibliográficas	116

Apêndice 1 – Guião da entrevista para as entidades investidoras.....	124
Apêndice 2 – Guião da entrevista para as entidades financiadas	125
Apêndice 3 – Consentimento informado.....	126

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1. Tipos de fundos de CR do mercado financeiro	10
Figura 2. "Como trabalha a indústria do Capital de Risco?"	25
Figura 3. O processo associado ao Capital de Risco	26
Figura 4. "The Research Onion" adaptada	30
Figura 5. Método de estudo de caso	39
Figura 6. Evolução do número de Sociedades de CR, em Portugal, entre 2010 e 2019	57
Figura 7. Evolução do número de FCR, em Portugal, entre 2010 e 2019.....	58
Figura 8. Quotas respetivas de mercado, em ativos sob gestão, dos FCR e das SCR entre 2010 e 2019	59
Figura 9. Evolução da percentagem acumulativa do top 3 de quota de mercado de Capital de Risco..	60
Figura 10. Quota de mercado das três principais entidades (ativos sob gestão), em percentagem, em 2019.....	61
Figura 11. Pontos críticos do índice Herfindahl-Hirschman Index	61
Figura 12. Índice HHI no período 2010-2019.....	62
Figura 13. Comparação de carteira de investimento, em milhões de euros, entre 2018 e 2019.....	63
Figura 14. Peso percentual dos novos fundos angariados por país na globalidade europeia no período 2012-2019.....	64
Figura 15. Origem geográfica das fontes de fundos investidas em Portugal no final de 2019	65
Figura 16. Angariação de novos fundos, em Portugal, no final do ano de 2019.....	66
Figura 17. Angariação de novos fundos, na Europa, no final do ano de 2019	67
Figura 18. Valor investido em Portugal, por modalidade de investimento, em 2019	68
Figura 19. Valor investido na Europa, por modalidade de investimento, em 2019	69
Figura 20. Ofertas de capital de risco, em 2019 nos EUA, por estágio de ciclo de vida	70
Figura 21. Valor investido por FCR, por setor de atividade, em 2019	71
Figura 22. Valor investido por SCR, por setor de atividade, em 2019.....	72
Figura 23. Investimento, em percentagem, baseado em CR nos principais setores de atividade portugueses no final de 2019	73
Figura 24. Evolução, em Portugal, do valor associado ao desinvestimento, no período 2010-2019.....	74
Figura 25. Evolução das principais estratégias de desinvestimento, em Portugal, no período 2010-2019	75

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1. Resumo das principais ideias abordadas pelos autores relativamente aos determinantes na ótica da oferta	15
Tabela 2. Resumo das principais ideias abordadas pelos autores relativamente aos determinantes na ótica da procura	18
Tabela 3. Principais fontes de financiamento utilizadas no contexto empresarial	28
Tabela 4. Regras de qualidade associadas ao estudo de caso	38
Tabela 5. Sequência lógica para realização do protocolo do estudo de caso.....	40
Tabela 6. Forças e fraquezas das principais fontes de evidências dos casos de estudo	42
Tabela 7. Perfil de investimento das SCR entrevistadas	44
Tabela 8. Perfil de motivação dos empreendedores entrevistados.....	45
Tabela 9. Principais tópicos do guião da entrevista e respetivos objetivos	46
Tabela 10. Perfil dos entrevistados.....	47
Tabela 11. Perfil das Sociedades de Capital de Risco	49
Tabela 12. Perfil das empresas financiadas	49
Tabela 13. Principais características dos investidores de risco.....	56
Tabela 14. Categorias e subcategorias da análise das entrevistas aos investidores de risco	77
Tabela 15. Categorias e subcategorias da análise das entrevistas às empresas financiadas	77
Tabela 16. Principais setores de investimento dos entrevistados.....	97

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÓNIMOS

APCRI – Sociedade de Capital de Risco e Desenvolvimento

BCE – Banco Central Europeu

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CR – Capital de Risco

DL – Decreto-Lei

EUA – Estados Unidos da América

FCR – Fundos de Capital de Risco

FICR – Fundos de Investimento de Capital de Risco

FIRIE – Fundos de Investimento de Reestruturação e Internacionalização Empresarial

FMI – Fundo Monetário Internacional

FSCR – Fundos de Sindicação do Capital de Risco

HHI – *Herfindahl-Hirschman Index*

ICR – Investidores em Capital de Risco

PMEs – Pequenas e Médias Empresas

OPI – Oferta Pública Inicial

SCR – Sociedades de Capital de Risco

SFE – Sociedades de Fomento Empresarial

TI – Tecnologias de Informação

1. INTRODUÇÃO

O capítulo introdutório é utilizado para se apresentar o contexto da investigação – o financiamento por Capital de Risco (CR) – inserida no âmbito do Mestrado em Engenharia Industrial, com especialização em Gestão Industrial, da Escola de Engenharia da Universidade do Minho.

A secção **1.1** é utilizada para enquadrar a temática da investigação, a secção **1.2** apresenta o cerne da investigação, ou seja, as questões e os objetivos associados à motivação da investigação, a secção **1.3** é utilizada para introduzir, de forma breve, a metodologia que suporta a investigação e, por fim, a secção **1.4** expõe o modelo estrutural que é seguido na escrita da dissertação.

1.1 Enquadramento e motivação

Para enquadrar o assunto central desta dissertação, é necessário recuar ao início do século, o qual trouxe um crescimento substancial do mercado hipotecário americano associado à procura familiar por este tipo de financiamento. Consequentemente, este crescimento subiu o preço das moradias, mas, devido à adoção de critérios de concessão financeira mais apertados a partir de 2004, as taxas de juro subiram e o mercado imobiliário sofreu uma queda significativa, aumentando o endividamento das famílias associado ao mercado *subprime* (Kothari & Lester, 2012; Tab & Rusu, 2011) e às situações de falta de pagamento das prestações (Synek, 2009). Neste contexto, (1) os ativos que poderiam ser dados como garantia pelas famílias perderam o seu valor e (2) as instituições financeiras viram-se obrigadas a vender ativos e a apertar os critérios de concessão de créditos para equilibrar as suas contas (Alexandre et. al., 2009), originando uma quebra de riqueza nas famílias e nas instituições.

Em 2006, dá-se o início da crise nos Estados Unidos da América (EUA), essencialmente provocada pela falência de duas importantes instituições financeiras: *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*. Contudo, a crise vem a público somente em 2007, atingindo o seu pico em 2008, onde se dá a falência de instituições importantes como, por exemplo, um dos maiores bancos de investimento americano, o *Lehman Brothers*, que entrou em falência a 12 de setembro, originando um efeito “bola de neve” de desconfiança no mercado financeiro (Barth & Landsman, 2010).

Esta crise propagou-se rapidamente para o resto do mundo devido à crescente globalização, impactando em várias instituições financeiras mundiais, sendo que Portugal não foi exceção (Alexandre et al., 2009). Ainda assim, esta crise provocou mais impacto nos mercados financeiros dos EUA do que no resto do mundo, mediante as respostas oferecidas por cada país à crise.

Aquando do *boom* da crise de 2008, Portugal possuía uma elevada alavancagem financeira nas suas instituições bancárias (Costa, 2012), conseguindo oferecer resistência ao despoletar da crise, principalmente devido à ausência do impacto da bolha do mercado imobiliário no contexto português. Contudo, Portugal sentiu, anos mais tarde, dificuldades para obter financiamento, provocando um aumento da dívida pública e privada. Este endividamento suscitou dúvidas aos investidores internacionais em relação à capacidade de Portugal para pagar as suas obrigações.

A situação ficou mais complicada para as empresas com a implementação da Basileia III, uma regulamentação que foi proposta em 2010. Este acordo veio aperfeiçoar as limitações do acordo anterior, Basileia II, essencialmente ao nível de maior garantias para cobrir os riscos associados, a adoção de índices mais rigorosos de alavancagem e de liquidez (como o aumento das reservas das entidades bancárias, por exemplo) e o aumento dos instrumentos de apoio à monitorização (Martins, 2012).

Após a bolha tecnológica de 2000, o investimento de risco diminuiu para as *start-ups*, mas, depois da crise de 2008, as empresas em estados iniciais passaram a ter mais interesse para os fundos de investimento de risco (Ning, Wang, & Yu, 2015). Com a acentuada dificuldade em obter financiamento por parte de instituições bancárias, as empresas viram-se obrigadas a procurar outros tipos de financiamento, nomeadamente o CR. No caso português, as Pequenas e Médias Empresas (PMEs) sofreram com esta dificuldade de obtenção de crédito, sendo obrigadas a adaptarem-se, uma vez que tinham uma excessiva dependência por empréstimos bancários.

Adicionalmente, existe um fator que emergiu durante a última década: Portugal iniciou o seu incentivo ao empreendedorismo, com programas como o “Programa Estratégico para o Empreendedorismo e a Inovação” (DRE, 2011) introduzido em 2011. Este programa consistia em quatro alicerces fundamentais: (1) fomento das competências gerais da população, (2) promoção da inovação, nomeadamente dos produtos e dos processos associados, (3) progredir na evolução do empreendedorismo e (4) utilização de instrumentos financeiros adequados para apoiar iniciativas de inovação e empreendedorismo, repartindo o capital disponível, de forma igual, pelas iniciativas individuais e/ou empresariais.

1.2 Objetivos e questões de investigação

Apesar do aumento da procura pelo financiamento através de CR como motor de crescimento económico, existe ainda pouca literatura associada a este conceito, principalmente no contexto português.

Após a identificação desta necessidade exploratória, e fruto também da crescente utilização do CR como modalidade de financiamento empresarial, a presente investigação consiste na exploração do papel desta modalidade nas empresas.

Definiu-se, então, que o objetivo geral é caracterizar o mercado de CR e a sua importância para o fomento das novas ideias de negócio. De forma a obter uma caracterização detalhada deste mercado, definiram-se ainda os seguintes objetivos específicos:

1. Recolher perceções relativas à evolução do mercado;
2. Identificar os critérios de decisão no pré-investimento;
3. Enumerar quais os principais passos associados ao pré-investimento;
4. Interpretar as principais cláusulas que são inseridas nos acordos;
5. Conhecer quais os setores mais atraentes para o investimento;
6. Perceber o tipo de ações e estratégias que os investidores realizam nas empresas;
7. Elaborar um termo comparativo entre a crise de 2008 e a crise atual;
8. Compreender as melhorias alcançadas com a entrada de financiamento por CR;
9. Especificar quais as modalidades de saída mais utilizadas.

Para atingir os objetivos pretendidos, é importante que esta dissertação responda à seguinte questão de investigação: “*Qual é o papel do Capital de Risco no estímulo de novas ideias de negócio?*”

1.3 Metodologia de investigação

O método de investigação selecionado pelo investigador é baseado em estudos de caso, tratando-se de uma investigação empírica relativa a uma temática contemporânea (Yin, 2003) onde ainda existem poucas abordagens evidentes no contexto português. Para esta dissertação, o estudo de caso é do tipo múltiplo, envolvendo o estudo detalhado de três sociedades de capital de risco (SCR) e duas empresas que obtiveram financiamento. Para auxiliar esta estratégia, o investigador utiliza entrevistas

semiestruturadas para a recolha de dados. No capítulo seis apresenta-se uma descrição detalhada da metodologia de investigação adotada na presente dissertação.

1.4 Organização da dissertação

De forma a organizar a investigação, a escrita da dissertação foi agrupada em seis capítulos:

1. Capítulo introdutório:

O capítulo introdutório é utilizado para enquadrar a temática ao nível estrutural e histórico. Adicionalmente, apresentam-se os objetivos principais que se pretendem alcançar com esta dissertação, bem como as questões de investigação a si associadas. Por fim, apresenta-se o modelo estrutural utilizado para o desenvolvimento estrutural das entrevistas e termina com uma breve descrição da metodologia a utilizar ao longo do projeto.

2. Enquadramento teórico:

O capítulo da revisão da literatura serve de suporte para a compreensão do estado de arte da temática de investigação, a fim de desenvolver conhecimentos e adquirir competências para iniciar a recolha, análise e posteriores conclusões relativas aos dados.

3. Metodologia de investigação:

Neste capítulo, e utilizando a estrutura proposta por Saunders et al. (2009), é apresentada a metodologia de suporte para a recolha de dados, a qual é baseada em múltiplos estudos de caso para obtenção de dados, essencialmente, qualitativos.

4. O capital de risco português:

O capítulo associado ao mercado de risco português caracteriza a sua evolução inserida num contexto europeu, sendo que se apresentam as principais figuras que atuam neste mercado e o contexto legal a que estão sujeitos, assim como as principais áreas de interesse para esta modalidade de investimento e as políticas de desinvestimento adotadas.

5. Análise e discussão dos resultados:

Neste capítulo são apresentados e discutidos, com rigor e detalhe, os resultados obtidos nas entrevistas semiestruturadas.

6. Conclusão:

Apresentam-se, de forma geral, as principais conclusões retiradas da investigação, nomeadamente as respostas oferecidas ao tema central, ou seja, o financiamento por CR. Adicionalmente, apresentam-se possíveis trabalhos futuros e as limitações inerentes a este estudo.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

As empresas recentemente criadas raramente geram fluxos de caixa suficientes através das suas vendas obtidos para beneficiar das oportunidades de mercado. Desta forma, surgem fontes de financiamento por parte de entidades externas, como é o caso do CR. Para criar os alicerces de suporte à investigação, segue-se um enquadramento sobre a temática que sustentará a pesquisa.

Na secção **2.1** é realizada uma contextualização histórica da temática, nomeadamente a sua origem, a sua propagação para a Europa e a diferença de terminologia atribuída.

Na secção **2.2** são apresentadas as modalidades existentes para investir/financiar (dependendo da ótica) uma empresa nas suas diferentes fases de ciclo de vida.

Na secção **2.3** são expostas as fases inerentes ao processo de financiamento de risco, desde a procura inicial até à assinatura do contrato.

Por último, na secção **2.4** apresenta-se o modelo concetual de suporte para o desenvolvimento da investigação.

2.1 O Capital de Risco e a sua evolução

As primeiras noções estruturadas sobre sociedades dedicadas a investimento de risco estão retratadas no século XV, época do auge das descobertas, onde existia um grande risco associado ao investimento realizado – dinheiro investido, por exemplo, em caravelas –, mas onde as expedições eram financiadas com vista a um lucro futuro. A Revolução Industrial também acabou por ter um papel fundamental na evolução associada ao conceito de CR, uma vez que as empresas procuraram investimentos financeiros para apoiar os seus projetos emergentes com potencial de rentabilidade (IAPMEI, 2006).

Ainda assim, o conceito de CR como é conhecido atualmente apareceu nos EUA (Cumming, 2010) quando, em 1946, foi fundada, por *Georges Deriot*, *Ralph Flanders* e *Karl Compton*, a primeira figura associada às SCR – a *American Research & Development* – dedicada ao investimento em projetos inovadores de empresas (Brouwer & Hendrix, 1998), sendo que muitas das ideias e princípios-chave implementados na empresa ainda são utilizados nos dias de hoje. Com o sucesso notório desta sociedade, o governo dos EUA criou uma entidade – a *Small Business Investments Companies* – que ficou responsável por gerir os benefícios fiscais e a concessão de financiamento a empresas capitalistas que investem em projetos inovadores.

Este foi um passo importante na evolução do conceito, catapultando o desenvolvimento de vários tipos de CR e provocando acontecimentos como, por exemplo, a fixação industrial de *start-ups* e negócios tecnológicos no Vale do Silício, onde, atualmente, se encontram empresas como a *Apple*, *Facebook* e *Google*.

Apesar de surgir no outro lado do oceano, o CR acabou por atingir uma rápida propagação em vários países, tornando-se global (Groh & Wallmeroth, 2016). A chegada ao continente Europeu dá-se na década de 80 do século passado (Félix, Pires, & Gulamhussen, 2013), com algumas alterações na sua definição, como será apresentado de seguida. Esta chegada ao velho continente teve maior impacto no Reino Unido devido à sua proximidade ao modelo anglo-saxónico, mas também se verificou em países como a França, Holanda e Alemanha.

O investimento em empresas no início do seu ciclo de vida perdeu algum impacto após a queda das ações ocorrida em 1987. Contudo, o início da década de 90 proporcionou um *boom* tecnológico, onde surgiram negócios associados a *software* e comércio eletrónico, originando uma bolha especulativa de investimento associado a esta área, nomeadamente empresas de sucesso como a *Amazon*.

A terminologia atribuída a este conceito não é a mesma a nível global, diferenciando-se consoante o ciclo de vida da empresa. Nos EUA, os investidores optam por empresas que se encontram numa fase inicial de ciclo de vida (Dias & Macedo, 2016), denominando o conceito por CR. Na Europa, os investidores capitalizam empresas em estados avançados, “batizando” o conceito como capital privado (Wright et al., 2004). Este conceito europeu abrange toda a indústria associada ao CR, ou seja, todas as fases do ciclo de vida das empresas (Klonowski, 2010), tendo em vista um retorno de investimento num período mais curto. No caso português, a nomenclatura adotada é CR quando se aborda as diferentes modalidades de fundo de investimento, pelo que, no contexto da dissertação, será o termo utilizado.

O CR é definido como a injeção de capital (Arundale, 2010), por parte de uma Sociedade de CR, um *Business Angel* ou um Fundo de CR (Dziekoński & Ignatiuk, 2017), em negócios que, apesar de não serem cotados em bolsa, possuem um potencial económico elevado. É realizado, especialmente, em empresas inovadoras, estimando que o seu crescimento ocorra no prazo de 5 anos (Dzeletovic et. al., 2017) e o desinvestimento difere do acordo definido e das flutuações de crescimento.

Segundo (IAPMEI, 2006), o “*capital de risco - também chamado de capital de investimento, capital de desenvolvimento, venture capital e private equity - é uma técnica, modalidade ou forma de investimento que se caracteriza pela existência de um investidor profissional: aquele que investe em empresas com elevado potencial de crescimento, através da aquisição de participações no capital social*”

de empresas, geralmente participações minoritárias, e sobre valores mobiliários não cotados em mercados organizados, com a expectativa de obter dentro de um horizonte de curto ou médio prazo, mais-valias decorrentes do seu investimento” (pág. 6).

Os investidores fornecem dois tipos de ativos: um tangível – capital, e um intangível – *know how* sobre o mercado e oportunidades (Klonowski, 2010). Os investidores têm um papel importante como entidades credíveis para a empresa que é financiada (Balboa & Martí, 2011), mas também em processos internos, tais como a gestão do negócio (Florin, 2005), a contratação de recursos humanos e desenvolvimento das estratégias (Djalic, Terzic, & Novarlic, 2017).

Como referido acima, além da disponibilidade financeira, é natural que o investidor adote uma postura *hands-on*, ou seja, tenha participação ativa na empresa e procure minimizar os riscos inerentes ao mercado (Strömberg, 2011). Contudo, o investidor pode adotar uma postura *hands-off*, ou seja, a sua participação cinge-se à disponibilização do capital e atua somente quando necessário.

Depois de realizado este investimento, o objetivo final dos investidores é alienar a sua participação na empresa, preferencialmente após uma valorização empresarial.

Atualmente, a atividade associada ao CR está totalmente consolidada nos EUA, apesar que a contribuição dos EUA para o financiamento mundial caiu de 80 p.p.(dados de 2007) para menos de 50 p.p. (dados do período 2016-2019) (National Venture Capital Association, 2020).

2.2 Modalidades de fundos de capital de risco

A indústria do CR está repartida de acordo com os estágios de ciclo de vida das empresas, os quais serão abordados seguidamente. A descrição das modalidades tem por base os estudos de Klonowski (2010), IAPMEI (2006) e Arundale (2010):

- *Seed capital*: o capital que o investidor decide alocar é utilizado em objetivos iniciais das empresas, como análises de mercado, análise da viabilidade do produto e (re)estruturação do plano de negócio. Na maioria das vezes, o valor associado é pequeno, concentrando-se em questões técnicas. Este é um dos investimentos com maiores riscos, necessitando não só de suporte financeiro, mas também de suporte de gestão e de organização do projeto.
- *Start-up*: realiza-se quando a empresa já está legalmente constituída, faltando a comercialização do produto. Nesta fase, o produto é testado e, caso seja bem-sucedido, a empresa avança para

a escolha da equipa de gestão. O termo *start-up* não se aplica somente a empresas, mas também a pequenos projetos de empresas já maduras.

- Early stage: utiliza-se quando os testes são bem-sucedidos e irá iniciar-se a produção. Neste momento, a empresa necessita de pessoal e equipamentos para iniciar a sua linha de produção, bem como um *boost* à venda do produto através de estruturas de distribuição do produto para o cliente, campanhas personalizadas, etc.
- Financiamento de expansão: é, maioritariamente, utilizado por empresas que já se encontram com um volume considerável de vendas, mas podem ainda não ser lucrativas, não ter capacidade para expandir o seu negócio e/ou linha produtiva.
- Financiamento mezanino: trata-se de um misto entre dívida e património, sendo utilizado para o financiamento de projetos de expansão, onde as empresas de CR têm o direito preferencial na conversão em participação acionista.
- Financiamento-ponte: é destinado a empresas que pretendem abrir-se a investimentos, sendo um dos primeiros passos para passarem a ser cotadas na bolsa de valores.
- Transações alavancadas: envolvem um evento de compra onde a estrutura financeira é baseada em níveis altos de dívida com garantias contra os ativos associados à empresa.
- Management Buy-out: utilizado para financiar a aquisição, total ou parcial, da empresa por parte da administração ou de sócios minoritários. Envolve a injeção de capital para que, por exemplo, a administração de grandes grupos adquira, por exemplo, subsidiárias.
- Management Buy-in: este tipo de financiamento é utilizado para que o controlo administrativo da empresa seja assumido por alguém externo. Os investidores fornecem, a uma pessoa ou um grupo de pessoas de fora da empresa, capital para adquirir o produto. Este tipo de financiamento é típico em multinacionais que decidem vender partes da sua produção.
- Buy-in Management Buy-out: utilizado para controlar a empresa, mas neste caso existe a entrada de uma equipa de gestão externa (fusão dos dois pontos anteriores).
- Compra institucional: é uma técnica de financiamento recente, onde a entidade de CR adquire uma empresa após a nova administração tomar posse.
- Capital de Substituição: modalidade utilizada para que um investidor da empresa compre a participação de outro investidor.

- Resgate financeiro: utilizado em situações nas quais as empresas entram em pré-insolvências e o objetivo passa por realizar uma recuperação financeira.
- Refinamento das contas: utilizado para aumentar o grau de alavancagem financeira da empresa para futuros objetivos.

A figura 1 sintetiza, de forma gráfica, alguns dos financiamentos abordados acima com base na requisição de assistência de gestão capitalista (eixo do X) e necessidade de capital (eixo do Y).

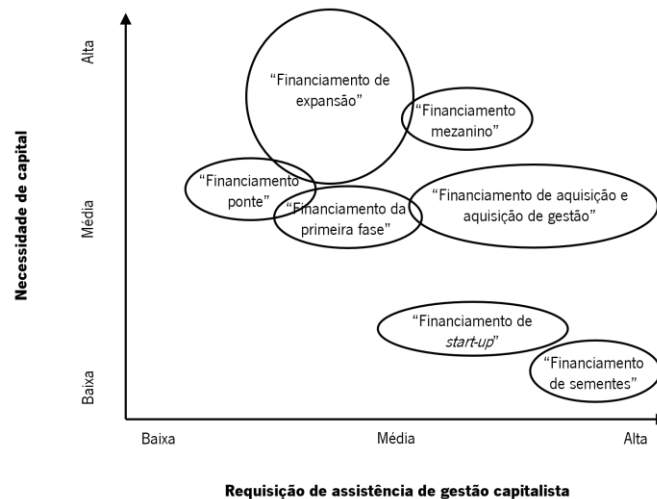


Figura 1. Tipos de fundos de CR do mercado financeiro

Fonte: Adaptado de Klonowski (2010)

Numa escala bidimensional, algumas das modalidades praticadas pelos operadores de CR são enquadradas tendo em conta a sua necessidade de capital e a requisição de assistência de gestão capitalista numa intensidade que pode ser baixa, média ou alta. Por exemplo, o financiamento de expansão requer uma assistência media-baixa da gestão do capital e tem necessidades altas de capital.

2.3 Fases do Capital de Risco

Na pesquisa em questão, o modelo concetual utilizado é baseado na pesquisa da literatura e apresenta três fases: pré-investimento, pós-investimento e desinvestimento. A fase correspondente ao pré-investimento (subsecção **2.3.1**) abrange todas as atividades até à entrada do valor monetário nas contas da empresa financiada, o pós-investimento (subsecção **2.3.2**) inclui todas as tarefas efetuadas desde a entrada do valor até momento em que se prepara a saída, sendo que a partir deste momento trata-se da fase de desinvestimento (subsecção **2.3.3**).

2.3.1 A fase de pré-investimento

A avaliação inicial de um possível investimento numa empresa é decisiva para evitar assimetrias de informação e, desta forma, aproximar o investimento do sucesso. Para que este sucesso seja atingido, é necessário estudar, de forma exaustiva, pontos importantes como a viabilidade do projeto, a capacidade da equipa de gestão, a diferenciação do produto e o plano de negócio intrínseco.

Nesta primeira fase, surge uma necessidade de procurar financiamento para a empresa e/ou procurar alocar CR (ponto **1**), seguindo-se a fase primordial em que se colocam em prática os critérios definidos (ponto **2**) e, posteriormente, existem momentos de negociação e avaliação conjunta entre os investidores e os empreendedores (ponto **3**) até à fase em que se firma o contrato com cláusulas definidas (ponto **4**).

1. A procura por capital de risco

O primeiro passo do processo associado ao CR prende-se na vontade de procura por parte do investidor e/ou do empreendedor. Neste campo, a iniciativa pela procura de oportunidades de investimento situa-se mais na ótica do empreendedor através de um contacto direto por parte deste (Correia & Armada, 2007; Tyebjee & Bruno, 1984) ou através de intermediários, como consultoras ou associações empresariais (Pereira, 2008), revelando uma atitude mais proativa do empreendedor e mais reativa dos investidores.

Na sua maioria, os investidores preocupam-se em desenvolver uma rede de contactos que lhes forneça o acesso às oportunidades de investimento (Clercq et al., 2006). Contudo, esta reatividade dos investidores tem vindo a diminuir, fruto do aumento da competição entre os capitalistas. Para tal, têm adotado uma postura mais próxima da proatividade através da participação em eventos de *networking* nos seus *sites*.

2. Determinantes para a captação de fundos

Após o primeiro contacto resultante da necessidade criada, existe uma etapa de triagem (Tyebjee & Bruno, 1984), uma vez que os investidores recebem um grande número de candidaturas e precisam de enquadrar as propostas com o seu perfil de investimento (Clercq et al., 2006). Esta segunda fase do processo é composta por duas filtragens: a geral, que consiste na análise com recurso a critérios; e uma específica, que corresponde exatamente ao enquadramento da proposta com o perfil desejado (Duarte, 2006). Para realizar esta triagem geral, os investidores e os empreendedores têm critérios pré-definidos para avaliar a potencial parceria. Nesta fase, o investidor procura limitar o número de possíveis

investimentos que transitam para a próxima fase, recorrendo a uma análise superficial do plano de negócios e um contacto com o empreendedor para pôr em prática os critérios definidos. Nesta reunião, o objetivo é que exista uma “venda” da ideia, por parte do empreendedor, a fim de convencer o investidor a alocar o dinheiro na sua empresa.

A investigação relacionada com os critérios utilizados ainda necessita de ser aprimorada para entender, de forma rigorosa, quais os determinantes associados ao CR em mercados emergentes (Groh & Wallmeroth, 2016), principalmente na ótica da procura.

Apesar da crescente importância associada a este conceito, os estudos empíricos sobre o CR possuem um grau de dificuldade elevado porque os intervenientes neste mercado não pretendem, muitas das vezes, revelar informação privilegiada sobre o contexto envolvente (Hege, 2011).

Na ótica da oferta de CR, onde se situam os investidores, existem abordagens de alguns autores, os quais foram acrescentando conhecimento relativamente aos determinantes utilizados para escolher os projetos nos quais pretendem investir.

Tyebjee & Bruno (1984) afirmam que existem cinco dimensões que são avaliadas aquando do investimento: atração oferecida pelo mercado (tamanho, crescimento e acesso potencial aos clientes), produto diferenciado dos restantes (exclusividade, patentes existentes, margem progressiva e idade técnica), capacidade gestora (conhecimentos de publicidade e “marketing”, gestão e respetiva equipa associada), resistência às ameaças exteriores (ciclo de vida tecnológico, barreiras à entrada, sensibilidade e proteção do risco) e saída (oportunidades de obter ganhos futuros).

Em 1998, foi realizado um estudo intensivo relacionado com a angariação de financiamento por parte das empresas jovens e concluíram que existem cinco variáveis importantes que os investidores avaliam aquando da escolha para investir: (1) crescimento económico do país, (2) pesquisa e desenvolvimento, (3) regulação dos fundos de pensão, (4) impostos associados aos ganhos e (5) desempenho específico da empresa (Paul A. Gompers, Lerner, Blair, & Hellmann, 1998).

Kaplan & Strömberg (2001) referem que os capitalistas consideram a atratividade da oportunidade (considerando o tamanho do mercado, a estratégia utilizada pela empresa, a tecnologia, a relação com o cliente e a posição competitiva), a equipa responsável pela gestão da empresa, os termos do contrato e os riscos envolventes no investimento.

Através de um estudo empírico em 2003, concluiu-se que as taxas de juro têm um impacto significativo, bem como o PIB, as oportunidades tecnológicas, as despesas com investigação e

desenvolvimento e o número de patentes. Adicionalmente, mas num contexto de menor impacto, a rigidez associada ao mercado de trabalho e o nível de empreendedorismo também têm um desempenho importante neste mercado de investimento (Romain & van Pottelsberghe, 2003).

Na Alemanha, um estudo baseado em jovens empresas permitiu concluir que este tipo de investidor procura empresas com inovação comprovada, ou seja, que possuem patentes. Assim sendo, conclui-se que a proteção da propriedade intelectual é um determinante considerado para a atração de financiamento para empresas (Engel & Keilbach, 2007), sendo que o estudo de Lahr & Mina (2016) corrobora a ideia da procura por empresas que possuam patentes, afirmando que os investidores de CR seguem atentamente os sinais de patentes para realizar um investimento de risco em empresas (Lahr & Mina, 2016).

Num estudo português de análise a uma das figuras inserida no mercado de risco, foi possível concluir que os critérios para analisar as propostas de investimento são, sem uma ordem de importância, as seguintes: (1) características do empreendedor do projeto, (2) características associadas ao projeto e produto, (3) a equipa responsável pela gestão e tomadas de decisão e (4) preponderância dos capitais próprios internos (Correia & Armada, 2007).

No mercado asiático, foram analisados os retornos associados ao CR com recurso a dados de aproximadamente 750 transações associadas a 20 países desenvolvidos e em desenvolvimento, chegando-se à conclusão que o sistema legal do país é um determinante importante na avaliação do futuro retorno (Cumming, Fleming, Johan, & Takeuchi, 2010).

A expansão económica, as taxas de juros e o mercado bolsista são as variáveis consideradas num estudo no mercado holandês, onde foi possível concluir que a expansão económica tem uma relação positiva com a procura de CR e, pelo contrário, as taxas de juros têm uma relação negativa com a procura de CR, uma vez que, após o aumento das taxas de juro, os investidores optam por outras preferências como, por exemplo, investir em obrigações (Félix et al., 2013). Além das duas relações referidas, esta investigação concluiu ainda que a evolução do mercado bolsista tem impacto no crescimento e oportunidades inseridas no mercado de CR. Contudo, estes autores referem-se também à variável “ganhos com investimento na bolsa”, concluindo que o mercado de CR é menos procurado quando os ganhos obtidos na bolsa aumentam. Assim sendo, a relação entre o mercado de ações e o mercado CR não possui uma relação totalmente definida, podendo ser positiva num contexto e negativa com a mudança de contexto (Félix et al., 2013).

Outro dos estudos focado nos determinantes define que os principais aspetos que as entidades capitalistas têm em conta são: (1) viabilidade do produto/serviço, (2) potencial de crescimento, (3) potencial de retorno financeiro baseado em critérios de investimento, (4) observação da eficiência da equipa de gestão e (5) balanço entre o risco e os lucros expectáveis (Dziekoński & Ignatiuk, 2017).

Relativamente à ótica da oferta de investimento, a tabela 1 apresenta, de forma sintetizada, as evidências comprovadas pelos autores mencionados nesta secção.

Tabela 1. Resumo das principais ideias abordadas pelos autores relativamente aos determinantes na ótica da oferta

Autor	Ano da publicação	País da publicação	Principais resultados
Tyebjee & Bruno	1984	EUA	Existem evidências sobre cinco dimensões: (1) atração do mercado, (2) diferenciação do produto, (3) conhecimentos de gestão, (4) gestão empresarial, (5) finanças, (6) ameaças exteriores e (7) potencial saída.
Gompers, Lerner, Blair, & Hellmann	1998	EUA	Apontam cinco considerações importantes para o investidor: (1) crescimento económico do país, (2) pesquisa e desenvolvimento, (3) regulação dos fundos de pensão, (4) impostos associados aos ganhos e (5) desempenho específico da empresa.
Kaplan & Strömberg	2001	EUA	Evidenciam que são considerados os seguintes determinantes: (1) atratividade, (2) estratégia, (3) tecnologia utilizada, (4) relação empresa-cliente, (5) equipa de gestão, (6) termos contratuais e (6) riscos envolventes.
Romain & van Pottelsberghe	2003	Japão	Impacto significativo, no mercado de CR, das taxas de juro, PIB, oportunidades tecnológicas, despesas com investigação e desenvolvimento e número de patentes, sendo que, adicionalmente, a rigidez associada ao mercado de trabalho e o nível de empreendedorismo têm impacto menor significativo.
Correia & Armada	2007	Portugal	Os critérios utilizados são: (1) características do empreendedor, (2) o projeto e o seu produto, (3) equipa de gestão/tomadas de decisão e (4) capitais próprios internos.
Engel & Keilbach	2007	Alemanha	A proteção da propriedade intelectual, em consequência da inovação, é um fator considerado importante no momento de decisão do investidor.
Cumming, Fleming, Johan, & Takeuchi	2010	Alemanha	O sistema legal associado ao país é um determinante importante para a futura fase de desinvestimento, ou seja, de saída da empresa.
Félix et. al.	2013	Holanda	Relação positiva entre a expansão económica e a procura de CR, relação negativa entre as taxas de juros e a procura de CR e relação ambígua (pode ser positivo ou negativo, dependendo do contexto de avaliação) entre a evolução do mercado bolsista e o mercado de CR.
Lahr & Mina	2016	Holanda	Estes autores evidenciam que os investidores têm em conta a existência de patentes.
Dziekoński & Ignatiuk	2017	Polónia	Os operadores de CR avaliam as seguintes condições: (1) viabilidade do produto/serviço, (2) potencial de crescimento, (3) potencial de retorno financeiro baseado em critérios de investimento, (4) eficiência da equipa de gestão e (5) balanço entre o risco e os lucros expectáveis.

Fonte: Elaboração própria

Na ótica da procura por CR, onde estão as empresas que pretendem ser financiadas, ainda existe pouca literatura em comparação com a ótica da oferta. Assim sendo, torna-se importante abordar a forma como os empreendedores identificam e procuram as entidades capitalistas para investirem nos seus projetos.

Através de uma conjugação entre ofertas e um número de *start-ups*, Hsu (2004) concluiu que os empreendedores têm preferência por ofertas de investidores com notoriedade e com uma valorização capitalista menor, o que indica que as empresas aceitam uma menor capitalização em prol da obtenção de ativos intangíveis como o *know-how*.

Num contexto português, as empresas que pretendem ser capitalizadas por CR devem ter em conta, por ordem decrescente de importância, o seguinte: (1) critérios utilizados pelas SCR para investir, (2) as preferências de tipo de investimento e de empresa-tipo para investir e (3) contributo extra fornecido, ou seja, para além do financiamento de capital (Correia & Armada, 2007).

Num guia de risco, é referido que a maneira mais eficiente para obter CR é limitar as escolhas a empresas enquadradas com os objetivos da empresa em questão. Para facilitar a seleção, são definidas as seguintes características (Arundale, 2010): (1) o estágio de ciclo de vida em que a empresa se encontra e/ou o tipo de financiamento que necessitam, (2) o setor industrial em que estão inseridos, (3) o montante necessário para o objetivo pretendido e (4) a localização geográfica onde se irão desenrolar as operações.

Na perspetiva de retorno, um estudo é focado no efeito das taxas de juro e concluiu que as taxas de juro têm uma relação positiva com atratividade do CR na ótica do empreendedor (Félix et al., 2013), mas importa ter em atenção que um aumento abrupto dessas taxas de juro fará com que os projetos empreendedores sejam cada vez mais arriscados (Romain & van Pottelsberghe, 2004) e, conseqüentemente, possuam uma viabilidade económica cada vez mais reduzida.

Köhn (2018) abordou alguns determinantes do CR, tais como (1) tipo de investidor: as empresas de CR com maior poder de influência em relação à empresa inovadora acabam por negociar mais baixo em comparação com as empresas com menos poder. Este estudo refere que as empresas com maior poder de influência são as universidades e as empresas ligadas ao governo, baseando-se na amostra de 180 *start-ups* belgas apoiadas por CR; (2) métodos de avaliação: o conflito de interesses na avaliação tendem a provocar um fracasso nas negociações (Baeyens, Vanacker, & Manigart, 2006), principalmente devido à discordância de percepção de risco entre empreendedores e capitalistas de risco. Para combater estas

falhas, aplicam-se várias metodologias de avaliação, onde Dittmann et al. (2005) concluíram, através de uma amostra de empresas alemãs, que as negociações que recorrem a uma variedade de metodologias de avaliação apresentam uma reduzida taxa de insucesso.

Relativamente à ótica da procura de financiamento, a tabela 2 apresenta, de forma sintetizada, as evidências comprovadas pelos autores mencionados nesta subsecção.

Tabela 2. Resumo das principais ideias abordadas pelos autores relativamente aos determinantes na ótica da procura

Autor	Ano da publicação	País da publicação	Principais resultados
Romain & van Pottelsberghe	2004	Alemanha	Relação positiva, da perspetiva do empreendedor, entre as taxas de juro e a atratividade do CR.
Hsu	2004	EUA	O autor concluiu que os empreendedores preferem investidores com notoriedade e uma valorização capitalista menor em troca de “know-how” consolidado.
Dittmann et al.	2005	Holanda	A adoção de múltiplas metodologias de avaliação tende a reduzir a taxa de insucesso das negociações.
Baeyens, Vanacker, & Manigart	2006	Holanda	O conflito de interesses na avaliação, provocado pela discrepância de perceção de risco entre os operadores de CR, tendem a fracassar as negociações.
Correia & Armada	2007	Portugal	Evidenciam que os determinantes utilizados são: (1) critérios utilizados pelo investidor, (2) as preferências de tipo de investimento e de empresa-tipo para investir e (3) contributo extra fornecido.
Arundale	2010	Reino Unido	O autor refere que são avaliados os seguintes pontos: (1) o estágio de ciclo de vida da empresa, (2) setor industrial em que estão inseridos para perceber se é do interesse do investidor, (3) o financiamento necessário e (4) a localização geográfica operacional.
Heughebaert & Manigart	2012	Reino Unido	As entidades que financiam os empreendedores e que têm maior poder de influência negociam por valores mais baixos, sendo que o empreendedor terá de realizar um balanço tendo em conta os seus objetivos.
Félix et. al.	2013	Holanda	Relação positiva entre a atividade do CR e as taxas de juro na ótica do empreendedor, sendo importante que essas taxas de juro não atinjam valores muito elevados tendo em conta a viabilidade económica do projeto.
Köhn	2018	Áustria	O autor refere que os empreendedores têm em conta dois pontos: (1) tipo de investidor e (2) métodos de avaliação utilizados.

Fonte: Elaboração própria

3. O pós-triagem

Após a triagem inicial com recurso aos critérios específicos, é a altura em que as propostas estão de acordo com o perfil e critérios definidos pelo investidor e transita-se para a fase da avaliação, onde se confirma, através de documentação, toda a informação transmitida inicialmente pelo empreendedor. Contudo, e como se trata de um processo extensivo, é comum que aconteça a negociação, entre ambas as partes, dos principais termos, os quais dão lugar a uma *term sheet* (Clercq et al., 2006). Este documento contém os principais termos do potencial investimento, sendo que, na condição da *due diligence* extensiva ser favorável, serão utilizados no contrato final. Nesta *term sheet*, o objetivo do empreendedor passa por libertar o mínimo de património possível e obter o máximo de dinheiro possível.

Após esta *term sheet*, os investidores passam para uma apreciação mais rigorosa da empresa, pretendendo entender se o plano de negócio é realista para o mercado envolvente. Este processo mais próximo entre as partes – *due diligence* – deve ser iniciado com uma visita à empresa, reuniões com os colaboradores, com a cadeia logística (fornecedores e clientes), com credores e outros *stakeholders* que se considerem pertinentes e que sejam capazes de fornecer informações de alta qualidade sobre a empresa em questão (Prowse, 1996), podendo este processo durar até seis semanas. No caso de empresas *pré-seede seed*, o principal foco deverá estar na qualidade da equipa de gestão e na viabilidade económica do produto e/ou serviço e, no caso de empresas com um determinado grau de maturidade, deverá existir um foco no plano de negócio existente. Esta *due diligence* é crucial devido à existência de pouca informação pública sobre as empresas, sendo que a parceria inicial entre o investidor e o empreendedor vai depender da informação que partilham entre si, a fim de evitar problemas como a assimetria de informação.

Relativamente às principais tarefas que os investidores têm em atenção nesta fase de recolha de informação, o estudo de Fried & Hisrich (1994) foca-se, entre outros assuntos, nas principais tarefas que os investidores têm em atenção nesta fase de recolha de informação: a visita à empresa e consequente entrevista com os empreendedores (100 p.p.) é unânime nas tarefas a desempenhar, sendo que também consideram que o contacto com entidades e/ou pessoal externo (antigos sócios, investidores externos, clientes atuais e potenciais) é uma tarefa importante para a recolha pormenorizada de informação relativa à empresa. Em contrapartida, este estudo revela que contactar pessoas como o contabilista (47 p.p.) ou o advogado (44 p.p.) e realizar pesquisas sobre o produto (36 p.p.) ou sobre o mercado (31 p.p.) não são tarefas tão valorizadas aquando do processo de decisão de investimento (Fried & Hisrich, 1994).

Feita esta recolha informativa, inicia-se a fase de negociar o valor para o acordo, onde o investidor define uma taxa de retorno alvo para ser atingida aquando da sua saída. Devido à grande incerteza, principalmente associado a projetos em estágio inicial, normalmente os investidores adquirem participações significativas nas empresas. Para além do preço, o investidor utiliza esta fase para negociar assuntos como, por exemplo, a composição do conselho de administração e os mecanismos para a eventual saída (Clercq et al., 2006), sendo esta a principal fase em que se quebram as negociações devido a conflitos de interesses entre o empreendedor e o investidor.

Após esta *due diligence*, e no caso de ambos os parceiros se manterem interessados, é preparado um contrato de investimento (com base na *term sheet*, como referido acima), acordo de investimento que estabelece, entre outros, os aspetos financeiros do negócio e as obrigações inerente às duas partes interessadas.

Todo este processo de avaliação e negociação envolve cerca de cem horas de dedicação ao longo de três meses (Clercq et al., 2006).

4. As principais cláusulas do contrato

Após o processo exaustivo de recolha e avaliação da informação, é dado o último passo que passa pelo firmar de um contrato através de cláusulas. Nesta fase, os investidores, na sua maioria, recorrem a cláusulas para salvaguardarem os seus interesses e minimizar os riscos inerentes.

Segundo o estudo de Lopes (2011), as principais cláusulas colocadas nos contratos são: (1) mecanismos de saída, (2) Conselho de Administração e assuntos da Assembleia Geral, (3) presença no Conselho de Administração, (3) relatórios de informação, (4) direitos de não-concorrência, (5) partilha do método de avaliação no momento da saída.

O estudo de Pereira (2008) permitiu concluir que as cláusulas mais frequentes são: (1) obrigação dos sócios iniciais permanecerem na empresa, (2) a presença do investidor no Conselho de Administração e (3) veto em decisões estratégicas.

2.3.2 A fase do pós-investimento

A fase após o fecho do acordo é composta por dois processos principais: acompanhamento monitorizado e valor acrescentado para a empresa. Esta fase, tal como as anteriores, é mais rigorosa para as SCR, uma vez que os seus investimentos possuem um grau de incerteza envolvente (Sapienza, 1994) e a sua parte da empresa não pode ser vendida com facilidade.

No ponto **1** são abordadas as principais estratégias utilizadas para acompanhar o investimento e maximizar o valor acrescentado, enquanto o ponto **2** é utilizado para entender as principais melhorias proporcionadas pelo CR.

1. As principais estratégias utilizadas

Quando se inicia a parceria, o investidor procura ajudar o empreendedor a atingir o sucesso. Para tal, o investidor pode atuar de duas formas: adotando uma postura *hands-on* através da presença no Conselho de Administração, ou adotando uma estratégia *hands-off*, onde se dá autonomia à equipa de gestão, mas fornecem os recursos suficientes para os ajudar no crescimento gradual da empresa, ajudando, por exemplo, na procura de novos investimentos (Strömberg, 2011).

Neste processo de acompanhamento, a empresa necessita de serviços externos que o investidor pode fazer por um preço mais reduzido, uma vez que é do seu interesse que a empresa tenha sucesso e irão colher mais-valias ao nível do capital. Desta forma, a maioria dos investidores acompanham a empresa no dia-a-dia (estratégia *hands-on*), obtendo um lugar no Conselho de Administração e auxiliando em áreas fulcrais como o plano de negócio e as estratégias utilizadas (Gompers, 1995), sendo que as SCR têm também influência em políticas de contratação e *stock options* (Hellmann & Puri, 2002).

Segundo o estudo de (Clercq et al., 2006), o investidor pode desempenhar seis papéis importantes durante a fase de monitorização da empresa:

- Estratégico: o investidor assume um papel de “voz da experiência” e de pensamento “fora da caixa” nas decisões importantes para o empreendedor. Ao invés de tomar as decisões pelo empreendedor, os investidores preferem aconselhá-los e ajudá-los a refletir sobre as ideias, mas também os encaminham em relação a questões de estratégia (comunicação do produto, atingir o público-alvo, etc.) e em relação a aspetos organizacionais como, por exemplo, o desenvolvimento da capacidade da equipa de trabalho.
- Financiamento: neste campo, o investidor desempenha um papel preponderante na captação de novos fundos de capital para o projeto através de outros investidores como, por exemplo, bancos. Adicionalmente, os investidores têm importância no desenvolvimento de processos de gestão financeira que são implementados na empresa (Pratch, 2005).
- Networking: os investidores são, na sua maioria, dotados de grandes redes de contacto para solucionar os problemas dos projetos. Desta forma, os empreendedores aproveitam esta ajuda

para encontrar soluções para novas oportunidades de financiamento, novos fornecedores e potenciais compradores do projeto (Tykvová, 2007).

- Interpessoal: numa perspetiva mais próxima, existe um membro associado ao investidor (executivo ou não-executivo) que acaba por desenvolver uma relação de mentoria com o empreendedor, partilhando a sua experiência e os seus conselhos. A exigência de um projeto inicial é notória e, neste momento, o auxílio do membro é importante para aconselhar, por exemplo, em questões internas com um grau de exigência máximo. Em tempos críticos, esta pode ser a pessoa ideal para fornecer o apoio necessário para ultrapassar o momento.
- Reputacional: a presença de um investidor com um histórico de sucesso no apoio a empreendedores é um ponto importante para o aumento significativo da reputação do projeto, ajudando, por exemplo, na persuasão a potenciais *stakeholders*. Esta reputação torna-se importante em qualquer fase do projeto, permitindo recrutar melhores profissionais, obter clientes-chave, atrair novos investidores, etc.
- Disciplinar: o investidor desempenha um papel importante na avaliação contínua da equipa de gestão, sendo que a característica mais observada é a pressão exercida sobre a equipa de gestão para atingir os objetivos inicialmente propostos. Apesar de existir algum desconforto, a maioria dos empreendedores referem que esta pressão é vital para o sucesso empresarial (Pratch, 2005).

2. O efeito do capital de risco no seio empresarial

Além dos valores monetários envolvidos na transação, os ativos intangíveis tornam-se cruciais para desvendar o impacto significativo que o CR provoca nas empresas.

Através de modelos de regressão linear, um grupo de investigação refere que existe uma correlação significativamente positiva entre o CR e a *performance* da empresa (Yang, Xia, & Wen, 2016). Para além da importância do financiamento fornecido, as entidades capitalistas são cruciais para uma boa *performance* empresarial porque apoiam as empresas na contratação de uma equipa de gestão enquadrada com os objetivos e fornecem-lhes acesso a *networking* privilegiado com fornecedores e potenciais clientes para os seus produtos (Spiegel & Tookes, 2011).

Outros autores referem que existem um crescimento mais acentuado em empresas financiadas por CR em comparação com empresas que se encontram na mesma fase de ciclo de vida (Strömberg, 2011), principalmente devido à disponibilização de recursos importantes por parte da empresa

capitalista que abrem horizontes para a visibilidade deste tipo de financiamento (Keuschnigg, 2004; Pradhan et al., 2018).

Com o estudo empírico auxiliado por uma base de dados de empresas privadas do setor de manufatura dos EUA, observou-se que as empresas apoiadas por CR têm uma eficiência (medida através da produtividade total dos seus fatores) maior do que empresas que não são apoiadas por CR, sendo que o crescimento associado à produtividade total é mais notório em empresas com apoios (Chemmanur, Krishnan, & Nandy, 2011). Adicionalmente, numa abordagem à ótica de atratividade, estes autores concluíram que os salários são maiores em empresas com apoio de CR. Contudo, a principal ideia a reter é que este apoio melhora efetivamente o desempenho do produto e, conseqüentemente, a sua exposição no mercado e as suas vendas.

Relativamente à produtividade, um estudo de 2005 evidencia que empresas que foram adquiridas eram menos produtivas antes de acontecer a aquisição, pelo que aconteceu um aumento considerável na produtividade total após a aquisição (Harris, Siegel, & Wright, 2005).

Através de um estudo empresarial localizado no Reino Unido concluiu-se que, durante os primeiros três anos, o lucro operacional das empresas apoiadas por CR foi maior do que nas empresas que não são financiadas por CR (Cressy, Munari, & Malipiero, 2011).

Na Áustria, um estudo de 2010 evidenciou que as empresas financiadas por CR são mais inovadoras e têm um crescimento mais acentuado ao nível de empregabilidade e de receitas do que as empresas que não se encontram financiadas (Peneder, 2010).

O estudo de Engel (2005) refere que a presença de um investidor aumenta a credibilidade e notoriedade da empresa, o que proporciona a atratividade de novos investidores. Adicionalmente, a presença das SCR trazem um maior rigor e disciplina para a equipa de gestão nas suas atividades diárias (Hellmann & Puri, 2002).

Contudo, a intervenção dos investidores depende das necessidades empresariais e do estágio de ciclo de vida (Smith, 2001).

2.3.3 A fase de desinvestimento

Como referido acima, o investimento de capital de risco “*é realizado, especialmente, em empresas inovadoras, estimando que o seu crescimento ocorra no prazo de 5 anos*” (Dzeletovic et. al., 2017). Relativamente à fase final, esta difere conforme o acordo inicialmente definido e, adicionalmente, depende das flutuações de crescimento (Arundale, 2010). Este investimento realizado pelas entidades financiadoras é temporário, existindo um determinado momento em que é realizada a sua saída através do desinvestimento.

Assim sendo, este é um passo importante para os investidores, uma vez que é neste momento que são conhecidos os seus ganhos, sendo que o objetivo é maximizar os seus lucros.

Relativamente ao processo de desinvestimento, não há um consenso de quais são efetivamente as suas abordagens. Contudo, a maioria dos autores referem que existem cinco tipos de desinvestimento (Cumming & Fleming, 2002):

- Venda comercial: este processo consiste na venda da participação para outra empresa, sendo que, na maioria das vezes, é uma compradora estratégica, nomeadamente concorrentes, fornecedores ou clientes. Se a venda for total, está-se perante a incorporação de uma nova administração.
- Recompra: a participação pertencente à entidade investidora é recomprada pelos seus antigos detentores, sendo que este acordo pode já ser estabelecido nas cláusulas do acordo de investimento.
- Compra secundária: a participação da entidade investidora é adquirida por outra entidade de CR.
- Oferta Pública Inicial (OPI): este desinvestimento é caracterizado por uma abertura do capital associada à empresa no mercado bolsista, sendo denominada por OPI. Para tal acontecer, é necessário que a empresa possua características como, por exemplo, liquidez.
- Liquidação: é praticado quando a entidade investidora entende que o negócio no qual investiu não possui a viabilidade pretendida e solicita o reembolso do valor investido para, posteriormente, findar a parceria.

A escolha do tipo de desinvestimento pretendido deve sempre ser acompanhada por uma recomendação profissional, uma vez que depende de fatores como, por exemplo, as flutuações de mercado (Arundale, 2010) e o estágio de ciclo de vida empresarial (Ritter & Welch, 2002).

De forma resumida, a figura 2 representa as principais etapas associadas ao processo de investimento por parte de um investidor numa empresa empreendedora.

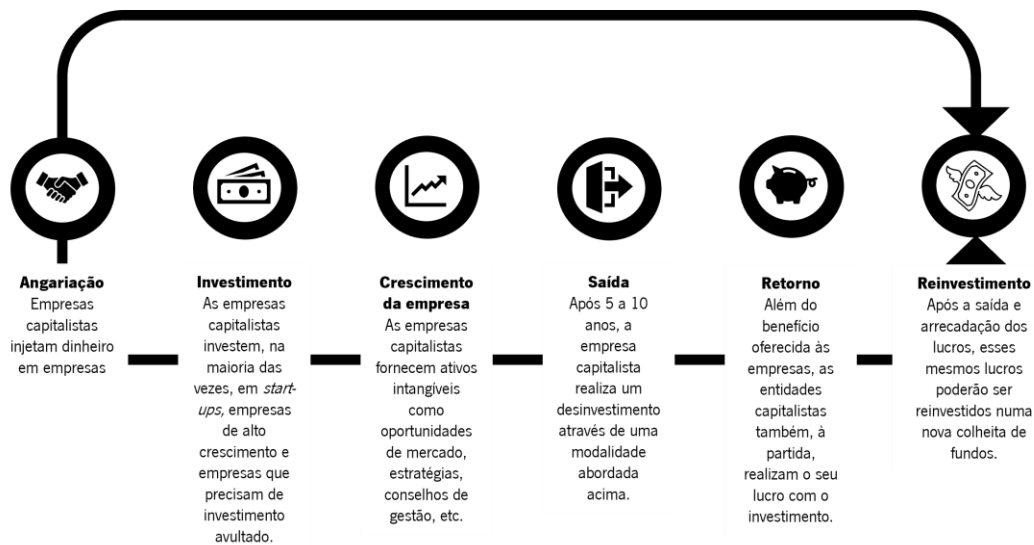


Figura 2. "Como trabalha a indústria do Capital de Risco?"

Fonte: National Venture Capital Association (2019)

O processo inicia-se com uma angariação de fundos de investimento para o projeto, o qual sofre uma pesquisa exaustiva para que seja atingido com sucesso. Após esta pesquisa de informação, existe o investimento que, após um determinado período de tempo, proporciona o crescimento da empresa e, com este, vêm também novas oportunidades de investimento, um desenvolvimento empresarial e pessoal e maior capacidade de gestão. Após um determinado tempo, o qual é pré-acordado aquando da assinatura do contrato, há uma saída do investidor e, como esperado, há um retorno financeiro para o investidor, sendo expectável que proporcione uma taxa de juro aproximadamente de dois dígitos devido aos riscos associados. Com este retorno, inicia-se um novo ciclo através do reinvestimento numa nova ronda da empresa ou noutra projeto.

2.4 O modelo concetual

Após a pesquisa da literatura e consequente explicação de todo o processo envolvente ao CR, é importante apresentar um modelo concetual que servirá de alicerce para a investigação envolvente. Assim sendo, a figura 3 representa as principais etapas associadas a este processo.

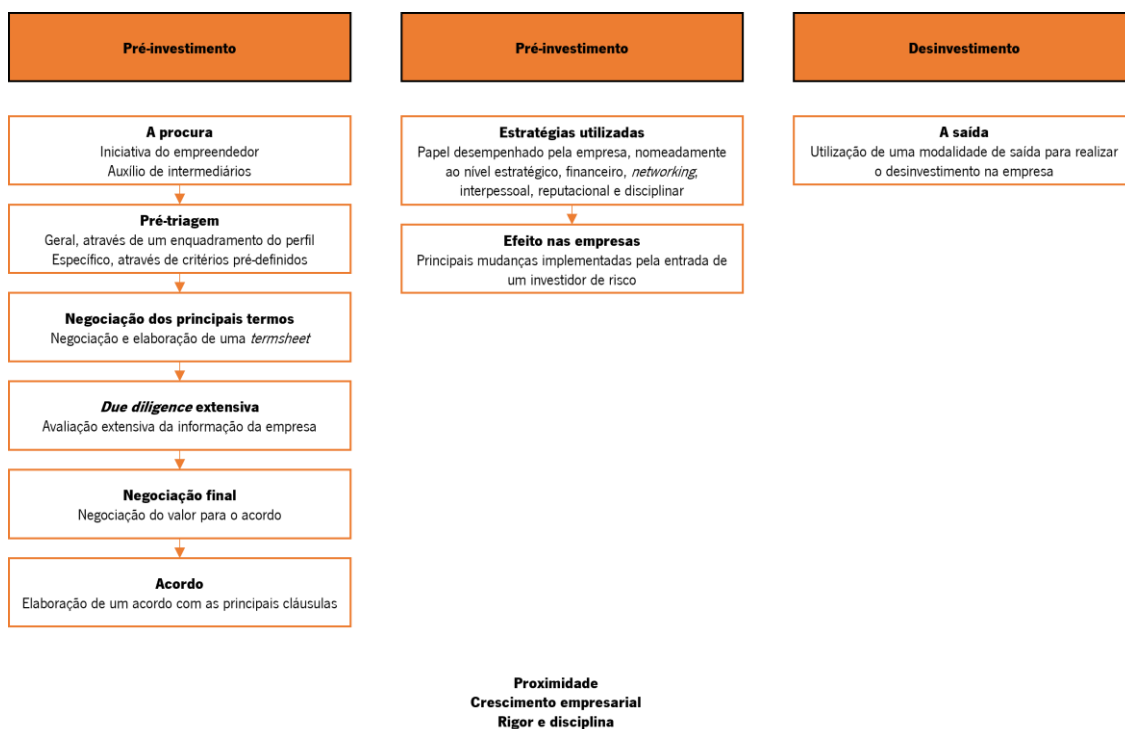


Figura 3. O processo associado ao Capital de Risco

Fonte: Elaboração própria com base na pesquisa da literatura

No modelo concetual apresentado importa reforçar a ideia de que a sequência associada à fase do pré-investimento está sempre dependente da aprovação de ambas as partes, sendo que, na possibilidade de uma das partes perder o interesse, então as etapas seguintes deixam de fazer sentido.

2.5 Outras modalidades de financiamento

O cerne da investigação é o financiamento por CR, principalmente no contexto português onde, maioritariamente, se encontram Pequenas e Médias empresas (PMEs). Ainda assim, torna-se importante referir que existem outros tipos de financiamento igualmente importantes para a expansão e inovação das empresas, sendo que a escolha deve ter por base um conjunto de critérios definidos previamente pela sua administração.

Aquando da decisão de financiar uma empresa, é possível recorrer a dois tipos (Berger & Udell, 1998): fontes internas (autofinanciamento) e fontes externas (crédito bancário, linhas de crédito, *leasing*, *factoring*, etc.). Relativamente às PME, a maioria das administrações não recorrem a aumentos de capital através de capital alheio para evitar situações de descontrolo e perda da independência empresarial (Rocha, 2008).

Na fase inicial da empresa, a fonte maioritária de financiamento é o capital próprio, uma vez que as empresas jovens possuem riscos elevados na ótica bancária. Ainda assim, mesmo que o crédito seja aceite, as taxas de juro serão elevadas e os administradores serão obrigados a fornecer garantias que, na sua maioria das vezes, passarão por bens pessoais.

À medida que a empresa aumenta o seu potencial de mercado, começa a existir um balanceamento entre o capital próprio e o capital alheio (Berger & Udell, 1998) e, com este crescimento e consequente solidificação no mercado, as empresas começam a recorrer também ao autofinanciamento, possuindo ainda capacidade para oferecer garantias a eventuais financiamentos alheios.

Para efeitos contextuais, serão apresentados, de seguida, outras fontes de financiamento utilizadas pelas empresas (tabela 3).

Tabela 3. Principais fontes de financiamento utilizadas no contexto empresarial

Fonte de financiamento	Descrição geral
Crédito bancário	<p>Consiste na obtenção de um empréstimo junto de um credor – na maioria das vezes, uma entidade bancária – durante um período definido contratualmente, a não ser que a empresa que obteve o financiamento – o mutuário – viole as condições inseridas no contrato (Berger & Udell, 1998). Ao celebrar o contrato, a empresa está obrigada a restituir o capital que lhe foi emprestado e um pagamento adicional de juros, cuja taxa é definida no contrato. Na ótica bancária, estas instituições tendem a dar preferência a empresas com quem possui boas relações de compromisso. Normalmente, este tipo de empréstimo é utilizado por empresas que possuem capacidade para gerar fluxos de caixa.</p>
Linha de crédito	<p>Esta linha permite a obtenção de crédito a qualquer momento, mediante as necessidades empresariais e conforme um <i>plafond</i>, durante um intervalo temporal pré-estabelecido que tende a ser de curta duração (Berger & Udell, 1998). Este tipo de financiamento é utilizado em empresas sazonais como, por exemplo, uma têxtil dedicada a calções de banho, de forma a manter a tesouraria saudável.</p>
Leasing	<p>Este tipo de financiamento é comum no mercado de equipamentos, veículos automóveis e imobiliário (Berger & Udell, 2006), utilizado para ter acesso a pequenos empréstimos capitalistas para adquirir um bem. Quando é estabelecido um contrato de <i>leasing</i>, o locador coloca um determinado bem à disposição do locatário, mediante um pagamento periódico. Quando termina o contrato acordado, o bem pode ser adquirido através do pagamento de um valor pré-estabelecido, normalmente denominado por valor residual.</p>
Factoring	<p>Este financiamento é voltado para necessidades imediatas e consiste na compra de contas a receber por parte do credor (Berger & Udell, 2006), ou seja, uma empresa especializada responsabiliza-se por créditos da empresa, como é o exemplo de dívidas de clientes. Contudo, é necessário realizar um balanço porque, apesar de tornar flexível o pagamento dos seus clientes, acaba por acarretar uma taxa de juro que, conseqüentemente, irá diminuir a rentabilidade associada às vendas.</p>

Fonte: Elaboração própria

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Como referido na secção **1.2**, o principal objetivo desta investigação é caracterizar o mercado de CR e a sua importância para o fomento das novas ideias de negócio. Assim sendo, este capítulo é utilizado para apresentar a metodologia, bem como as técnicas de investigação que servirão de suporte à recolha e posterior análise dos dados.

A metodologia consiste numa “*forma de pensar para chegarmos à natureza de determinado problema, quer seja para estudá-lo ou explicá-lo*” (p. 126), efetuando uma análise aos “*métodos e técnicas de pesquisa que possibilitam a coleta e o processamento de informações, visando ao encaminhamento e à resolução de problemas e/ou questões de investigação*” (p. 14) (Provdanov & Freitas, 2013).

Método, proveniente do grego *methodos*, é o meio utilizado para atingir um determinado fim, ou seja, um caminho traçado para alcançar um determinado objetivo. Neste capítulo, torna-se importante reforçar a diferença entre metodologia e método, sendo que a metodologia diz respeito à forma como se deve conduzir a investigação para atingir um determinado objetivo, enquanto que os métodos referem-se às técnicas e/ou ferramentas utilizadas para realizar a recolha de dados (Saunders, Lewis, & Thornhill, 2009).

Para fortalecer as abordagens metodológicas, os autores referidos anteriormente elaboraram uma técnica denominada por *The Research Onion*, a qual se assemelha visualmente a uma cebola e as suas várias camadas, representando um modelo-padrão para um processo de investigação, ou seja, as diversas decisões que terão que ser tomadas. Esta técnica é proposta para, no final, ser dada uma resposta às perguntas de investigação que foram propostas. Portanto, e observando a técnica com analogia a uma cebola, a casca corresponde às filosofias adotadas pelo investigador e o miolo corresponde às ferramentas utilizadas para recolher e analisar os dados. Entre a casca e o miolo encontram-se a abordagem, a estratégia, os métodos e o horizonte temporal, os quais serão explicados detalhadamente nos pontos seguintes.

Na secção **3.1** é realizada uma abordagem geral à metodologia com base na técnica de Saunders et al. (2009).

Na secção **3.2** é feita uma abordagem mais específica à estratégia utilizada para a investigação em questão, ou seja, o caso de estudo.

Na secção **3.3** são apresentados, com detalhe, os casos de estudo recolhidos, nomeadamente a apresentação das empresas e dos entrevistados.

3.1 Abordagem geral à metodologia

Primeiramente, importa realizar uma abordagem generalista à metodologia que irá alicerçar a investigação. Desta forma, a figura 4 representa, de uma forma adaptada à perspetiva do investigador, a técnica referida acima.

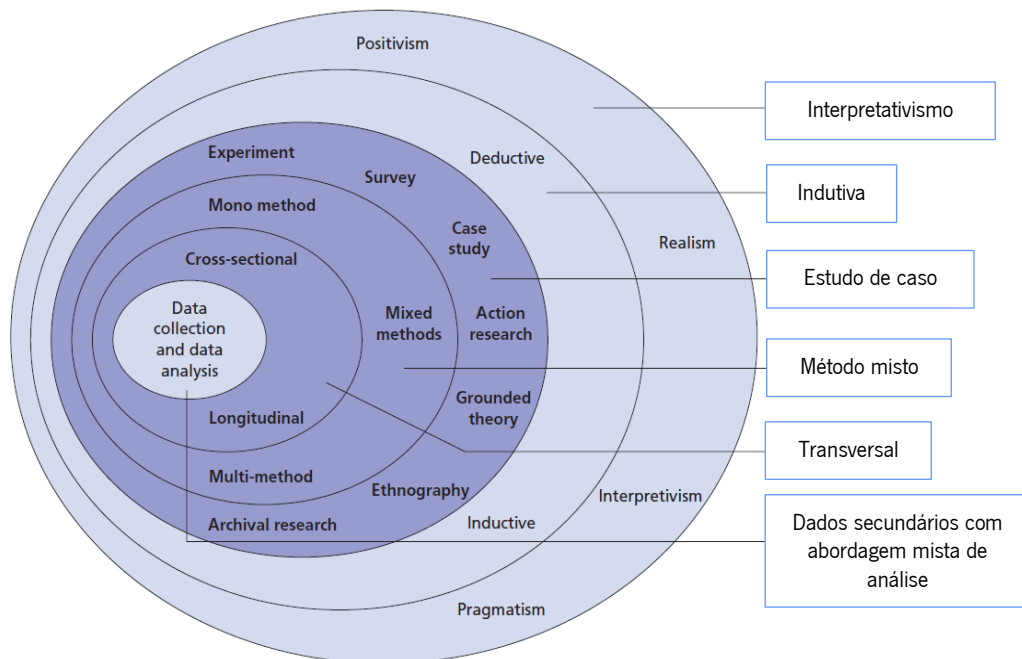


Figura 4. “The Research Onion” adaptada
 Fonte: Adaptado de Saunders et. al. (2009)

Contextualizando a figura acima, neste projeto de investigação, o investigador opta por uma filosofia de interpretativismo, com uma abordagem indutiva e uma estratégia baseada em múltiplos estudos de caso. Para tal, utiliza um método misto no desenvolvimento da investigação pretendida, num horizonte temporal que é transversal, pretendendo, desta forma, realizar uma recolha de dados secundários para, posteriormente, utilizar uma abordagem mista de análise.

Contudo, todas estas decisões relacionadas com a técnica *The Research Onion* serão explicadas, com detalhe, nas subsecções seguintes.

3.1.1 Filosofia

A parte exterior da cebola pertence à filosofia de pesquisa que está associada à evolução do conhecimento e da sua natureza, onde o investigador procura desenvolver conhecimento num determinado campo de estudo com base naquelas que são as suas crenças básicas e a forma como vê o mundo que o rodeia (Saunders et al., 2009). Assim sendo, são exatamente estes desenvolvimentos pessoais que irão sustentar a escolha da estratégia a utilizar.

A filosofia de investigação é, portanto, uma decisão inconsciente do investigador, expressando a sua realidade baseada numa das três ideologias seguintes:

- Epistemologia: consiste naquilo que é conhecimento aceitável num determinado fenómeno que se decide estudar;
- Axiologia: baseia-se no egocentrismo em relação aos valores próprios do Homem, considerando que estes são importantes em todas as etapas do processo de investigação para que esta, como um todo, seja credível;
- Ontologia: é uma ideologia focada na natureza da realidade, focando-se em duas ideias distintas: (1) realismo, onde é defendida a ideia de que as entidades físicas são independentes dos intervenientes na sociedade e (2) nominalismo, que refere que os fenómenos são dependentes das perceções e ações desenvolvidas pelos intervenientes na sociedade.

Relativamente às principais linhas filosóficas adotadas pelos investigadores, é unânime que existem quatro abordagens:

- Interpretativismo: a ideologia desta filosofia consiste na criação dos fenómenos envolventes à sociedade através das perceções e ações dos valores intervenientes na sociedade. Adicionalmente, defende que os fenómenos estão em constante alteração, devendo-se às interações sociais;
- Positivismo: esta filosofia defende aquilo que é observável, esquecendo conceitos subjetivos como a perceção. O investigador positivista acaba por adotar um processo de investigação cujo objetivo final é a generalização, ou seja, elaborar uma lei universal. Assim sendo, dá-se mais ênfase a dados quantitativos e que possam ser medidos;
- Realismo: o investigador realista considera que os seus sentidos é que lhe mostram a realidade tal e qual como ela é e que tudo o que existe é independente do pensamento e da perceção do Homem;

- Pragmatismo: esta filosofia assume que o mais importante é a questão de investigação, sendo que a preferência por epistemologia, ontologia ou axiologia depende do grau de adaptação às questões de investigação. Se a questão de investigação não é explícita na filosofia a adotar, esta filosofia afirma que é possível combinar a epistemologia, a ontologia e a axiologia.

Nesta dissertação, o investigador assume uma posição epistemológica, percebendo o que é conhecimento para a área, e de interpretativismo, pois importa compreender as diferenças entre os vários intervenientes no seu papel como atores sociais no mercado de CR, assumindo uma postura neutra, tentando retirar conclusões sobre o ponto de vista de cada interveniente abordado. Desta forma, é importante interpretar e assumir uma postura imparcial para entender a perceção de risco para cada pessoa e/ou organização e que esta mesma perceção irá influenciar fatores analisados.

3.1.2 Abordagem

Ao nível da abordagem, esta metodologia refere que existem duas abordagens que devem ser consideradas (Saunders et al., 2009):

- Dedutiva: adotando esta abordagem, o principal objetivo passa por desenvolver uma teoria que, posteriormente, é testada rigorosamente. Esta abordagem é predominantemente utilizada nas ciências naturais, ramo da ciência que exige uma base sustentável explicativa e que é baseada em fenómenos que podem ser controlados e manipulados. Desta forma, a progressão da abordagem dedutiva baseia-se em cinco estágios: (1) deduzir uma hipótese, testando a relação entre duas ou mais variáveis, (2) operacionalizar a hipótese proposta, ou seja, como devem ser medidas as variáveis, (3) testar a hipótese, (4) analisar o resultado obtido na investigação e (5) se necessário, proceder às alterações necessárias com base nos resultados obtidos. De uma forma geral, esta dedução procura explicar relações de causa-efeito entre as variáveis, onde o observador terá que ser neutro e independente em relação ao que está a observar. Adicionalmente, as variáveis precisam necessariamente de ser operacionalizadas quantitativamente para, posteriormente, fornecer resultados concretos que permitam generalizar uma hipótese proposta.
- Indutiva: esta abordagem baseia-se na teoria seguida dos dados, ao contrário do que acontece na dedução. Esta abordagem vai além da relação de causa-efeito entre variáveis, focando-se, essencialmente, na forma como o Homem interpreta o mundo que o rodeia e a forma como o mundo molda os seus valores e o seu desenvolvimento pessoal. Esta abordagem opta pelo estudo de uma pequena amostra em detrimento de uma abordagem massiva, de forma a

trabalhar exaustivamente dados qualitativos que são recolhidos através de vários métodos para se interpretar visões diferentes relativas ao mesmo campo de investigação.

No desenvolvimento da investigação, a abordagem é baseada na indução, onde o objetivo é alcançar visões diferentes das entidades para o mesmo fenómeno. Assim, ao invés de procurar selecionar variáveis e entender se existe (ou não) uma relação causa-efeito, o objetivo é perceber pontos importantes como a forma como cada interveniente vê o mercado de CR (nomeadamente, interpretar que tipo de mudanças se poderão esperar com esta crise pandémica), quais os motivos que moldam a sua postura relativamente à perceção de risco e quais os determinantes observados no momento de escolha.

No fim, o objetivo é elaborar teorias baseadas na análise qualitativa da informação. Ainda assim, não existe, obrigatoriamente, necessidade de obter leis universais.

3.1.3 Estratégia

Relativamente à estratégia, o objetivo é a utilização de uma estratégia que possa oferecer respostas às perguntas de investigação e respetivos objetivos do estudo, tendo ainda em conta o tempo e recursos disponíveis e conhecimento existente.

Existem, portanto, sete estratégias de investigação (Saunders et al., 2009):

- Experimentação: o principal objetivo desta estratégia é entender o impacto das causas, onde o investigador aplica alterações-controlo numa variável independente para, posteriormente, observar a sua influência na variável dependente. As experiências mais simples apenas trabalham a relação entre duas variáveis, sendo que existem também experiências mais complexas. O processo consiste na existência de uma alteração num determinado grupo (grupo experimental) e, para efeitos comparativos, existe o grupo que não sofre qualquer alteração (grupo de controlo), a fim de entender qual o impacto da alteração;
- Survey: esta estratégia é maioritariamente utilizada quando se pretende adotar uma abordagem dedutiva, para, desta forma, responder a perguntas como “quem?”, “o quê?”, “onde?” e “quanto?”. É caracterizada por uma recolha de dados, normalmente recorrendo à técnica de questionário, de uma amostra considerável da população, permitindo tirar conclusões sobre a mesma. Ao implementar este tipo de instrumento, o objetivo passa por garantir que a amostra seja realmente representativa da população, ou seja, pretende-se obter uma taxa de resposta alta;

- Estudo de caso: em termos comparativos, esta estratégia é oposta da experimentação, sendo que neste caso não existe qualquer contexto controlado e cujo principal objetivo passa por entender percepções e não ter influência direta sobre o fenómeno. Relativamente às técnicas, estas podem ser variadas e, na maioria das vezes, utilizadas de forma combinada (entrevistas, observação, análise de documentos, etc.). Quando utilizado, o investigador pode também optar por múltiplos estudos de caso, onde existe uma necessidade de entender se os casos possuem conclusões semelhantes para futuras generalizações;
- Investigação-ação: esta terminologia foi utilizada por *Lewin* em 1946, consistindo numa pesquisa relacionada com as melhorias organizacionais (na maioria das vezes, focada em determinados locais, por exemplo, das empresas) recorrendo àqueles que vivenciam os problemas, sendo fundamental uma disponibilidade colaborativa por parte da entidade recetora, uma vez que é um assunto do seu total interesse;
- Teoria fundamentada: é, na maior parte das vezes, considerada a melhor estratégia para uma abordagem indutiva. Esta estratégia baseia-se na pesquisa para antecipar e explicar um comportamento, desenvolvendo, assim, a teoria. Primeiramente, existe uma recolha de dados através de observações, sendo que estes dados levam a previsões que são testadas posteriormente para serem ou não serem confirmadas;
- Etnografia: esta estratégia está muito associada à abordagem indutiva, sendo que o principal objetivo é realizar uma descrição explicativa sobre o mundo social dos intervenientes na pesquisa. Durante o processo de pesquisa, o investigador deve ser flexível e recetivo à mudança. Este tipo de estratégia é importante para momentos em que se pretender obter *insights* sobre um contexto e os seus envolventes;
- Pesquisa de arquivos: esta estratégia baseia-se na utilização de registos e documentos, ou seja, não há uma recolha de dados, realizando a pesquisa apenas baseada em dados secundários.

Relativamente à presente investigação, é pretendido analisar o contexto português associado ao mercado de CR (com foco no pós-crise de 2008), utilizando três casos de SCR e dois casos de empresas financiadas. O investigador não pretende, assim, ter influência direta no fenómeno, mas sim interpretar as ideias de profissionais inseridos no mercado de CR. O objetivo é interpretar um conjunto de casos associados a empresas que atuam neste mercado, desenvolvendo um conhecimento detalhado sobre assuntos como os critérios de escolha, principais etapas do processo, cláusulas de contrato, estratégias adotadas e áreas mais desejadas para investir.

3.1.4 Métodos

Relativamente aos métodos utilizados, importa diferenciar dois conceitos:

- Métodos quantitativos: o seu principal foco são os números, ou seja, adquirir informação estatística. Este método é associado a técnicas como o questionário;
- Métodos qualitativos: o seu principal foco é não-numérico, ou seja, foca-se em palavras (podendo também se referir, por exemplo, a fotos) e interpretação de perceções. Este método é associado a técnicas como a entrevista.

Adicionalmente, é possível que na mesma investigação sejam utilizadas técnicas qualitativas e quantitativas. No caso em questão, a investigação incidirá, maioritariamente, sob métodos qualitativos, através de uma análise detalhada ao conteúdo recolhido nas entrevistas semiestruturadas. Contudo, e mediante a dinâmica das entrevistas, análise quantitativa também será tida em conta, ainda que de uma forma menos aprofundada.

3.1.5 Horizonte temporal

Aquando da proposta de investigação, o investigador é abordado com a seguinte questão: a investigação será uma “fotografia” de um determinado momento ou a investigação será um “conjunto de fotografias” que representa diversos momentos ao longo de um período definido?

Para dar resposta a esta questão, surge o horizonte temporal da investigação, o qual pode ser (Saunders et al., 2009):

- Transversal: consiste no estudo de uma temática (ou várias) num determinado momento específico, sendo como uma “fotografia” da mesma temática em diferentes perspetivas, seja esta de pessoas ou entidades organizacionais;
- Longitudinal: o seu objetivo passa por estudar mudanças e realizar um desenvolvimento contínuo, onde o investigador pretende controlar as variáveis em estudo e entender as suas alterações ao longo do tempo, desde que o processo tenha as mesmas condições durante todo o período temporal.

Relativamente ao estudo em questão, o horizonte temporal é transversal. Neste contexto, é tirada uma “fotografia” de um fenómeno num determinado momento e em diferentes entidades, ou seja, as entidades envolvidas no estudo irão dar respostas no mesmo período, sendo que todas possuem as mesmas condições.

3.1.6 Recolha/análise de dados

Para recolher informação utiliza-se entrevistas semiestruturadas a intervenientes do mercado de CR, nomeadamente investidores e empreendedores. Para a seleção de empresas, o objetivo é reunir um conjunto de empresas que se enquadram com os objetivos definidos da investigação. No pós-entrevistas, o objetivo é transcrever as citações importantes sobre o estudo em questão, de forma a obter dados secundários que serão analisados numa fase seguinte.

3.1.7 Natureza

A natureza da investigação é, frequentemente, dividida na literatura em três vertentes: exploratória, descritiva e explicativa (Saunders et al., 2009). Aquando da formulação das questões de investigação e explicação dos principais objetivos, o pensamento relativo à natureza da pesquisa começa a ser entendido, sendo que a natureza da investigação é flexível e pode ser alterada com o decorrer dos acontecimentos.

Desta forma, primeiramente importa esclarecer o fundamento de cada vertente da natureza da investigação:

- Estudo exploratório: este estudo é utilizado para realizar descobertas sobre um fenómeno específico, avaliando novas perspetivas para um determinado fenómeno no âmbito de uma procura contínua por inovação de conhecimento. Para dirigir uma pesquisa desta natureza, pode-se recorrer a três técnicas: (1) revisão de literatura, (2) entrevistar profissionais ligados à temática abordada e (3) grupos de foco. Na pesquisa exploratória, o fator flexibilidade está automaticamente presente, sendo que o investigador terá que estar preparado para mudanças de planos com o desenrolar da investigação, começando com um foco amplo e, à medida que ocorre a obtenção de dados, sucede um estreitamento do foco.
- Estudo descritivo: com este tipo de estudo, o investigador pretende traçar, com precisão, o perfil de um acontecimento e/ou pessoa. Para desenvolver uma pesquisa descritiva, é necessário que, de forma prévia, se tenha uma ideia clara sobre o fenómeno que se irá recolher os dados.
- Estudo explicativo: o principal objetivo passa por estabelecer relações de causa-efeito entre duas ou mais variáveis, sendo que o foco está em estudar intensivamente um problema descoberto e, posteriormente, explicar relações entre variáveis. Para entender estas relações, é necessário recorrer a testes estatísticos para avaliar medidas como, por exemplo, a correlação. Com menos

frequência, também podem ser explorados dados qualitativos, os quais não permitem retirar conclusões estatisticamente significativas.

De acordo com os objetivos, a investigação em questão necessita de uma combinação de métodos de pesquisa:

- Pesquisa descritiva, pois pretende-se retratar, de forma detalhada, o tecido empresarial associado ao mercado de CR (perfil-padrão empresarial), bem como o processo envolvente desde o seu planeamento até à concretização do investimento (perfil de um acontecimento repetitivo);
- Pesquisa exploratória, pois é pretendido, após um levantamento de informação sobre o mercado de CR, entender as perceções de intervenientes com experiência na área a fim de interpretar os fatores que moldam os seus pensamentos e as suas tomadas de decisões, entender o histórico empresarial e a experiência pessoal e interpretar alguns fatores decisivos inerentes ao processo global. O objetivo é aprofundar e obter familiaridade com a temática do CR.

3.2 O estudo de caso

Yin (2003) define que o estudo de caso é *“uma investigação empírica que investiga um fenómeno contemporâneo dentro do seu contexto na vida real, especialmente quando os limites entre o fenómeno e o contexto não são claramente evidentes”* (p. 39). No estudo de caso, o objetivo passa por analisar detalhadamente um indivíduo, um evento, uma entidade ou uma sociedade, existindo uma forte associação à natureza descritiva (abordada na subsecção **3.1.7**), uma vez que o investigador não pretende ter qualquer tipo de intervenção no fenómeno, mas sim entender a sua essência. O investigador não tem controlo nos acontecimentos associados ao fenómeno e assume uma postura neutra para avaliar as perceções dos envolventes.

O estudo de caso é importante para os momentos em que o investigador pergunta o “como” e o “porquê” de um determinado acontecimento que está a avaliar. No final, o objetivo é narrar as perceções obtidas com as diversas técnicas a fim de acrescentar conhecimento à literatura existente e, com base numa retrospectiva do trabalho desenvolvido, propor trabalhos futuros. Para o seu desenvolvimento, é importante introduzir, de forma teórica, o assunto que está a ser estudado para facilitar a operacionalização do projeto que se pretende realizar, sendo que, no estudo de caso, é preciso ter em conta quatro condições básicas:

- Validade de construto: capacidade de medição de construtos que as questões conseguem abranger;
- Validade interna: capacidade de medir o que o investigador pretende;
- Validade externa: capacidade de os resultados serem generalizados e tornarem-se lei universal;
- Confiabilidade: demonstrar que as metodologias e técnicas utilizadas na investigação podem ser repetidas e que os resultados serão os mesmos.

De forma esquematizada, as regras mencionadas acima são sintetizadas na tabela 4.

Tabela 4. Regras de qualidade associadas ao estudo de caso

Condição	Estratégia	Fase da pesquisa para desenvolvimento da estratégia
Validade de construto	Usar múltiplas fontes Estabelecer conexões Solicitar aos principais informadores para reverem o esboço do relatório relativo ao estudo de caso	Recolha de dados Recolha de dados Estrutura
Validade interna	Correspondência de padrões Construção de explicações Explicações rivais de endereço Usar modelos lógicos	Análise de dados Análise de dados Análise de dados Análise de dados
Validade externa	Teoria de estudos de caso único Lógica de replicação em estudos de casos múltiplos	Desenho da pesquisa Desenho da pesquisa
Confiabilidade	Protocolo de estudo de caso Desenvolver banco de dados de estudo de caso	Recolha de dados Recolha de dados

Fonte: Adaptado de Yin (2003)

A tabela 5 resume as quatro regras de qualidade que são tidas em conta, mencionando o tipo de estratégia a desenvolver para cada regra, bem como a fase de desenvolvimento da pesquisa em que essa mesma regra se deve ter em atenção. O método utilizado para desenvolver o caso de estudo é exposto na figura 5, abordando as etapas de: (1) definição do *design*, (2) pré-recolha, recolha e análise e (3) análise conclusiva.

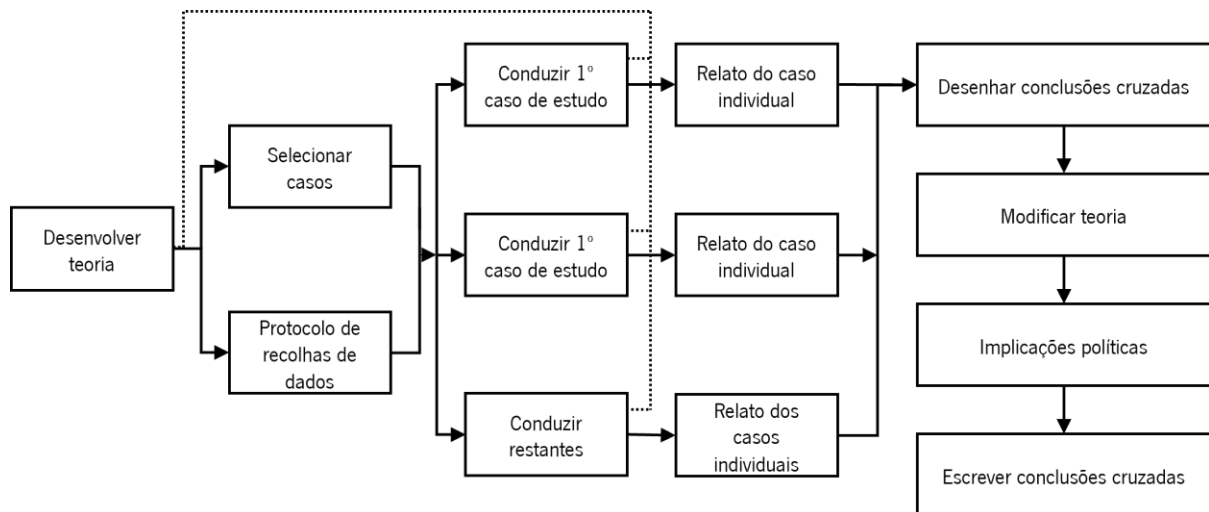


Figura 5. Método de estudo de caso

Fonte: Adaptado de Yin (2003)

Na figura é possível perceber que o primeiro passo do método de estudo de caso é o desenvolvimento teórico, seguindo-se o processo de seleção dos casos a serem estudados e o protocolo associado à recolha, ou seja, quais os assuntos que se pretende medir. Após esta definição, inicia-se a etapa de recolha de dados, onde se realiza um estudo individual. No caso de serem escolhidos vários casos, são oferecidas as mesmas condições a todos de forma a ser possível perceber se existem evidências a convergir, utilizando a comparação informativa com a finalidade de formalizar leis universais, surgindo a necessidade de perceber qual é o número de casos que devem ser considerados para o estudo ser significativo. De forma a organizar a informação recolhida, o passo seguinte é realizar um relatório resumido de cada caso individual.

Neste processo associado à condução dos estudos de caso, existe uma característica importante que o investigador deve ter em conta: a mudança. Por exemplo, se ocorrer uma descoberta que tenha impacto, é necessário redesenhar o projeto antes de continuar o processo, procurando casos alternativos e/ou modificando o protocolo associado.

Relativamente ao investigador, existem características importantes que este deve possuir:

- Capacidade de fazer boas perguntas;
- Interpretação cuidadosa das respostas;
- Capacidade de ouvir;
- Flexibilidade e adaptabilidade;
- Imparcialidade.

Aquando da decisão relativa à estratégia de investigação utilizada, o investigador (ou conjunto de investigadores) que decida recorrer ao estudo de caso deve ter em conta um conjunto de pontos específicos a seguir para desenvolver uma investigação coerente e capaz de acrescentar conteúdo importante à temática. Assim sendo, na tabela 5 são apresentados os principais passos a ter em conta para o estudo de caso.

Tabela 5. Sequência lógica para realização do protocolo do estudo de caso

Protocolo do estudo de caso
I. <u>Objetivo dos estudos de caso e questões de pesquisa</u>
II. <u>Revisão das nomeações de estudos de caso e dos procedimentos de nomeação</u>
III. <u>Cronograma para fazer o estudo de caso</u> A. Período de preparação B. Organização da visita ao local (amostra de carta de confirmação ao local) C. Condução da visita ao local D. Atividades de acompanhamento (amostra de carta de agradecimento) E. Preparação do relatório do estudo de caso F. Envio do relatório preliminar ao local, para revisão (carta de transmissão de amostra)
IV. <u>Revisão do protocolo do estudo de caso</u> A. Discussão de referenciais teóricos e literatura relevantes B. Desenvolvimento ou revisão do modelo lógico hipotético, se relevante (amostra) C. Discussão aprofundada dos tópicos do protocolo (discutir a importância do tópico e os possíveis tipos de evidências a serem coletadas em relação a cada tópico).
V. <u>Esboco do relatório do estudo de caso</u>
VI. <u>Lembretes metodológicos</u> A. Procedimentos de trabalho de campo (discutir os princípios metodológicos) B. Uso de evidências (revisar os tipos de evidências e a necessidade de convergência) C. Fazer anotações e outras práticas de campo D. Outros tópicos de orientação
VI. <u>Materiais de leitura</u> A. Amostra de relatórios de estudo de caso (consultar as amostras de estudos relacionados, revisar as características desejáveis e indesejáveis dessas amostras) B. Principais livros e artigos substantivos (certificar-se de que as prioridades relativas entre esses trabalhos sejam apreciadas)

Fonte: Adaptado de Yin (2003)

Após a definição do protocolo de estudo de caso com base nos principais passos referidos na tabela 5, um dos passos seguintes é a realização de um estudo de caso piloto para detetar possíveis problemas, normalmente recorrendo a um caso extremo. Este passo é importante para ajustar o plano definido, mas não deve ser confundido com um pré-teste.

Por norma, nos casos de estudo são utilizadas seis fontes de evidências: (1) documentação, (2) registos de arquivo, (3) entrevistas, (4) observação direta, (5) observação-participante e (6) artefactos físicos. As forças e as fraquezas que cada uma das fontes são apresentadas na tabela 6.

Tabela 6. Forças e fraquezas das principais fontes de evidências dos casos de estudo

Fonte de evidências	Forças	Fraquezas
Documentação	<p>Estável – pode ser revisto repetidamente</p> <p>Discreto – não criado como resultado do estudo de caso</p> <p>Exato – contém nomes exatos, referências e detalhes de um evento</p> <p>Cobertura ampla – longo período de tempo, muitos eventos e muitas configurações</p>	<p>Recuperabilidade – pode ser baixa</p> <p>Seletividade bloqueada, se a coleção estiver incompleta</p> <p>Tendência de relatório - reflete a tendência do autor</p> <p>Acesso – pode ser bloqueado deliberadamente</p>
Registos de arquivo	<p>Estável – pode ser revisto repetidamente</p> <p>Discreto – não criado como resultado do estudo de caso</p> <p>Exato – contém nomes exatos, referências e detalhes de um evento</p> <p>Cobertura ampla – longo período de tempo, muitos eventos e muitas configurações</p> <p>Preciso e quantitativo</p>	<p>Recuperabilidade – pode ser baixa</p> <p>Seletividade bloqueada, se a coleção estiver incompleta</p> <p>Tendência de relatório – reflete a tendência do autor</p> <p>Acesso – pode ser bloqueado deliberadamente</p> <p>Acessibilidade por motivos de privacidade</p>
Entrevistas	<p>Direcionado – foco direto no tópico do estudo de caso</p> <p>Perspicaz - fornece inferências causais percebidas</p>	<p>Tendência devido a questões mal construídas</p> <p>Tendência nas respostas</p> <p>Imprecisões devido a pouca memória</p> <p>Reflexividade – o entrevistado diz o que o entrevistador quer ouvir</p>
Observação direta	<p>Realidade - cobre eventos em tempo real</p> <p>Contextual - cobre o contexto do evento</p>	<p>Demorado</p> <p>Seletividade – a menos que seja ampla cobertura</p> <p>Reflexividade – o evento pode ocorrer de forma diferente porque está sendo observado</p>

		Custo-horas necessárias para observadores humanos
Observação-participante	<p>Realidade - cobre eventos em tempo real</p> <p>Contextual - cobre o contexto do evento</p> <p>Perspicaz sobre o comportamento e motivos interpessoais</p>	<p>Demorado</p> <p>Seletividade – a menos que seja ampla cobertura</p> <p>Reflexividade – o evento pode ocorrer de forma diferente porque está sendo observado</p> <p>Custo-horas necessárias para observadores humanos</p> <p>Tendência devido à manipulação dos eventos pelo investigador</p>
Artefactos físicos	<p>Perspicaz sobre características culturais</p> <p>Perspicaz em operações técnicas</p>	<p>Seletividade</p> <p>Disponibilidade</p>

Fonte: Adaptado de Yin (2003)

3.3 Operacionalização do estudo de caso específico

A operacionalização da investigação iniciou-se, de forma prévia, com uma revisão da literatura relacionada com o mercado de CR, permitindo aprofundar temáticas importantes como os critérios de decisão, as etapas inerentes ao processo global, as cláusulas utilizadas e os indicadores de melhoria nas empresas. Após esta revisão, o objetivo foi encontrar um número limitado de SCR e empreendedores financiados para aprofundar as temáticas encontradas na literatura. A fim de atingir os objetivos esperados, esta etapa da dissertação é suportada por um guião para os investidores (Apêndice 1 – Guião da entrevista para as entidades investidoras) e para os empreendedores (Apêndice 2 – Guião da entrevista para as entidades financiadas), utilizando-se entrevistas semiestruturadas do tipo qualitativo. Este guião é utilizado para retirar, de forma rigorosa, a experiência de profissionais inseridos no mercado de risco. Apesar da sua existência, este não é rigorosamente seguido, uma vez que pode sofrer ajustes em prol do contexto empresarial e da sociedade em questão e o entrevistado pode desenvolver assuntos que considerar pertinentes. Ainda que com alguns ajustes essenciais para o contexto atual, a elaboração do guião teve por base o estudo de Lopes (2011).

A procura de SCR teve por base o documento oficial da CMVM relativo a 2019, onde foi realizado um estudo exploratório dos *sites* das principais sociedades, procedendo-se à respetiva recolha dos contactos das sociedades. Após esta recolha, procedeu-se ao contacto, via e-mail, para perceber a recetividade de cada uma para participar no estudo. Relativamente às empresas financiadas, o contacto foi estabelecido através das SCR entrevistadas, procurando entrevistar empreendedores próximos destas.

Para diversificar os entrevistados, procurou-se obter sociedades com diferentes objetivos de investimento dentro de um grupo homogêneo (SCR). Assim sendo, traçaram-se diferentes perfis de investidores como se observa na tabela 7.

Tabela 7. Perfil de investimento das SCR entrevistadas

Descrição do perfil
Investidores exclusivos em Portugal
Investidores em mercados estrangeiros
Investidores somente em empresas com maturidade
Investidores em mercados abrangentes
Investidores em mercados específicos
Investidores em empresas <i>pré-seed</i> e <i>seed</i>

Fonte: Elaboração própria

Além desta diversificação, procurou-se estabelecer contacto com sociedades que detêm uma maior participação no mercado nacional de CR, a fim de obter uma amostra que seja significativa. No total, as sociedades que se mostraram recetivas a participar no estudo representam, segundo o relatório da CMVM, 15.7 p.p. do mercado global relativo a 2019.

Na ótica dos empreendedores, o objetivo também passou por diversificar o seu perfil ao nível da dimensão empresarial e do estágio de ciclo de vida da empresa (tabela 8).

Tabela 8. Perfil de motivação dos empreendedores entrevistados

Descrição do perfil
Empreendedor em <i>pré-seed</i> , somente com a ideia do produto
Empreendedor com objetivo de expansão e internacionalização

Fonte: Elaboração própria

As entrevistas foram realizadas por videoconferência devido à situação de pandemia Covid-19 vivida atualmente, sendo que, para efeitos de análise, são utilizadas as gravações das entrevistas e documentos internos fornecidos pelas SCR e empresas. Devido a questões éticas e de confidencialidade, foi apresentado o documento de consentimento informado (Apêndice 3 – Consentimento informado), onde consta a autorização para gravação da entrevista, o conhecimento dos objetivos da dissertação e a livre decisão de terminar a entrevista sem qualquer consequência posterior.

Após o contacto inicial com as empresas, foram acordadas as datas mais convenientes para a realização das entrevistas. No início de cada entrevista foram explicados, com maior detalhe, os principais objetivos da investigação e justificação da escolha por esta temática, de forma a promover uma maior confiança para a dinâmica da entrevista.

3.3.1 Guião da entrevista

O guião da entrevista é constituído por doze questões para as entidades financiadoras e nove questões para as empresas financiadas. Após a recolha dos principais momentos associados ao processo, foram definidas as principais categorias (pré-investimento, investimento e pós-investimento) e respetivas subcategorias, atribuindo-se um determinado número de questões para cada subcategoria. Após a definição das questões, procedeu-se à triagem e respetivo teste piloto das questões para averiguar a sua validade e a sua capacidade de resposta aos objetivos pretendidos. Como referido acima, o guião da entrevista foi estruturado seguindo a sequência lógica do processo, ou seja, contextualização empresarial, o pré-investimento, o pós-investimento e o desinvestimento (tabela 9).

Tabela 9. Principais tópicos do guião da entrevista e respetivos objetivos

Tópico abordado	Principais objetivos
Contextualização empresarial e de mercado	Recolher dados estatísticos (número de trabalhadores, número de empresas em <i>portfólio</i> , ano de fundação); Interpretar o contexto pessoal do entrevistado; Entender quais meios de comunicação utilizados; Compreender a opinião pessoal relativa à evolução histórica do mercado de CR.
Pré-investimento	Decifrar os critérios utilizados para avaliação de potenciais oportunidades; Entender as principais etapas até ao acordo; Interpretar as cláusulas mais utilizadas nos contratos; Entender as áreas mais desejadas.
Pós-investimento	Compreender quais as estratégias mais adotadas, nomeadamente os principais contributos oferecidos às empresas; Entender os principais indicadores de melhoria nas empresas financiadas.
Desinvestimento	Entender os <i>timings</i> associados à saída; Conhecer os tipos de desinvestimento mais utilizados.

Fonte: Elaboração própria

Adicionalmente, foram previamente recolhidas informações sobre as sociedades e empresas para abordar o entrevistado de forma rigorosa, utilizando também bons costumes como a linguagem e o vestuário adaptados ao contexto da entrevista.

Além do anonimato e do pedido de gravação da entrevista referidos acima, o investigador procurou, após a transcrição, perceber se não existiram enviesamentos entre o que o entrevistado disse e aquilo que foi escrito, a fim de garantir a qualidade dos resultados da investigação.

A entrevista à sociedade X1 foi realizada a 2 de julho de 2021, pelas 10:00h, com duração de 65 minutos. Esta sociedade conta com mais de 10 anos de experiência, uma equipa composta por aproximadamente 15 pessoas, onde a empresa possui uma carteira de risco a rondar os 10 investimentos (ativos e não ativos), divididos em fundos de investimento independentes. A entrevista decorreu com dois associados (entrevistados A e B) à sociedade na plataforma *Microsoft Teams*.

A entrevista à sociedade X2 foi realizada a 6 de julho de 2021, pelas 10:30h, com duração de 50 minutos. Esta sociedade conta com mais de 20 anos inserida neste mercado, uma equipa composta por aproximadamente 20 pessoas, onde a empresa possui uma carteira de risco a rondar os 50 investimentos (ativos e não ativos) em dois continentes, apresentando investimentos em múltiplos

estágios de ciclo de vida. A entrevista decorreu com um associado (entrevistado C) à sociedade na plataforma *Zoom*.

A entrevista à sociedade X3 foi realizada a 20 de julho de 2021, pelas 12:00h, com duração de 40 minutos. A sociedade conta com cerca de 10 anos de experiência no mercado e com aproximadamente 150 investimentos (ativos e não ativos), sendo realizados em empresas que se encontram em estágios iniciais/intermédios, tratando-se de um investidor minoritário no capital das empresas. A entrevista decorreu com um associado (entrevistado D) à sociedade na plataforma *Microsoft Teams*.

A entrevista à empresa Y1 foi realizada a 22 de julho de 2021, pelas 15:00h, com duração de 37 minutos. A entrevista decorreu com um associado (entrevistado E) à empresa na plataforma *Zoom*. Esta empresa tem menos que 5 anos, conta com uma equipa reduzida (aproximadamente 10 colaboradores) e a sua primeira ronda de financiamento ocorreu numa fase embrionária da empresa (*pré-seed*) onde existia apenas uma ideia de negócio, contando com um financiamento na ordem de 500 mil euros.

A entrevista à empresa Y2 foi realizada a 30 de julho de 2021, pelas 16:00h, com duração de 42 minutos. A entrevista decorreu com um associado (entrevistado F) à empresa na plataforma *Zoom*. Esta empresa está inserida num grupo existente há mais de 35 anos, cujo investimento foi obtido há mais de 5 anos, sendo que o principal objetivo se prendia pela expansão e hegemonia da exportação. Esta empresa tem um volume de negócios superior a 5 milhões de euros.

A tabela 10 apresenta, de forma sintetizada, o perfil dos entrevistados de cada entidade.

Tabela 10. Perfil dos entrevistados

Código entidade	Código entrevistado	Sexo	Qualificações	Função	Duração
X1	A	Masculino	Pós-graduado	<i>Partner Executive</i>	65 minutos
	B	Masculino	MBA	<i>Investment Manager</i>	
X2	C	Feminino	Mestre	<i>Senior Associate</i>	50 minutos
X3	D	Feminino	Licenciada	<i>Management advisor</i>	40 minutos
Y1	E	Masculino	Mestre	<i>Founder & CEO</i>	37 minutos
Y2	F	Masculino	Mestre	<i>CFO & Executive board member</i>	42 minutos

Fonte: Elaboração própria

A sociedade X1 disponibilizou a presença de dois profissionais, sendo que o entrevistado A está na empresa desde a sua criação, onde desempenha funções, na data da entrevista, de *Partner Executive* e *Portfolio Manager* de algumas participadas e o entrevistado B assume funções de *Investment Manager*.

A sociedade X2 disponibilizou a presença de um profissional, sendo que o entrevistado C assume, na data da entrevista, funções de *Senior Associate* e é responsável pelo controlo interno e relações com os investidores, encontrando-se na empresa há mais de 10 anos.

A sociedade X3 disponibilizou a presença de um profissional, sendo que o entrevistado D assume, na data da entrevista, funções como assessora da administração e diretora do departamento responsável por investimentos de pequeno montante e encontra-se na empresa há mais de 20 anos.

A empresa Y1 disponibilizou a presença de um profissional, sendo que o entrevistado E assume, na data da entrevista, funções de fundador e CEO da empresa.

A empresa Y2 disponibilizou a presença de um profissional, sendo que o entrevistado F assume, na data da entrevista, funções de diretor financeiro e membro do conselho executivo. O entrevistado F, além da empresa Y2, também esteve presente no financiamento e respetivo *exit* de uma outra empresa participada.

3.3.2 A amostra da população

Ainda antes de chegar a uma amostra populacional, é necessário entender qual é a população-alvo do estudo. No caso em questão, a população-alvo é composta por cinquenta e três SCR, sendo que não é possível concluir o número relativo à população-alvo associado às empresas financiadas. A tabela 11 apresenta o perfil geral relativo às SCR entrevistadas.

Tabela 11. Perfil das Sociedades de Capital de Risco

Característica	Resposta	Entidades associadas
Área geográfica	Porto	2
	Lisboa	1
Nº de funcionários	0-25	2
	26-50	1
Anos de existência	0-9	1
	10-19	1
	20-30	1
Empresas em <i>portfólio</i> (ativas e não ativas)	0-49	1
	50-99	1
	100-150	1
Fundos de investimento	0-9	2
	10-20	1
Locais de investimento	Portugal	2
	Europa (incluindo Portugal) e EUA	1
Valor investimento (milhões de euros)	0-199	1
	200-400	1

Fonte: Elaboração própria

Na mesma linha de pensamento da tabela anterior, a tabela 12 apresenta o perfil geral relativo às empresas financiadas que foram entrevistadas.

Tabela 12. Perfil das empresas financiadas

Característica	Resposta	Entidades associadas
Nº de funcionários	0-9	1
	≥10	1
Anos de existência	0-4	1
	≥5	1
Valor de financiamento (em milhões de euros)	0-1	1
	≥1	1
Duração de investimento (em anos, até ao momento)	0-4	1
	≥5	1

Fonte: Elaboração própria

Perante os dados, é observável a diversificação empresarial, uma vez que as empresas apresentam características distintas, devendo-se, essencialmente, ao estágio de ciclo de vida em que as empresas se encontravam aquando do investimento (uma em *pré-seed* e outra em expansão).

4. O CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL

O principal objetivo deste capítulo é caracterizar o mercado de CR em Portugal, nomeadamente o seu processo evolutivo e respetiva comparação com a evolução europeia. Assim sendo, na secção **4.1** começa-se por explicar a evolução do conceito em Portugal, nomeadamente as entidades que intervêm no mercado. A secção **4.2** apresenta o contexto legal associado à atividade, abordando as principais figuras inerentes. A secção **4.3** expõe os principais investidores em Portugal, abordando a concentração do mercado de CR e a distribuição da carteira associada aos operadores principais. A secção **4.4** tem como objetivo uma análise gráfica da evolução do mercado de CR, principalmente nos seus diferentes estágios de ciclo de vida e nos diversos setores. Por fim, a secção **4.5** aborda a política de desinvestimento, particularmente a sua evolução a nível monetário e as diferentes modalidades praticadas.

4.1 A evolução do Capital de Risco em Portugal

A indústria de CR implementou-se, em Portugal, a 5 de fevereiro de 1986 através do Decreto-Lei (DL) n.º 17/1986, o qual originou uma nova figura empresarial: as Sociedades de Capital de Risco (SCR). Adicionalmente, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) passou a suportar a supervisão da atividade de CR. A pioneira neste ramo de atividade de investimento foi a “Sociedade Portuguesa de Capital de Risco, S.A.”.

Como foi referido na introdução (ver secção **1.1**), a crise *subprime* provocou enormes problemas ao nível da liquidez das instituições financeiras, nomeadamente bancos, o que acarretou problemas para a prática de empréstimos. Desta crise emergiram dois tipos de empresas associadas ao mercado de CR português: negócios familiares e empresas com necessidades de liquidez e/ou reestruturação (Cabral-Cardoso, Cortez, & Lopes, 2016).

Após a queda do investimento de capital de risco provocada pela crise de 2008, a recuperação significativa começou a sentir-se a partir de 2012. O total de investimento associado a capital de risco em 2015 aumentou em 438 p.p. em comparação com 2011, mas voltou a cair em 78 p.p. no ano seguinte, recuperando em 33.8 p.p. no ano de 2017.

O acesso ao crédito por parte das PME é uma prioridade do governo português, abrindo linhas de crédito para capitalizarem e fomentarem o seu crescimento, uma vez que, em 2017, as PMEs representavam, 99.7 p.p. do tecido empresarial, empregando 73.4 p.p. da força disponível de trabalho

(OECD, 2019). As PME's são fundamentais para a criação e/ou manutenção da maior parte da força de trabalho em Portugal, mas também são capazes de potenciar políticas de empreendedorismo e de inovação (Pereira, 2008). Com o aumento da dificuldade na concessão de crédito, as PME's passaram a sentir dificuldades para obter financiamento bancário, sendo, até à data, uma fonte importante para a sua expansão e inovação. Desta forma, tornou-se crucial a procura por soluções de financiamento para a evolução do tecido empresarial português.

O governo português aprovou um programa denominado “Capitalizar” que visa apoiar estas empresas no acesso ao financiamento, principalmente através de: (1) instrumentos financeiros de participação direta ou indireta, (2) instrumentos especiais de financiamento para quase-capital e (3) medidas fiscais para incentivar a capitalização.

Portugal encontra-se num estágio inicial relativamente à adoção de CR, existindo ainda poucos investidores especializados em comparação com alguns países desenvolvidos.

4.2 As partes envolvidas

Apesar do seu estágio inicial, o CR começa a ser visível no mercado português, tendo um impacto significativo ao nível das PME's, principalmente no seu desenvolvimento e posterior estabilidade. Para facilitar a eficiência do mercado português de CR, este encontra-se regulamentado. Assim sendo, esta secção é importante para contextualizar brevemente o regime legal associado a esta atividade (subsecção **4.2.1**), bem como realizar uma abordagem às principais figuras deste mercado (subsecção **4.2.2**).

4.2.1 Contexto jurídico em Portugal

O regime jurídico associado ao mercado de CR surgiu em 1986, quando, através do DL n°17/1986 de 5 de fevereiro (Ministério das Finanças - Secretaria de Estado do Tesouro, 1896), nasceram as SCR como primeiras intervenientes no seu desenvolvimento. Com o decorrer dos anos, surgiram novas figuras jurídicas associadas a este mercado, tais como as Sociedades de Fomento Empresarial (SFE) que, mais tarde, fundiram-se com as SCR.

Em 1991 surgem os Fundos de Investimento de Capital de Risco (FICR) no DL n°187/1991 (Ministério das Finanças, 1991), surgindo, mais tarde, os Fundos de Investimento de Reestruturação e Internacionalização Empresarial (FIRIE) e os Fundos de Sindicação do Capital de Risco (FSCR).

No dia 8 de novembro de 2007, a atividade associada ao CR passou a ser regulada pelo DL n°375/2007, onde o seu objetivo principal passava por simplificar e fomentar a utilização de CR como

ferramenta de apoio a empresas no seu início (Ministério das Finanças e da Administração Pública, 2007). Esta nova legislação estabelece, no seu artigo nº1, que as partes habilitadas a exercer esta atividade são SCR, Fundos de Capital de Risco (FCR) e Investidores em CR (ICR) ou *Business Angels*, sendo que as duas últimas são figuras novas implementadas neste regime.

Contudo, este DL foi revogado pela atual Lei nº18/2015 (Assembleia da República, 2015), aprovada a 4 de março. Não obstante as figuras referidas no DL nº375/2007 de 8 de novembro, esta nova lei introduziu novas figuras, tais como: (1) sociedades gestoras de fundo de CR, (2) sociedades de investimento em CR, (3) sociedades de empreendedorismo social, (4) fundos de empreendedorismo social, (5) sociedades de investimento alternativo especializado e (6) fundos de investimento alternativo especializado.

A atual lei não se preocupa apenas com o investimento em CR como a DL anterior, mas também com o empreendedorismo social e o investimento especializado.

Assim sendo, o artigo nº3 deste regime caracteriza o investimento em CR como “*a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades com elevado potencial de desenvolvimento, como forma de beneficiar da respetiva valorização*”, o artigo nº4 deste mesmo decreto caracteriza o investimento em empreendedorismo social como “*a aquisição, por período de tempo limitado, de instrumentos de capital próprio e de instrumentos de capital alheio em sociedades que desenvolvem soluções adequadas para problemas sociais, com o objetivo de alcançar incidências sociais quantificáveis e positivas*” e o artigo nº5 caracteriza o investimento alternativo especializado como “*a aquisição por período de tempo limitado de ativos de qualquer natureza, não podendo cada ativo representar mais do que 30% do respetivo valor líquido global*”.

A nova lei distingue a atividade das SCR abaixo dos limiares relevantes e dos investidores em CR da atividade de investimento em CR acima dos limiares relevantes.

O primeiro regime jurídico é destinado a entidades empresariais cujos ativos não excedam os 100 mil euros (com alavancagem) ou 500 mil euros (sem alavancagem), observável no nº2 do artigo nº6. Este regime é aplicado às SCR, FCR e ICR.

O segundo regime jurídico é aplicado a sociedades responsáveis por gerir os FCR, aos FCR geridos pelas entidades mencionadas anteriormente e às sociedades de investimento em CR. Este regime está sincronizado com a Lei nº16/2015 de 24 de fevereiro (República, 2015), a qual menciona que se aplica

a entidades empresariais cujos ativos excedam os 100 mil euros (com alavancagem) ou 500 mil euros (sem alavancagem).

4.2.2 Os intervenientes no mercado em Portugal

Após uma breve introdução relacionada com o regime legal deste setor de atividade, é importante abordar as figuras associadas. Segundo consta na regulamentação, existem três figuras importantes neste contexto: Sociedade de Capital de Risco, *Business Angel* e Fundo de Capital de Risco. Estas figuras serão, portanto, apresentadas de seguida.

I. Sociedade de Capital de Risco

Como referido acima, esta foi a primeira figura a exercer atividade no mercado do CR: em 1986, através do DL n.º17/1986 de 5 de fevereiro, apareceram as SCR. Como referido no preâmbulo deste DL, as SCR têm como objetivo “*o apoio e promoção do investimento e da inovação tecnológica em projetos ou empresas através da participação temporária no respetivo capital social*”. Esta centralização no apoio e no fomento foi sofrendo alterações com o passar do tempo, uma vez que, atualmente, passou-se também a priorizar a criação de valor acrescentado e, conseqüentemente, a valorização empresarial.

O principal objetivo é realizar participações no capital de empresas para obter mais valias futuras com a sua alienação.

Segundo o n.º1 do artigo 11.º do DL n.º18/2015 (Assembleia da República, 2015), as SCR são constituídas segundo o tipo de Sociedade Anónima (SA), onde o capital social é realizado através da entrada de dinheiro ou de classes de ativos (n.º4 do artigo 11.º) presentes na alínea a) do n.º1 do artigo 9.º. Segundo o n.º6 do artigo 11.º, os “*relatórios de gestão e as contas anuais das sociedades de capital de risco devem ser objeto de certificação legal por auditor registado na CMVM*”, sendo que devem prestar informações anuais sobre os principais instrumentos que utiliza para negociar, bem como os seus principais riscos (artigo 13.º).

II. Investidores em Capital de Risco (ICR) ou *Business Angels*

O conceito de *Business Angel* está presente no glossário há vários séculos, mas o seu crescimento acentuou-se nas últimas décadas, principalmente na Europa e nos EUA. Esta figura desempenha funções importantes ao nível da estratégia para os negócios dos empreendedores (Mason & Harrison, 2011). Para além do apoio financeiro e estratégico, os *Business Angels* também são importantes para a visibilidade da empresa perante outros investidores estratégicos.

Esta figura é caracterizada por possuir um alto património e, com isto, obter a credencial de investidores (Ibrahim, 2009), atuando a título individual. Em comparação com outras figuras, normalmente trabalham com quantias mais baixas.

Os *Business Angels* são, na sua maioria, antigos empreendedores considerados de sucesso que, fruto do património desenvolvido nos seus sucessos passados, ajudam novos empreendedores, não possuindo qualquer tipo de relacionamento pessoal (OECD, 2011). Esta figura opta, na sua maioria, por uma abordagem baseada em *portfólio* de investimento para diversificar o risco associado.

Segundo o n.º1 do artigo 14.º do DL n.º18/2015 (Ministério da Economia, 2015), os ICR são sociedades que se têm de constituir obrigatoriamente através de uma sociedade unipessoal por quotas, sendo que, no n.º2 do mesmo artigo, o sócio único é constituído por pessoas singulares. Apesar da regulamentação portuguesa associar esta figura a Sociedades Unipessoais por Quotas, existe também grupos de investidores, tendo crescido primeiramente nos EUA, sendo que, na Europa, é também utilizado no Reino Unido (OECD, 2011).

III. Fundos de Capital de Risco

Em 1991, foi aprovado o DL n.º187/1991 (Ministério das Finanças, 1991), o qual inseriu os FCR como possíveis figuras a exercer a atividade. O regime associado a esta parte é o mais extenso no DL, uma vez que é a modalidade de investimento mais praticada no contexto empresarial português. Esta figura é caracterizada por investir em empresas jovens para, numa fase posterior, as inserirem como subsidiárias de empresas de maior dimensão.

Atualmente, esta figura está regulamentada pela Lei 18/2015, a qual também inclui "*fundos europeus de capital de risco designados «EuVECA»*" (artigo n.º1, alínea d) do capítulo I inserido no título I), sendo que também é referido que não são intermediários financeiros, mas têm que se registar devidamente na CMVM (artigo n.º7, número 1 do capítulo I inserido no título II).

O número 1 do artigo n.º15 do capítulo IV refere que "*os fundos de capital de risco são patrimónios autónomos, sem personalidade jurídica, mas dotados de personalidade judiciária, pertencentes ao conjunto dos titulares das respetivas unidades de participação*"

O número 14 do artigo n.º7 do capítulo I inserido no título II refere que "*Estão sujeitos a mera comunicação prévia à CMVM a constituição de fundos de capital de risco e o início de atividade de investidores em capital de risco cujo capital não seja colocado junto do público e cujos detentores do capital sejam apenas investidores qualificados ou, independentemente da sua natureza, quando o valor*

mínimo do capital por estes subscrito seja igual ou superior a €500.000 por cada investidor individualmente considerado.”

Adicionalmente, o regulamento da CMVM n.º5/2020, o qual realizou alterações ao regulamento da CMVM n.º3/2015 de 3 de novembro, também é aplicado a esta figura do mercado de investimento.

A tabela 13 apresenta, em termos comparativos, as principais características inerentes às três figuras associadas a este mercado.

Tabela 13. Principais características dos investidores de risco

	SCR	Business angel	FCR
Fonte	Fundos externos	Próprio dinheiro	Fundos corporativos de parceiros
Forma legal	Sociedade geral	Particular	Filial de uma grande empresa
Tamanho de investimento	2-10 milhões de dólares	50-100 mil dólares	2-20 milhões de dólares
Estágios preferenciais	Todos	<i>Seed & startup</i>	Todos, preferencialmente mais avançados
Preferências geográficas	Proximidade	Muito próximo	Não é relevante
Motivo para investimento	Crescimento patrimonial	Crescimento pessoal e patrimonial	Estratégia e crescimento patrimonial
Crítérios de investimento	Crescimento Equipa de gestão	Perspetiva de crescimento e orientação	Valor estratégico
Procura das figuras	Fácil	Difícil	Poucos, mas fáceis de encontrar
Acordo	<i>Due diligence</i> longa e extensa	Fácil acordo quando adequado	Difícil de atender aos critérios propostos
Requisitos de reports	Regulares e focados no aspeto financeiro	Varia com o acordo e são simples	Regulares e focados no aspeto estratégico
Nível de envolvimento	Moderado, com membros no conselho	Baixo a extremamente alto e informal	Baixo a moderado, informal ou no conselho
Método de saída	Planeado, através de OPI ou venda comercial	Não planeado, através de venda comercial	Algumas vezes planeado, através de aquisição, OPI ou venda comercial

Fonte: (Clercq et al., 2006)

Estas figuras foram, ao longo do tempo, sendo as principais impulsionadoras do desenvolvimento do mercado, principalmente SCR (figura 6) e FCR (figura 7).

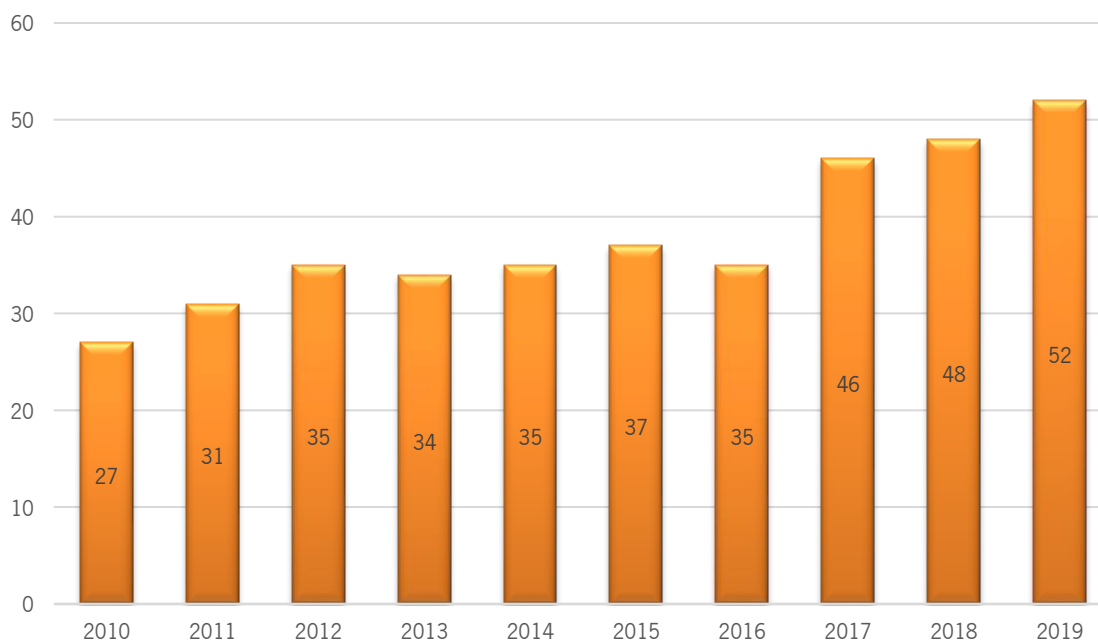


Figura 6. Evolução do número de Sociedades de CR, em Portugal, entre 2010 e 2019

Fonte: CMVM (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020)

Através de um horizonte temporal entre 2010 e 2019, percebe-se que a evolução, em termos absolutos, permite impulsionar aquilo que é o contexto português de mercado de CR. Ainda assim, e analisando detalhadamente cada ano (figura 6), percebe-se que existiu alguma instabilidade no número de SCR entre 2010 e 2016, apresentando uma subida até 2012, seguida de uma pequena oscilação até 2014 e, quando parecia que iria efetivamente começar o seu desenvolvimento em 2015, o número volta a descer em 2016. Contudo, este mercado começa a ganhar força a partir de 2017, contando com 52 sociedades em 2019.

Relativamente à evolução do número de FCR (figura 7), o seu progresso é semelhante à evolução do número de SCR. Existiu um crescimento notório sentido na transição para o ano de 2011, seguido de um equilíbrio entre entradas e saídas até 2014. O número voltou a crescer na transição para 2015 e, no ano seguinte, manteve-se o mesmo. O crescimento acentua-se, então, a partir de 2016, contando com 135 figuras em 2019.

Estas oscilações devem-se, essencialmente, à saída progressiva do país da crise que abalou em 2008, a qual, mais tarde, levou à intervenção de entidades como o Fundo Monetário Internacional (FMI), que

ficaram conhecidas como a TROIKA. Contudo, e numa ótica de evolução, o país começa a progredir no número de entidades associadas a este mercado, fruto também de fatores como o aumento do empreendedorismo e da dificuldade em aceder a créditos bancários.

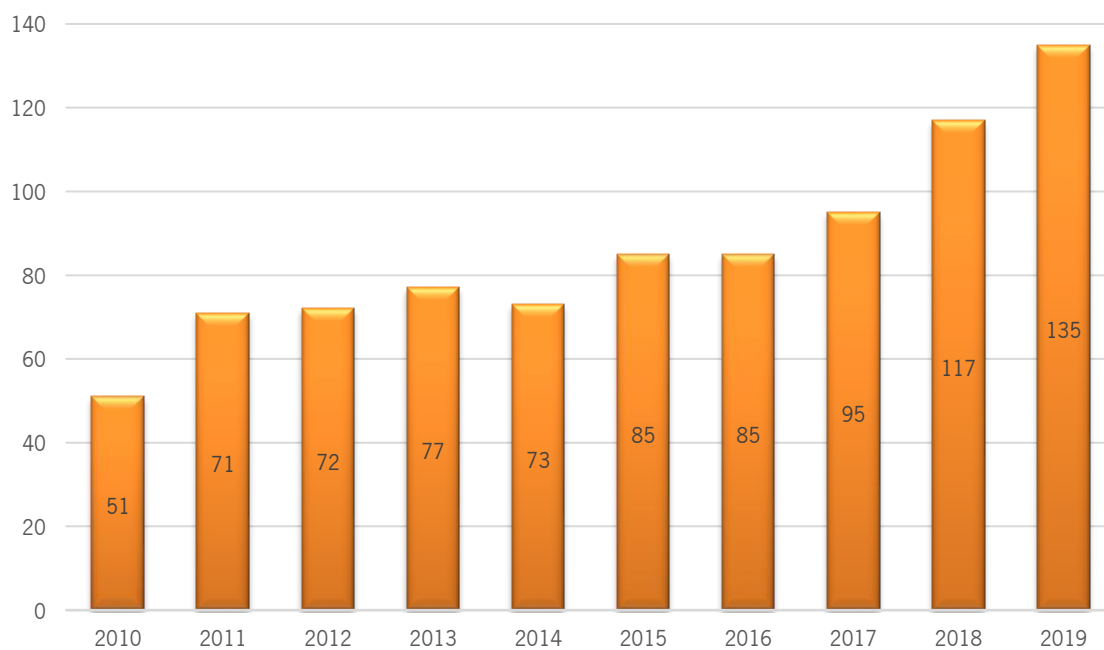


Figura 7. Evolução do número de FCR, em Portugal, entre 2010 e 2019

Fonte: CMVM (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020)

4.3 Os principais investidores em Portugal

Em Portugal, vigora uma maior utilização de figuras de FCR em detrimento de SCR, como se pode constatar pela análise da figura 8. Para acompanhar esta evolução, recorreu-se aos relatórios: (CMVM, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020).

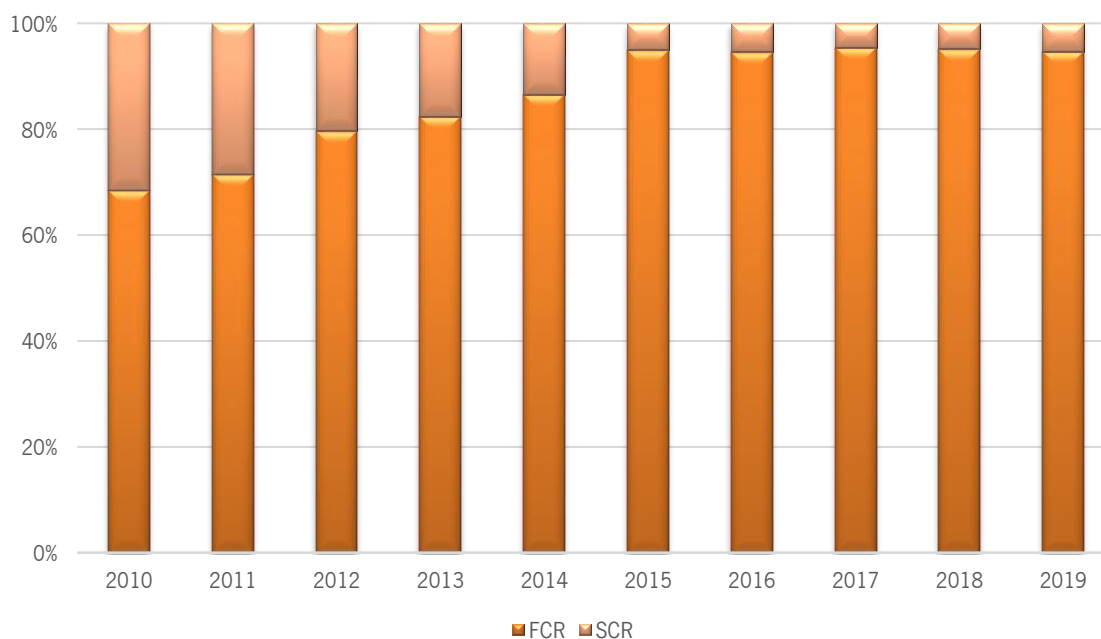


Figura 8. Quotas respetivas de mercado, em ativos sob gestão, dos FCR e das SCR entre 2010 e 2019

Fonte: CMVM (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020)

Relativamente ao período escolhido, é possível observar que, com o decorrer do tempo, o peso dos FCR na distribuição do montante sob gestão pelos operadores de capital de risco é cada vez mais próximo da totalidade, apresentando alguma estabilidade a partir de 2015. Em 2019, a percentagem associada era de 94,7 p.p. (mais 26,3 p.p. do que havia sido registado em 2010), sendo que a maioria dos participantes residiam em Portugal (77 p.p.), destacando-se as pessoas coletivas. Relativamente aos não residentes, a maioria tratavam-se de pessoas a título individual (CMVM, 2020).

Além desta análise às principais figuras que operam neste mercado, é importante também analisar a concentração das quotas de mercado, nomeadamente a percentagem que é detida pelas três entidades com maior peso no mercado global (figura 9).

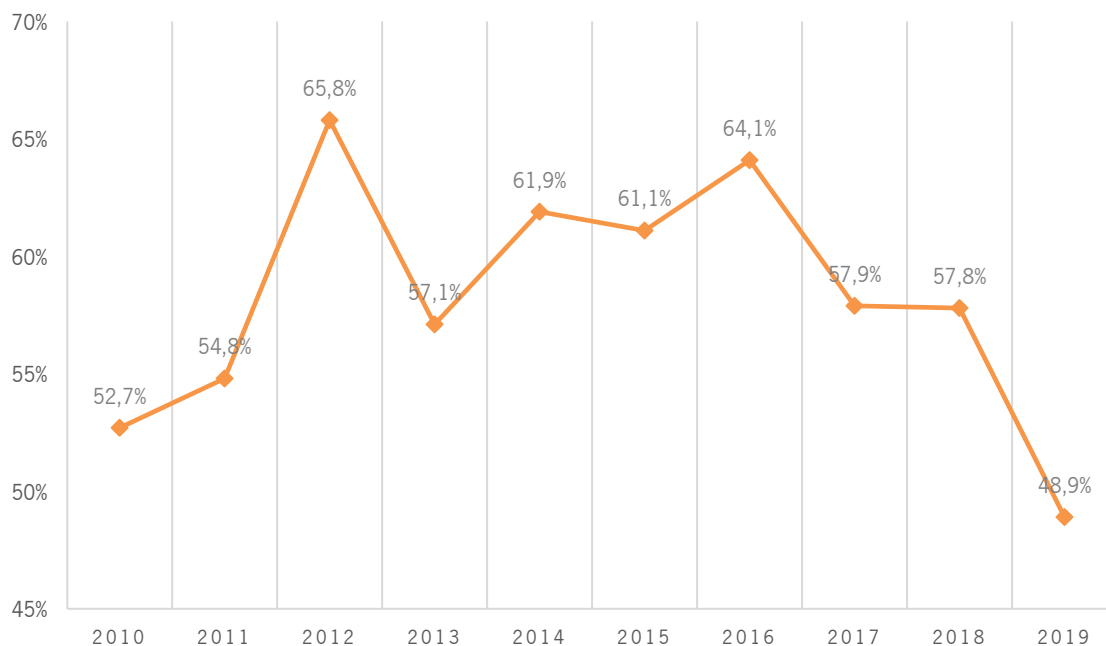


Figura 9. Evolução da percentagem acumulada do top 3 de quota de mercado de Capital de Risco

Fonte: CMVM (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020)

Através da análise da figura representada acima, percebe-se que somente em 2019 as três principais figuras do mercado não detinham mais de metade da quota de mercado de CR (48.9 p.p.), ou seja, de 2010 até 2018, os 50 p.p. foram sempre superados. Apesar da oscilação observada ao longo do período, o maior valor de concentração deu-se em 2012, onde as três principais entidades detinham 65.8 p.p. do mercado.

Relativamente a 2019, e numa continuação do que foi observado anteriormente, os FCR são as principais figuras que atuam no mercado global de CR (figura 10).

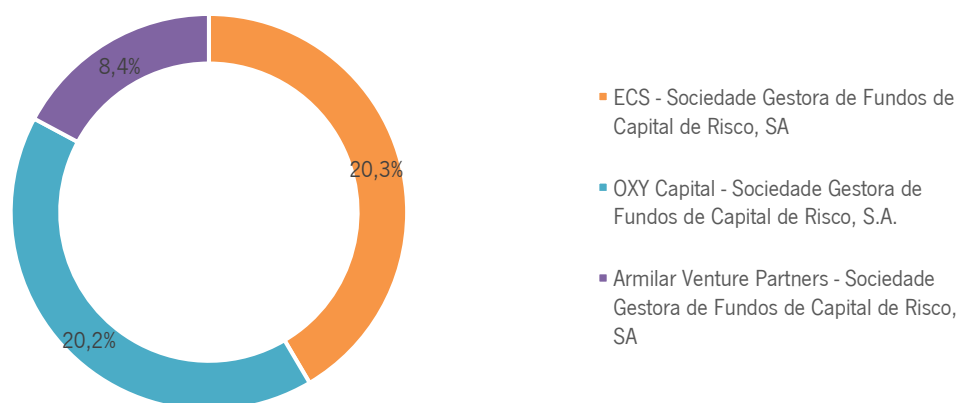


Figura 10. Quota de mercado das três principais entidades (ativos sob gestão), em percentagem, em 2019

Fonte: CMVM (2020)

Em 2019, 20.3 p.p da quota de mercado (medida em ativos sob gestão) pertenciam à “ECS - Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco, S.A.”, 20.2 p.p. pertenciam à “OXY Capital - Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco, S.A.” e 8.4 p.p. pertenciam à “Armilar Venture Partners - Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco, S.A.”.

Numa ótica de concentração associada aos mercados, importa também entender um índice utilizado para esta concentração: o índice *Herfindahl-Hirschman Index* (HHI) que é calculado pela fórmula “ $HHI = \sum S_i^2$ ”, onde S_i é a quota de mercado de cada entidade. Relativamente à interpretação: a) um valor de HHI abaixo de 0.10 corresponde a um mercado com concorrência elevada; b) um valor de HHI entre 0.10 e 0.18 indica que o mercado se encontra moderadamente concentrado; (3) um valor de HHI acima de 0.18 indica que o mercado está concentrado (figura 11).

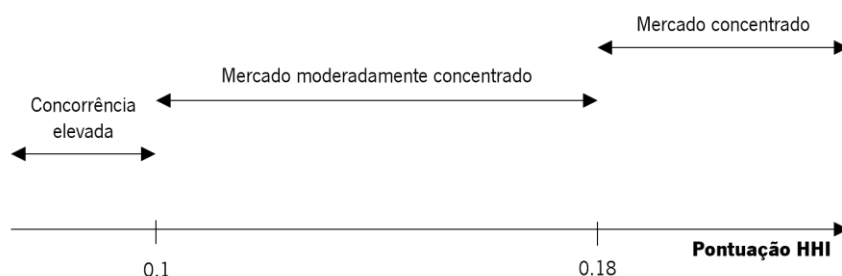


Figura 11. Pontos críticos do índice Herfindahl-Hirschman Index

Fonte: Elaboração própria

Para interpretar as valências proporcionadas por este índice, a figura 12 apresenta a evolução do HHI durante o período 2010-2019.

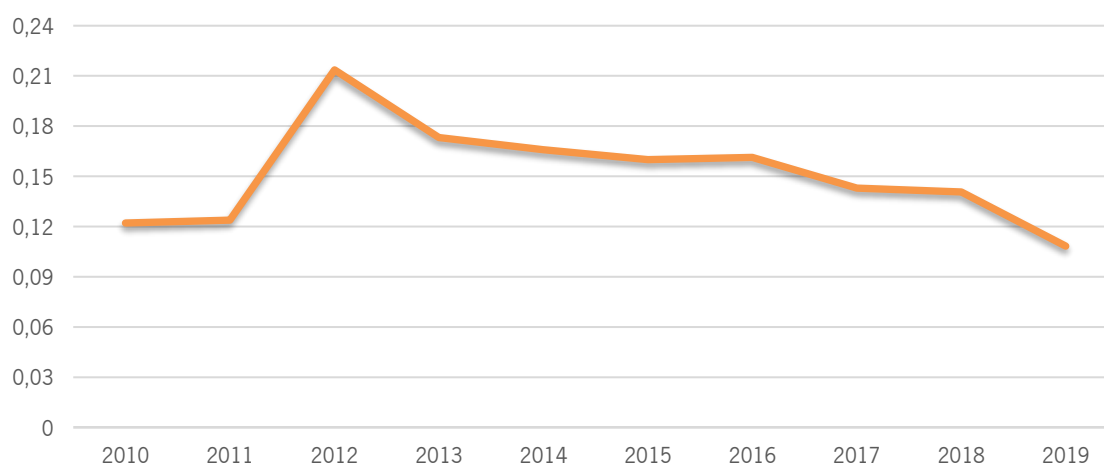


Figura 12. Índice HHI no período 2010-2019

Fonte: CMVM (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020)

Observando a figura acima, percebe-se que o mercado global de CR é, na maioria do período analisado, moderadamente concentrado ($0.10 < \text{HHI} < 0.18$). Contudo, em 2012 regista-se um HHI fora daquilo que são os valores-padrão portugueses, apresentando um índice de 0.21 p.p. ($\text{HHI} > 0.18$), ou seja, um ano em que o mercado era altamente concentrado, fruto de uma fusão entre as SCR e o Estado Português, o qual concentrou na “Portugal Capital Ventures, SCR” o investimento detido pela “InovCapital – SCR, S.A.”, “AICEP Capital Global – SCR, S.A.” e a “TC Turismo Capital – SCR, S.A.” (CMVM, 2013).

No que concerne à carteira de investimento do mercado de CR, a figura 13 apresenta uma comparação das carteiras relativas a 2018 e 2019.

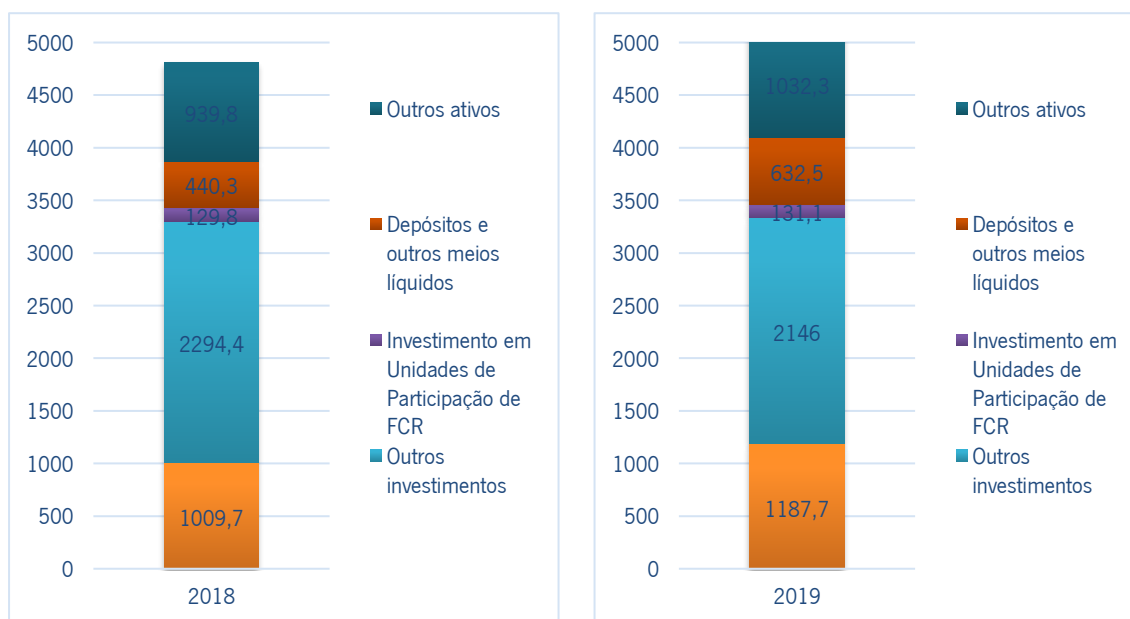


Figura 13. Comparação de carteira de investimento, em milhões de euros, entre 2018 e 2019

Fonte: CMVM (2020)

Em termos comparativos, somente a carteira “outros investimentos” sofreu um decréscimo entre 2018 e 2019 (caiu 6.92 p.p.), ainda que a carteira total seja composta, em grande parte, por esta carteira (41.8 p.p.). O maior destaque evolutivo está na carteira “Depósitos e outros meios líquidos”, a qual cresceu 30.39 p.p. em relação ao ano anterior.

Relativamente à carteira “outros investimentos”, a rubrica com mais peso é a “prestações acessórias” (40.9 p.p.). Na evolução, o valor da rubrica “participações sociais” aumentou 17.6 p.p. em relação a 2018, devendo-se, essencialmente, ao aumento no valor que as empresas residentes recebem através de investimento (CMVM, 2020).

4.4 A evolução da captação de fundos em Portugal

Através desta secção, o principal objetivo é realizar uma análise gráfica relativa à evolução do investimento realizado no mercado global de CR, nomeadamente a angariação de novos fundos (subsecção 4.4.1), a sua distribuição nas diferentes fases de maturidade empresarial (subsecção 4.4.2) e nos diferentes setores (subsecção 4.4.3).

4.4.1 A angariação de novos fundos de capital de risco

De forma a analisar detalhadamente a evolução do mercado de CR, utilizar-se-ão, a partir desta secção, países europeus estratégicos para enriquecer, em termos comparativos, a evolução portuguesa num contexto europeu. Desta forma, as escolhas são: (1) Reino Unido, devido à sua proximidade aos EUA através do modelo anglo-saxónico, (2) Espanha, devido à sua proximidade geográfica, (3) Alemanha, devido ao seu poderio financeiro e impacto a nível europeu e (4) Grécia, devido às condições de intervenção monetária, em parte parecida com Portugal.

Assim sendo, a figura 14 apresenta a percentagem de novos fundos angariados nos países escolhidos, tendo em conta a globalidade europeia.

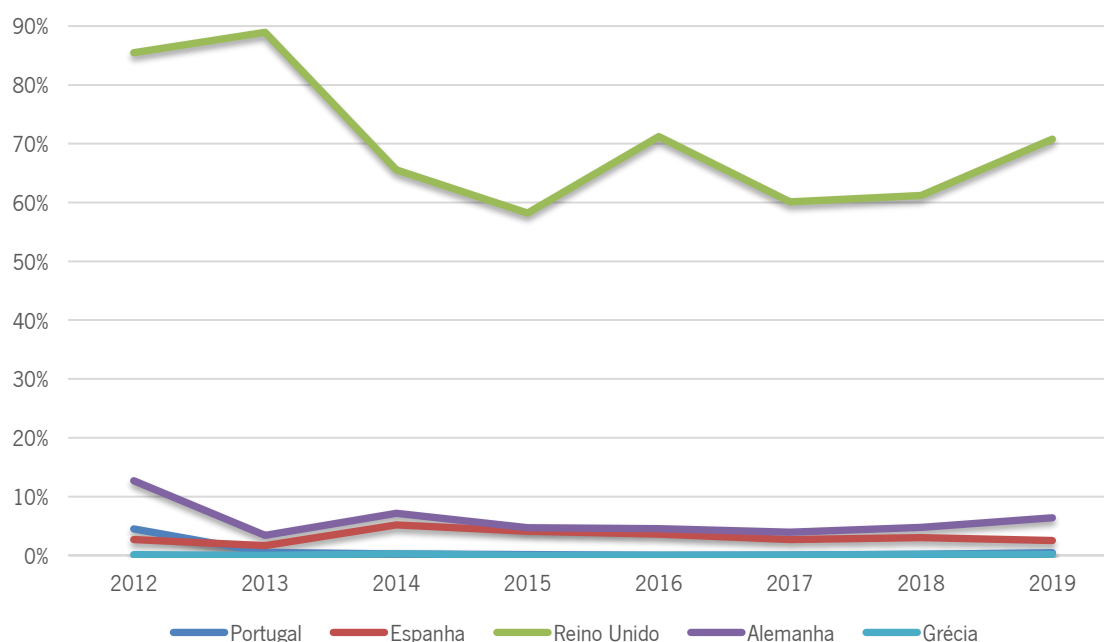


Figura 14. Peso percentual dos novos fundos angariados por país na globalidade europeia no período 2012-2019

Fonte: InvestEurope (2020)

Relativamente à figura, percebe-se intuitivamente que o Reino Unido possui uma maturidade acima da média no mercado de risco, possuindo valores, na maioria das vezes, superiores a 60 p.p. na totalidade europeia. Os valores do início do período corroboravam o seu domínio no mercado europeu de CR, apresentando 85.5 p.p. em 2012 e 88.9 p.p. em 2013. Ainda assim, importa referir que tem existido uma evolução no combate à hegemonia do Reino Unido, sendo que, em 2019, apresenta 70.8 p.p. da totalidade europeia.

Portugal apresentava 4.5 p.p. da totalidade europeia em 2012, mas, com o passar dos anos, os valores decresceram e, de 2013 a 2019, estes nunca foram superiores a 1 p.p. em relação à globalidade.

Em comparação com a Grécia, Portugal apresenta valores ligeiramente acima da Grécia, ainda que, nos anos de 2014 (0.28 p.p. da Grécia contra 0.24 p.p. de Portugal) e de 2017 (0.08 p.p da Grécia contra 0.03 p.p. de Portugal), os valores gregos sejam superiores. Comparando com o país vizinho, apenas em 2012 é que Portugal apresentou valores superiores a Espanha (4.5 p.p. de Portugal contra 2.68 p.p. de Espanha), sendo que Espanha apresenta valores, a partir de 2013, a oscilar entre 1.66 p.p. e 5.18 p.p. da média europeia. Retirando o Reino Unido da comparação, a Alemanha é o país mais evoluído relativamente ao mercado de CR dos países avaliados graficamente, apesar do seu interesse por este mercado ter apresentado o seu valor máximo no início do período (12.7 p.p. em 2012), apresentando oscilações ao longo do período, dando-se uma queda entre 2015 e 2017, voltando a subir os seus valores a partir de 2018.

Para complementar a informação, a figura 15 expõe a origem geográfica dos fundos que foram investidos, em Portugal, no final do ano de 2019.

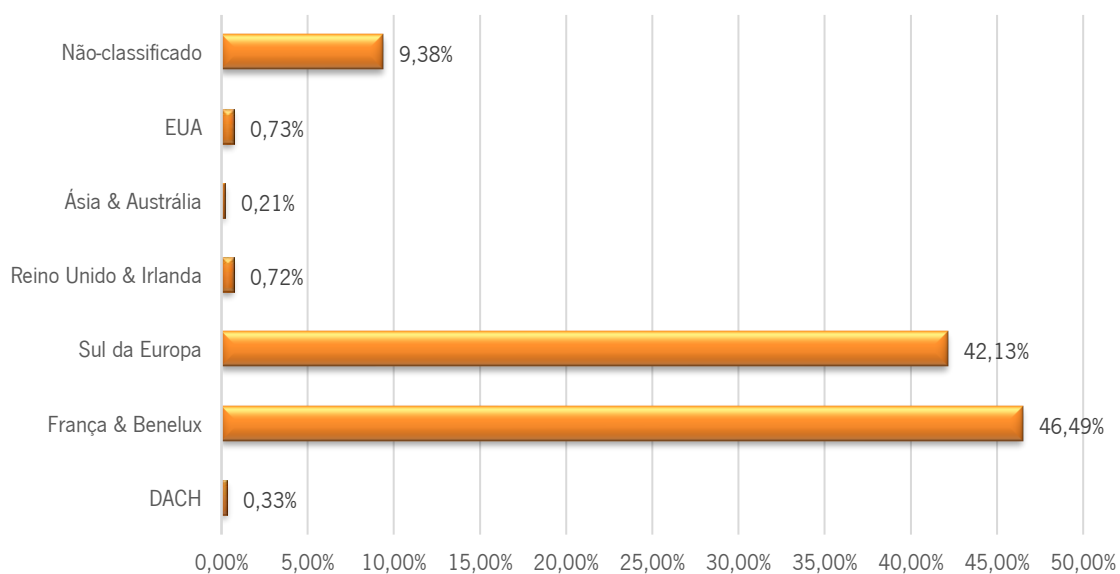


Figura 15. Origem geográfica das fontes de fundos investidas em Portugal no final de 2019

Fonte: InvestEurope (2020)

Relativamente à origem dos fundos obtidos para o mercado de CR, há duas zonas mundiais que se destacam: França e Benelux (constituída por Bélgica, Países Baixos e Luxemburgo) com 46.49 p.p. e Sul da Europa com 42.13 p.p., sendo importante também referir que 9.38 p.p. dos fundos não têm uma classificação. Portanto, é notório que a origem dos FCR está concentrada na Europa, sendo que o resto do mundo terá pouco interesse em investir no mercado de CR português.

Quanto aos outros países (e em dados referentes a 2019), (1) a região DACH (constituída pela Alemanha, Áustria e Suíça) foi a principal investidora na Alemanha (41 p.p.), (2) o sul da Europa foi a região que mais investiu na Grécia (61 p.p.) e também em Espanha (61.4 p.p.), (3) o norte dos EUA (37.5 p.p.) e a Ásia e Austrália (22 p.p.) foram os principais investidores no Reino Unido (InvestEurope, 2020).

Adicionalmente, é importante entender quem são os principais responsáveis por estas novas angariações, sendo que a figura 16 expõe a angariação de fundos, por instituições, em Portugal relativa ao ano de 2019.

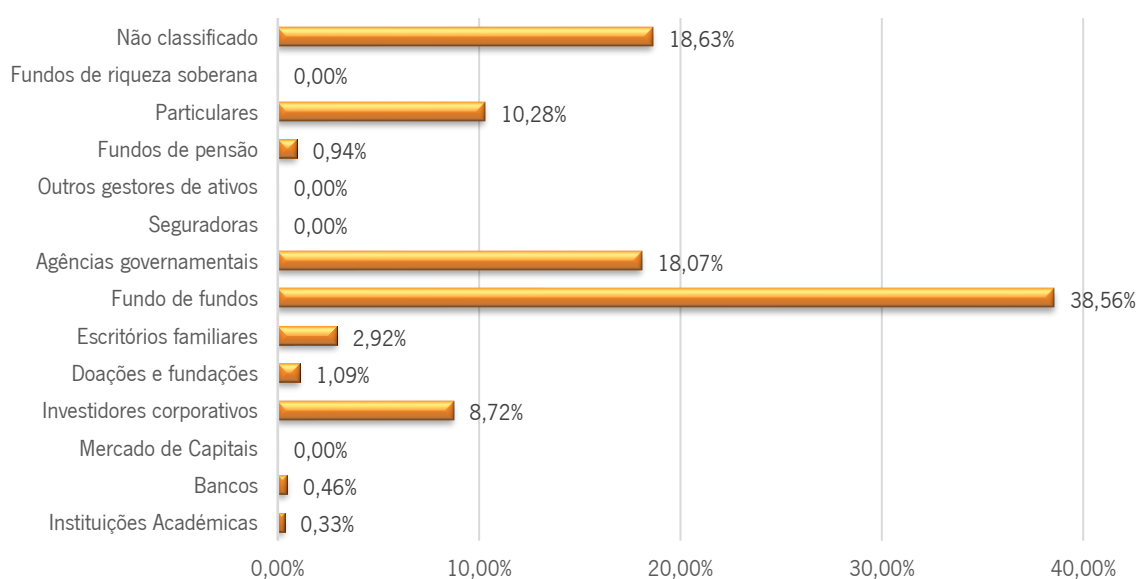


Figura 16. Angariação de novos fundos, em Portugal, no final do ano de 2019

Fonte: InvestEurope (2020)

No ano de 2019, as principais instituições responsáveis pelo investimento no mercado de CR foi o “Fundo de fundos” (38.56 p.p.), uma modalidade em que os interessados investem os seus capitais exclusivamente em fundos de investimento. Adicionalmente, as agências governamentais também são entidades importantes, reforçando, neste contexto, o papel do Estado na fomentação do empreendedorismo e I&D. Ainda assim, 18.63 p.p. são fundos que não se encontram classificados, podendo um dos motivos ser a ausência de vontade em revelar figuras que estejam dispostas ao risco associado. Por último, e numa ótica mais individual, os particulares representam 10.28 p.p. da angariação de fundos no ano de 2019.

A figura 17 mostra a angariação de fundos, por instituições europeias, relativa ao ano de 2019.

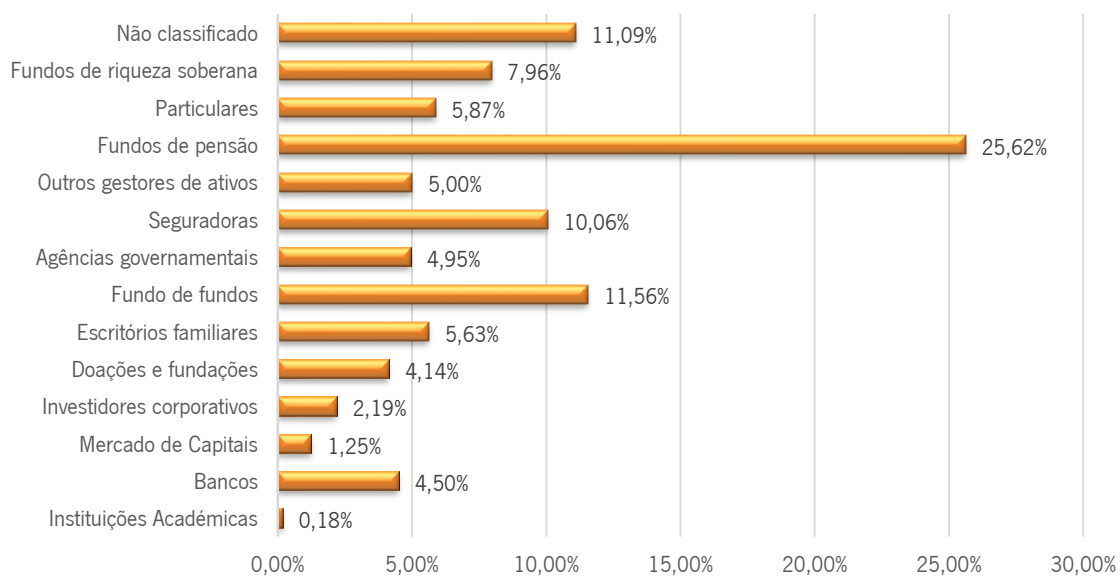


Figura 17. Angariação de novos fundos, na Europa, no final do ano de 2019

Fonte: InvestEurope (2020)

Analisando a média europeia, destaca-se que os fundos de pensão são as entidades mais interessadas no mercado em questão (25.62 p.p.), sendo que este tipo de entidade não possui um índice de interesse tão elevado quando se fala sobre Portugal. No limite dos 10 p.p., o fundo dos fundos (11.56 p.p.) e as seguradoras (10.06 p.p.) encontram-se acima deste limite, sendo que ainda existem 11.09 p.p. de fundos que não obtiveram classificação.

Quanto aos outros países (e em dados referentes a 2019), (1) as seguradoras foram quem investiu um maior valor na Alemanha (10.5 p.p.), (2) os bancos foram os principais investidores na Grécia (14.3 p.p.), (3) as agências governamentais foram os principais investidores em Espanha (25.7 p.p.) e, por último, (4) os fundos de pensões foram os principais investidores no Reino Unido (38.3 p.p.) (InvestEurope, 2020).

4.4.2 O investimento distribuído pelas fases de ciclo de vida

Primeiramente, é importante fazer referência novamente à diferença entre o conceito de *private equity* (investir em empresas com maturidade e uma atividade económica mais relevante e, consequentemente, um fluxo de caixa maior) e o conceito de *venture capital* (abrange todo o mercado, inclusive o investimento em empresas que se encontram em fase inicial e, ainda que sejam consideradas de pequena dimensão, têm potencial de crescimento). De forma a explorar mais especificamente cada

modalidade de fundo de investimento no mercado de CR, a figura 18 apresenta a percentagem atribuída a cada uma.

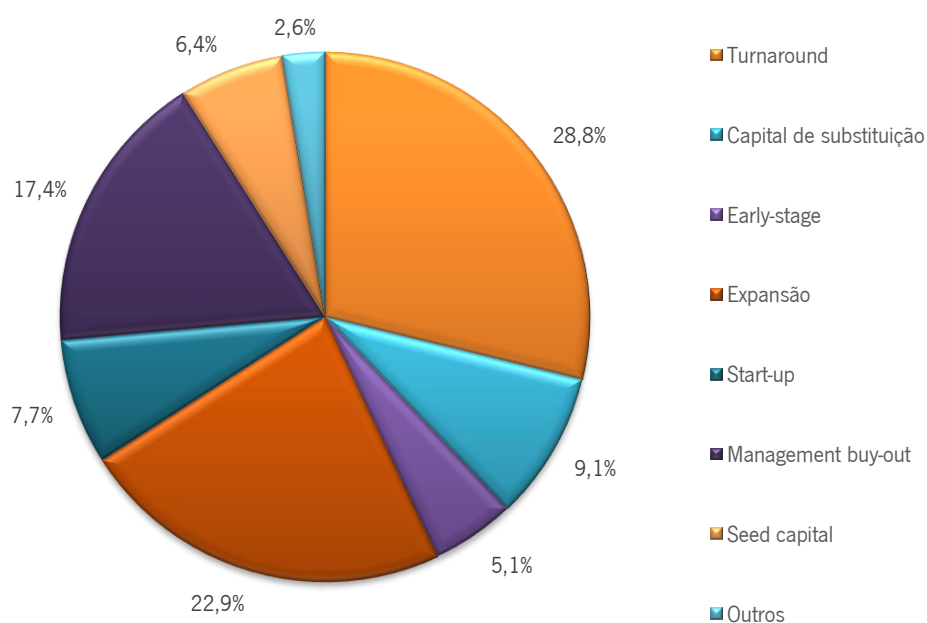


Figura 18. Valor investido em Portugal, por modalidade de investimento, em 2019
 Fonte: CMVM (2020)

Como referido na secção **4.1**, em 2017, as PME's representavam, em Portugal, 99.7 p.p. do tecido empresarial (OECD, 2019). Desta forma, é natural que uma boa parte do investimento em Portugal pertença à expansão (22.9 p.p.) a fim de proporcionar uma ampliação das empresas portuguesas ao nível de produção, de instalações, entre outros. Adicionalmente, observa-se que a maior fatia de valor investido em Portugal está presente no *turnaround*, ou seja, focado em empresas que pretendem reorientar as suas estratégias, ainda que tenha diminuído 13.3 p.p. em relação ao ano transato (CMVM, 2020). Ainda assim, na globalidade, o investimento no mercado global de CR aumentou 10.5 p.p. em relação ao ano anterior (foram investidos 664 milhões de euros em comparação com os 600.9 milhões de euros do ano anterior). Este aumento deve-se ao aumento substancial do investimento em empresas situadas na fase de *early-stage* (aumento de 14.4 p.p. em relação ao ano anterior) e *seed capital* (aumento de 40.2 p.p. em relação ao ano anterior). Relativamente ao empreendedorismo, um dos pontos que Portugal procura sedimentar no seu mundo empresarial, a sua fase correspondente – a *start-up* – diminuiu 7.8 p.p. em relação a 2018. Em 2019, o investimento em *private equity* foi maior (80.8 p.p.) que o valor percentual investimento em *venture capital* (19.2 p.p.) (CMVM, 2020).

De seguida apresenta-se as modalidades praticadas a nível europeu, de forma a realizar uma comparação entre Portugal e a Europa (figura 19).

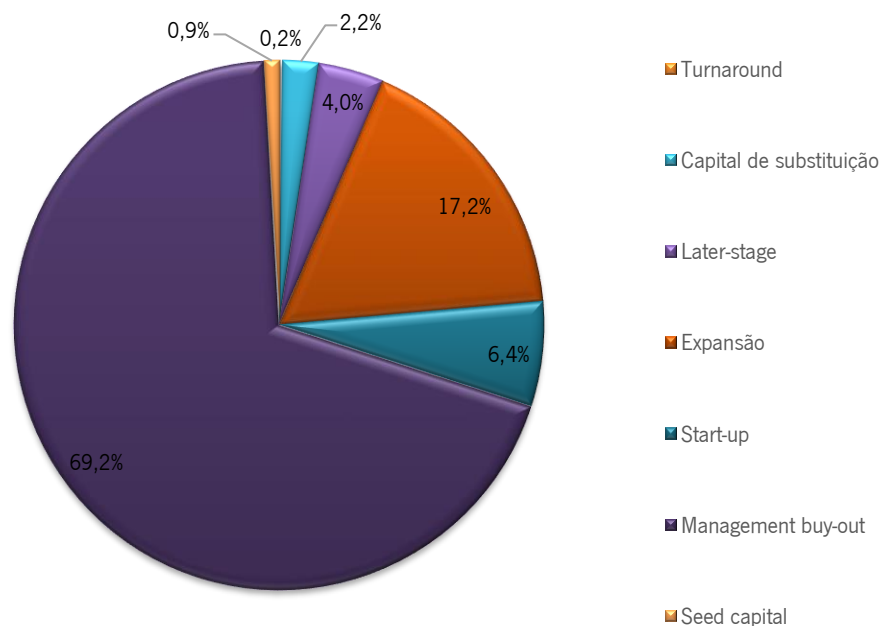


Figura 19. Valor investido na Europa, por modalidade de investimento, em 2019
 Fonte: CMVM (2020)

Ao nível europeu, verifica-se na figura 19 que a maioria dos investimentos (69.2 p.p.) focam-se nos casos de apoio à estrutura administrativa na aquisição do capital da empresa (*management buy-out*), seguido de um investimento associado à expansão empresarial (17.2 p.p.).

Comparando Portugal com a média europeia nas percentagens associadas a cada modalidade de investimento de risco, é possível verificar que existe uma grande preponderância atribuída ao *management buy-out* (69.2 p.p. na Europa em comparação com 17.4 p.p. em Portugal), sendo que, em contrapartida, a modalidade de *turnaround*, em Portugal, apresenta um peso maior (28.8 p.p.) do que aquele que apresenta ao nível europeu (0.2 p.p.). As fases que se encontram mais equilibradas entre Portugal e a Europa são a fase de expansão (diferença de 5.7 p.p.) e a fase *start-up* (diferença de 1.3 p.p.).

Relativamente aos EUA, o capital investido no mercado de CR aumentou 4.5 p.p. de 2018 para 2019 (National Venture Capital Association, 2020). Numa perspetiva de aumento do investimento, a maior diferença percentual deu-se entre 2017 e 2018, momento em que o capital investido aumentou 22,47 p.p., sendo que apenas em 2013 apresentou uma descida em relação ao ano anterior (diminuição em 1.86 p.p.). Ainda que de uma forma menos detalhada, a figura 20 apresenta a distribuição de investimento por fases de ciclo de vida nos EUA.

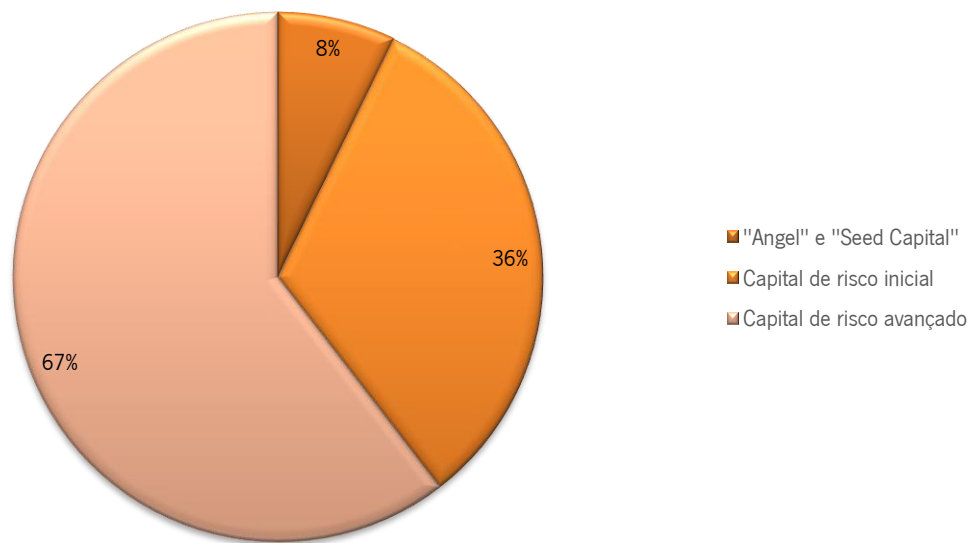


Figura 20. Ofertas de capital de risco, em 2019 nos EUA, por estágio de ciclo de vida

Fonte: NVCA Yearbook (2020)

Graficamente, é possível observar que existe uma preferência por empresas que se encontram em fases de ciclo de vida iniciais. Em contrapartida, e como foi referido acima, a nível europeu há uma maior preferência por empresas que se encontram em estados mais consolidados e com capacidades financeiras estáveis.

4.4.3 Os principais setores de investimento

Atualmente, e fruto de um aumento da importância dada ao ecossistema de empreendedorismo através, por exemplo, da qualificação do fator humano, Portugal apresenta uma evolução favorável relativamente às oportunidades de investimento, sendo que existem setores mais oportunos para se investir. A figura 21 apresenta a percentagem investida, pelos FCR, nos diversos setores do mercado de CR.

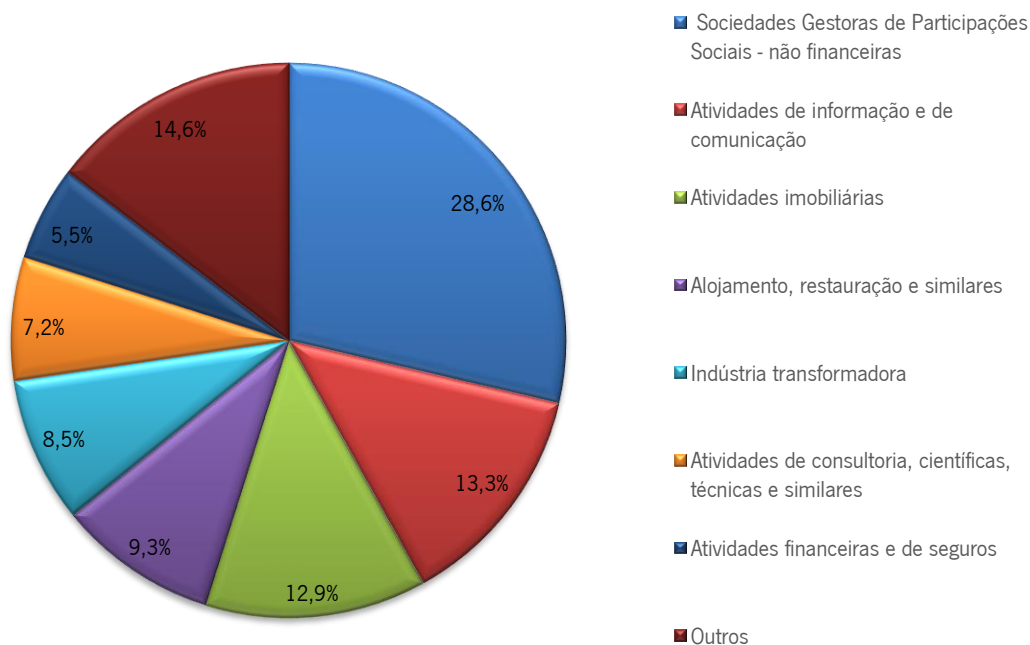


Figura 21. Valor investido por FCR, por setor de atividade, em 2019

Fonte: CMVM (2020)

Através de dados referentes a 2019, a figura acima permite concluir que existe uma distribuição diversificada de investimento feito por FCR nos diferentes setores, sendo que esta figura investiu, preferencialmente, no setor das “Sociedades Gestoras de Participações Sociais” (28.6 p.p.) e os setores “Outros setores”, “Atividades de informação e de comunicação” e “Atividades imobiliárias” apresentam valores captados muito próximos (14.6 p.p., 13.3 p.p. e 12.9 p.p., respetivamente). No setor das “Sociedades Gestoras de Participações Sociais”, é importante mencionar que estas entidades funcionam como intermediários para a realização de investimentos em empresas, sendo que, no contexto de gráfico apresentado, não é possível chegar ao destino final que é definido para o valor investido (CMVM, 2020).

A figura 22 apresenta a percentagem investida, pelas SCR, nos diversos setores do mercado de CR.

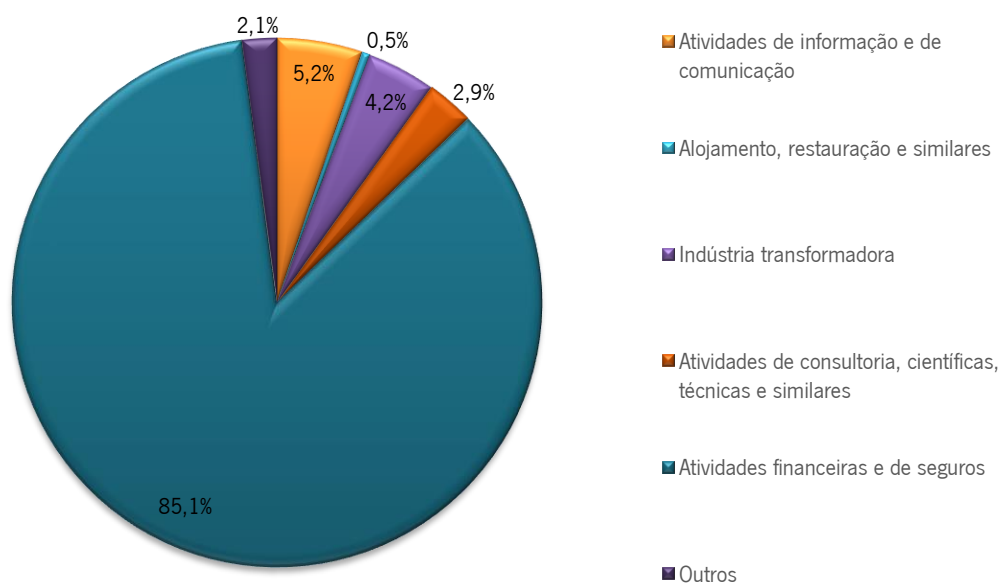


Figura 22. Valor investido por SCR, por setor de atividade, em 2019

Fonte: CMVM (2020)

Relativamente ao ano anterior, as “Atividades de informação e de comunicação” foram as que apresentaram maior crescimento no investimento (aumento de 47.78 p.p.) e, pelo contrário, os “Outros setores” apresentaram o maior decréscimo (descida de, aproximadamente, 16.57 p.p.).

Considerando agora apenas o investimento direto realizado pelas SCR, a grande maioria do valor investido (85.1 p.p.) foi direcionado para empresas cuja principal atividade se foca na atividade financeira e/ou nos seguros, seguindo-se as empresas ligadas à informação e comunicação (13.3 p.p.). Relativamente às empresas ligadas à “Indústria Transformadora”, “Outros setores” e “Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares”, o valor investido em cada um dos setores é aproximadamente o mesmo (4.2 p.p., 2.9 p.p. e 2.1 p.p., respetivamente), sendo que o canal da HORECA apresenta pouca importância para esta figura do mercado.

Em 2019, este investimento realizado pelas SCR deixou de investir na área da construção (5.1 p.p. investidos em 2018) e realizou investimento direto no setor do “Alojamento, restauração e similares”, o qual não apresentava valores em 2018. Ao nível do crescimento, as SCR aumentam substancialmente o seu investimento (aumento de 48.57 p.p.) no setor das “Atividades de informação e comunicação”.

De uma forma mais detalhada, a figura 23 retrata a percentagem investida em Portugal, no final de 2019, nos principais setores de atividade. Importa referir que os valores que se seguem são referentes a todo o CR, ou seja, toda a indústria.

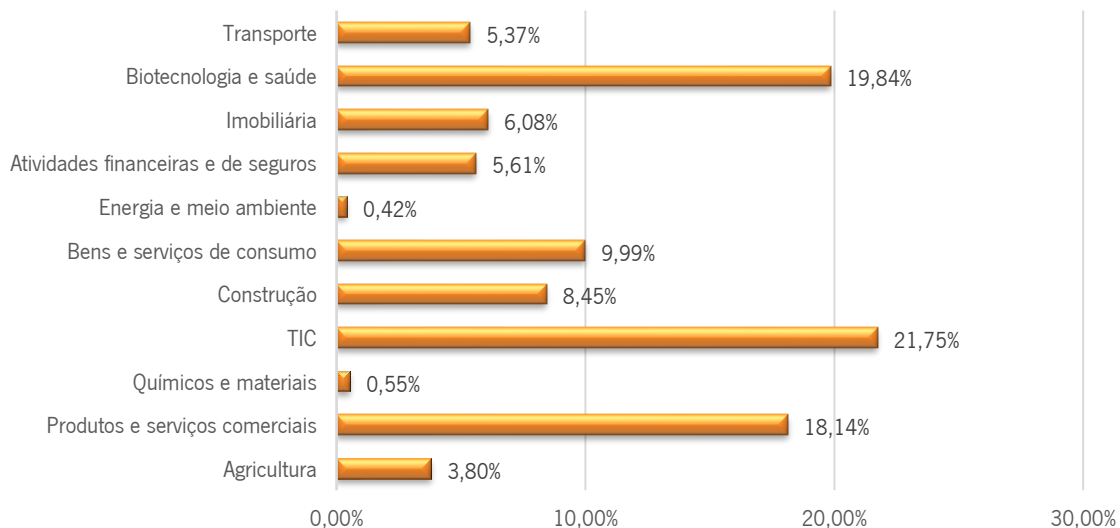


Figura 23. Investimento, em percentagem, baseado em CR nos principais setores de atividade portugueses no final de 2019

Fonte: InvestEurope (2020)

Em 2019, Portugal regista uma preferência por três setores a fim de realizar o investimento: TIC (21.75 p.p.), biotecnologia e saúde (19.84 p.p.) e produtos e serviços comerciais (18.14 p.p.). Esta preferência deve-se ao facto de se tratar de setores em constante ciclo de evolução e onde surgem novidades com frequência. Quanto aos setores menos atrativos, o setor da “Energia e meio ambiente” (0.42 p.p., correspondente a 498 milhares de euros) foi o menos atrativo em 2019, podendo apresentar problemas futuros tendo em conta as metas europeias para atingir objetivos como a descarbonização.

4.5 A política de desinvestimento em Portugal

Relativamente à fase de desinvestimento, o objetivo dos investidores é valorizar, sempre que possível, a empresa e, conseqüentemente, obter o lucro compensatório pelo risco corrido. Após esta meta ser atingida, os investidores, através de uma análise cuidada e, na maioria das suas vezes, com o auxílio de profissionais da área, escolhem a sua estratégia para realizar a saída da empresa.

Segundo a CMVM (2020), o CR “*intervém temporariamente nas empresas com a perspetiva de lhes aportar capital e/ou dívida, bem como capacidade de gestão, que possam permitir a essas empresas conduzir a sua atividade para um novo estágio operacional. Uma vez concluída essa intervenção, os operadores de capital de risco procedem ao desinvestimento nessas empresas mediante uma ou mais das diversas formas de saída disponíveis*”.

Assim sendo, a evolução do desinvestimento realizado em Portugal é apresentada na figura 24.

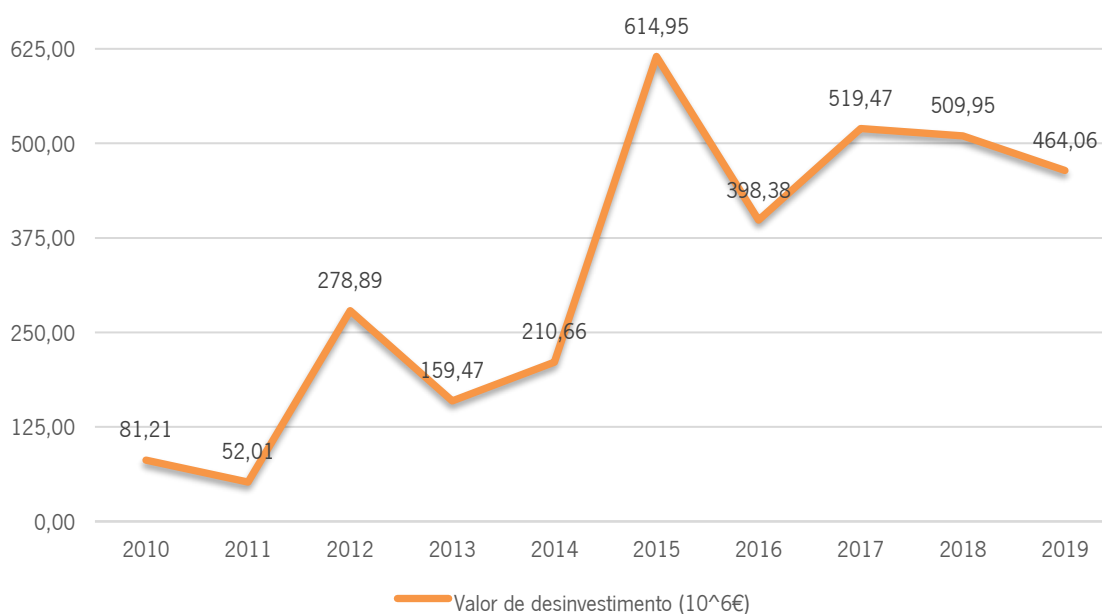


Figura 24. Evolução, em Portugal, do valor associado ao desinvestimento, no período 2010-2019

Fonte: CMVM (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020)

Inicialmente acontece um decréscimo de 35.96 p.p. entre 2010 e 2011, seguindo-se um crescimento acentuado entre 2011 e 2012 (aproximadamente 436.22 p.p.). Após este crescimento, segue-se um decréscimo em 2013 e, depois, dão-se dois crescimentos consecutivos, sendo que, em 2015, regista-se o maior valor de desinvestimento do período analisado (614,95 milhões de euros). Em 2016, dá-se uma queda no valor de desinvestimento e, em 2017, volta a subir o valor de desinvestimento. Relativamente

a 2018 e 2019, em ambos se deu uma queda no valor de desinvestimento (1.83 p.p e 9 p.p., respetivamente).

Em Portugal, Duarte (2006) concluiu que o desinvestimento é, maioritariamente, efetuado através da recompra da participação por parte dos antigos proprietários, principalmente devido à inexistência de um mercado de capitais que sustente a saída através de OPI.

Por outro lado, Filipe & Ferreira (2009) afirmam que a saída através de venda a outras empresas é o método mais utilizado em Portugal, acompanhando a tendência sentida a nível europeu. Por ordem de importância, segue-se a saída através do pagamento de empréstimos e a venda da participação a antigos proprietários (recompra).

Através da figura 25, pretende-se analisar, num contexto evolutivo, as principais políticas de desinvestimento utilizadas em Portugal, as quais foram divididas em: contrato de venda a prazo, recompra, venda a FCR, venda a SCR, IPO, não definido, venda a terceiros, venda a instituição financeira e write-off.

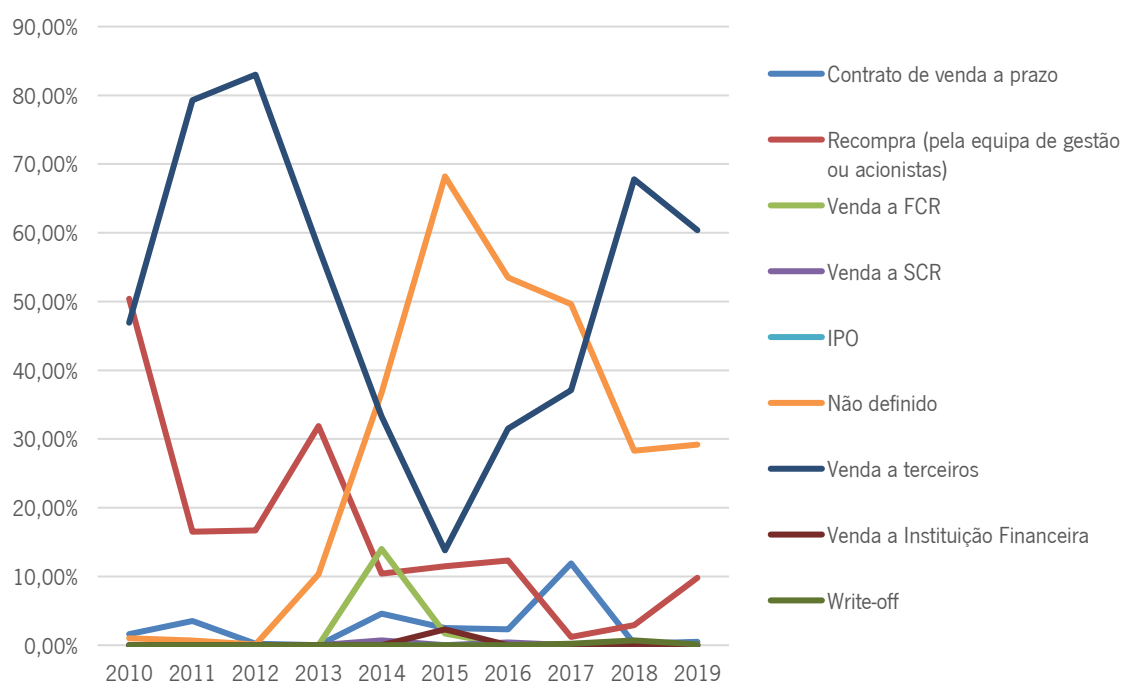


Figura 25. Evolução das principais estratégias de desinvestimento, em Portugal, no período 2010-2019

Fonte: CMVM (2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020)

Relativamente ao gráfico apresentado na figura acima, é observável que, durante um largo período do tempo analisado, a estratégia de venda a terceiros é a mais utilizada em Portugal. Em 2010, a recompra foi a estratégia mais utilizada (50.4 p.p.), seguida da venda a terceiros (46.9 p.p.). Após 2010,

a estratégia de venda a terceiros foi a mais utilizada até 2014, sendo que, neste ano, a estratégia de venda a terceiros e a situação de “não definida” tiveram valores semelhantes (33.3 p.p. e 36.7 p.p., respetivamente). Após esta situação, a estratégia de venda a terceiros apenas voltou a estar no topo em 2018, onde apresentou 67.8 p.p. da totalidade de desinvestimento.

Relativamente à recompra, esta era uma estratégia muito utilizada no início do período analisado (50.4 p.p.), mas, com o decorrer do período em questão, a sua utilização foi perdendo força (apesar de ter existido um ligeiro crescimento em 2013), atingindo valores baixos no final do período, como é o exemplo dos 2.9 p.p. em 2018.

As outras estratégias são pouco utilizadas quando comparadas com as referidas acima, sendo que as estratégias de venda a FCR e a SCR somente aparecem em 2014 e, um ano mais tarde, apareceu a venda a instituições financeiras. A estratégia de venda a instituições financeiras apenas registou valores em 2015 (2.3 p.p.), sendo que, a partir desse ano, os valores foram sempre nulos.

A venda a FCR representou 14 p.p. no ano em que apareceu como estratégia apresentada pela CMVM, mas foi começando a cair na inutilização ao longo do período analisado, sendo que não foi utilizada em 2019. Por outro lado, a venda a SCR apresentou o seu valor máximo em 2014 (1 p.p.), sendo que, tal como a venda a FCR, apresentou um valor nulo em 2019.

Por último, a estratégia de *write-off* apenas começou a ser utilizada em 2017, ainda que considerada de baixa utilização (0.2 p.p. em 2017, 0.7 p.p. em 2018 e 0.1 p.p. em 2019) e a estratégia de OPI apenas apresenta valor no último ano analisado (0.1 p.p.).

5. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados e discutidos os resultados do conteúdo recolhido nas entrevistas realizadas, sendo utilizadas categorias e subcategorias para estruturar os vários tópicos abordados, seguindo-se a discussão dos resultados obtidos em cada subcategoria.

Relativamente às entrevistas aos investidores, a sua estrutura baseia-se em quatro categorias que se subdividem em dez subcategorias (tabela 14).

Tabela 14. Categorias e subcategorias da análise das entrevistas aos investidores de risco

Categorias	Subcategoria
Capital de risco	Perceção do mercado
	Crise 2008 <i>versus</i> crise pandémica
Pré-investimento	Meios de comunicação
	Critérios de avaliação
	Procedimento
	Áreas de investimento
	Cláusulas
Pós-investimento	Estratégias
Desinvestimento	<i>Timings</i>
	Modalidade de saída

Fonte: Elaboração própria

Adicionalmente, as entrevistas às empresas financiadas estruturam-se em duas categorias que se subdividiram em seis subcategorias (tabela 15).

Tabela 15. Categorias e subcategorias da análise das entrevistas às empresas financiadas

Categorias	Subcategoria
Pré-investimento	Meios de comunicação
	Critérios de avaliação
	Procedimento
	Cláusulas
Pós-investimento	Indicadores de melhoria
	Estratégias

Fonte: Elaboração própria

As subsecções seguintes (**5.1 à 5.10**) apresentam, de forma detalhada, os resultados obtidos em cada subcategoria.

5.1 A percepção do mercado

Como ponto de partida para entender o papel desempenhado pelo CR, importa captar as ideias gerais das figuras do mercado, utilizando o autor Pereira (2008) como estudo-base para explorar o estado atual do mercado de CR. Neste estudo, o autor aponta que o mercado de CR português estava limitado devido ao seu tamanho reduzido, à ausência de investidores internacionais, à escassez de empreendedorismo, pouca estruturação dos planos de negócios e fracas equipas de gestão.

Nesta perspetiva, um dos entrevistados corrobora a ideia do tamanho reduzido afirmada por Pereira (2008):

“Em Portugal não há um verdadeiro ecossistema de private equity. Há poucas sociedades gestoras e há pouco capital para ser investido”

(Entrevistado A)

Na ótica do empreendedorismo, o entrevistado corrobora a pouca estruturação dos planos de negócios referida no estudo de Pereira (2008):

“Com a entrada da sociedade X1, começa a ser exigido um report, um nível de informação e um desenvolvimento estratégico que já não é da PME típica portuguesa”

(Entrevistado F)

Todas as outras limitações não foram referidas, mas o entrevistado A adicionou ainda alguns problemas para a dificuldade da expansão do CR português. Primeiramente, este aponta que a falta de conhecimento é um entrave na expansão do mercado:

“Quando se fala em private equity, é comum ouvir os agentes de mercado dizerem que a comunidade empresarial acha que conhece, mas têm alguns preconceitos e, na verdade, não entendem os contornos reais do que pode ser uma solução de private equity”

(Entrevistado A)

Numa perspetiva de comparação, o entrevistado expõe o estado embrionário em que se encontra Portugal:

“Portugal é um mercado muito imaturo quando comparamos com Inglaterra (...) e basta irmos, por exemplo, aqui ao nosso vizinho [Espanha] e vemos uma realidade completamente diferente”

(Entrevistado A)

Adicionalmente, reforça a ideia que as experiências negativas acabam por influenciar a tomada de decisão dos futuros empreendedores:

“O private equity em Portugal nunca teve grande expressão, teve muitas ligações ao setor público, há muitas experiências negativas. Quando abordamos uma empresa para lhes propor um negócio ou um investimento, encontramos muitas vezes essa reserva [referente às experiências negativas] e é da nossa responsabilidade tentar afastar essas resistências”

(Entrevistado A)

As ideias importantes a reter focam-se nos preconceitos associados ao CR para o financiamento de uma empresa, principalmente devendo-se a experiências negativas que acabam por trazer alguma resistência na adoção desta modalidade quando é necessário financiamento.

Ainda assim, os entrevistados mostram-se confiantes na evolução deste mercado devido às suas características particulares, tais como:

1. Solução para o tecido empresarial maioritário em Portugal

“O verdadeiro tecido empresarial [excluindo as grandes empresas] vê-se com poucas opções de capitalização para financiar projetos de expansão e o private equity responde a isso”

(Entrevistado A)

“Para estes níveis de risco, os bancos ou têm garantias reais fortíssimas ou não emprestam”

(Entrevistado D)

2. Taxas de remuneração prometedoras

“Num contexto de taxas de juro e de remuneração historicamente baixas, quem tem capital procura soluções que permitam aceder a taxas de retorno melhores do que nas obrigações e naqueles instrumentos tradicionais de investimento”

(Entrevistado A)

“O private equity tem um perfil de retorno interessante e permite que os investidores que alocam esta classe de ativos esperem retornos de dois dígitos”

(Entrevistado A)

Desta forma, e apesar do negativismo que se formou ao redor deste mercado, as suas características são importantes e motivadoras quando conhecidas, principalmente perante uma situação de taxas de

juro historicamente baixas. Quando se analisa os prós e os contras, um investimento associado a este mercado é um ativo interessante para uma carteira de investimento.

5.2 A crise de 2008 *versus* crise pandémica

Até ao momento não existem comparações entre o impacto da crise *subprime* e a crise pandémica. Neste aspeto, todas as sociedades participantes do estudo apontam que o impacto destas crises abrange todas as áreas e não especificamente o mercado de CR, como é explícito na seguinte transcrição:

“A crise financeira não afetou diretamente pela via do financiamento, mas pela via do impacto na economia”

(Entrevistado D)

Este impacto na economia pode, de certa forma, ser importante para este mercado, uma vez que os empreendedores podem suportar riscos que não suportariam noutras circunstâncias e os projetos com ideias-base sustentadas podem optar pelo financiamento por CR devido ao momento (Lopes, 2011). Numa outra perspetiva, os índices de alavancagem e de liquidez aumentaram após a crise do *subprime* e mantêm-se ainda hoje em valores altos (Martins, 2012), sendo natural que haja uma procura de outras fontes de financiamento:

“Estas garantias do Estado explodiram precisamente após a crise financeira, em que todas as instituições de crédito passaram a ser ainda mais conservadoras e cautelosas”

(Entrevistado D)

Numa perspetiva de evolução, os entrevistados projetam uma evolução favorável do mercado, focando-se em pontos específicos:

1. Ativos sob gestão

“As estatísticas mostram que, desde 2008, os ativos sob gestão em private equity têm subido todos os anos”

(Entrevistado A)

2. Crescimento do mercado

“Em comparação com 2010, nos dias de hoje o setor de private equity é mais saudável”

(Entrevistado A)

“Foi uma evolução do negócio do capital de risco em Portugal que não tem muito a ver com o que era há 20 anos”

(Entrevistado C)

“Houve uma evolução no negócio de capital de risco em Portugal e na maneira como as pessoas e como os empreendedores começaram também a ver o capital de risco: não tanto como uma alternativa de financiamento, mas um tipo de financiamento que dá um pouco de valor acrescentado porque um financiamento dado por um banco é um financiamento passivo, ou seja, um banco não vai dar valor acrescentado”

(Entrevistado C)

3. Capital disponível

“Há muito capital, à escala mundial, com vontade de ser alocado a esta classe de ativos”

(Entrevistado A)

Adicionalmente, aponta um dado importante sobre a atualidade:

“O número de deals na pandemia caiu muito, mas o primeiro semestre de 2021 registou um volume, em valor, de deals recorde. Nunca, em seis meses, se tinham concretizado deals de um valor tão alto”

(Entrevistado A)

Este dado pode ser sustentado pelo aumento da necessidade na procura por CR motivada pela crise pandémica, uma vez que os entrevistados referem também que é uma oportunidade para o aparecimento de projetos que, noutras circunstâncias, poderiam descartar esta modalidade. Com o estado económico atual, onde as empresas se viram obrigadas a fechar repentinamente e foram abrindo gradualmente, as empresas sofreram um impacto negativo em indicadores importantes como o volume de negócios. Desta forma, os investidores podem ser figuras importantes para o pós-crise com os seus recursos intangíveis (Klonowski, 2010) como, por exemplo, aumento da credibilidade empresarial (Balboa & Martí, 2011) para recuperar os índices pré-crise. Este dado estatístico permite abrir horizontes relativamente à rapidez de recuperação:

“Não se sabe muito bem os contornos totais desta crise, mas, à partida, também se acredita que, havendo condições para a retoma, esta poderá ser muito mais rápida porque todo o sistema financeiro e de todas as instituições de crédito está a funcionar”

(Entrevistado D)

Analisando a intensidade e recuperação da crise, um dos entrevistados reforça que, no contexto atual, Portugal está mais preparado para a retoma da economia:

“Estas crises podem ser diferentes, tanto ao nível de intensidade quer em termos do período de recuperação”

(Entrevistado D)

Os contornos totais associados à crise pandémica são ainda limitados, mas, em comparação com a crise *subprime*, a crise pandémica tem condições para retomar de uma forma mais rápida porque o sistema financeiro e de crédito esteve sempre em funcionamento e o Banco Central Europeu (BCE) atuou rapidamente no estímulo de apoios aos Estados. Assim sendo, a crise *subprime* parece ter impactado positivamente na capacidade de reação dos governos para atuar, de forma coordenada, em tempos críticos.

5.3 A procura associada ao Capital de Risco

O processo do financiamento empresarial através de CR inicia-se através de uma busca, sendo que esta oportunidade pode ser criada pelo investidor – onde procura, de forma estratégica, empresas com potencial – ou pelo empreendedor, procurando investidores que se enquadrem com o seu projeto.

Neste estudo, dois dos entrevistados corroboram a ideia relacionada com a proatividade do empreendedor presente nos estudos de Correia & Armada (2007) e Tyebjee & Bruno (1984):

“Os empreendedores enviam o seu pitch para ver se nós temos interesse”

(Entrevistado C)

“Muitas vêm diretamente, uma vez que nós já somos uma sociedade com alguns anos de experiência e relativamente conhecida no mercado”

(Entrevistado C)

“Estamos constantemente abertos ao mercado, onde temos uma iniciativa em que qualquer promotor pode agendar uma conversa para falarmos sobre a empresa”

(Entrevistado D)

O conteúdo obtido nas entrevistas permite também tirar conclusões que vão ao encontro de outra conclusão referida no estudo de Tyebjee & Bruno (1984), ou seja, o crescimento da proatividade dos investidores devido ao aumento da competição. Os investidores recorrem às seguintes estratégias:

1. Intermediários

“Resulta da nossa rede profissional e pessoal de contactos. Regra geral, os investimentos resultam do reconhecimento que fazemos com empresários que conhecemos”

(Entrevistado A)

“Pela experiência, temos bastantes conhecimentos e contactos nos EUA e noutros países da Europa e, portanto, há sempre um relacionamento estreito com os outros pares”

(Entrevistado C)

Nesta fonte de oportunidades, um dos entrevistados refere-se a entidades estratégicas, nomeadamente os projetos universitários (*spinoffs*) que enfrentam dificuldades para obter financiamento (Wright, Lockett, Clarysse, & Binks, 2006), sendo que o CR é uma solução particular para a resolução deste problema:

“Temos uma rede de parceiros onde nós incluímos todas as empresas (incubadoras, universidades, aceleradoras, centros tecnológicos, associações empresariais) que também nos ajudam a trazer oportunidades”

(Entrevistado D)

Esta presença dos investidores em instituições que apoiam projetos iniciais têm um grande impacto para a criação de novas empresas (Wright et al., 2006) porque estas entidades correspondem a intermediários acessíveis para os projetos, contribuindo para o aumento do empreendedorismo (Neves, 2019).

2. Análises de mercado

“A nossa equipa de gestão e de investimento faz um acompanhamento muito próximo no mercado, ou seja, em termos de pipeline há várias formas de identificar oportunidades de investimento”

(Entrevistado C)

“Existe um trabalho estruturado, realizado internamente, de análise de informação pública, da informação financeira das empresas e acompanhamento de notícias”

(Entrevistado A)

Estas análises de mercado oferecem um estatuto de proatividade aos investidores na procura por novos investimentos que vão ao encontro do seu perfil. Para tal, os investidores analisam, como refere o entrevistado A, informações públicas das empresas e estão com especial atenção aos *media*.

3. Eventos

A participação em eventos permite aos empreendedores atingir uma característica importante (Zhang, 2009) – a rede de contactos – que será crucial para eventos futuros para, por exemplo, obter financiamento estrangeiro. Além disto, estes eventos têm uma cobertura dos *media* que permite o aumento da notoriedade das empresas e dos investidores (Ismail & Medhat, 2019).

São, portanto, acontecimentos que colocam, de forma facilitada, um número considerável de projetos ao dispor dos investidores, sendo também uma iniciativa procurada pelos entrevistados:

“Há também processos estruturados, leilões, onde os consultores apresentam oportunidades”

(Entrevistado A)

“Estamos muito ativos em termos de atividades e eventos que vão ocorrendo no ecossistema”

(Entrevistado C)

“Tradicionalmente, utilizamos as calls ao mercado, mais ou menos dirigidas”

(Entrevistado D)

Em forma de síntese, chega-se à conclusão que, em termos comparativos, hoje vive-se um equilíbrio na procura, motivado principalmente pelo aumento da competitividade entre os investidores. Desta forma, os investidores passaram estar mais presentes e visíveis no mercado, recorrendo à sua rede de

contactos (Pradhan et al., 2018), de análises internas de mercado e através da presença/promoção de eventos.

Relativamente à motivação na procura de financiamento – na ótica do empreendedor –, Correia & Armada (2007) referem que os empreendedores, na maioria das vezes, procuram esta modalidade devido a: (1) necessidade de capital, (2) rede de contactos e (3) recuperação e/ou reestruturação da empresa.

Neste campo, as duas empresas financiadas tinham motivações diferentes, devendo-se ao estágio de ciclo de vida em que se encontram. Por um lado, uma das empresas pretendia a injeção de capital (corroborando o ponto 1):

“Nós tínhamos a necessidade de financiamento. Começamos encubados numa empresa, e hoje ainda é um dos nossos sócios, que disponibilizou recursos, tempo e foi também um dos investidores. A partir daí, fomos financiar-nos para tornar a empresa independente e ser uma start-up que vivesse por si”

(Entrevistado E)

Por outro lado, o entrevistado F associado à empresa Y2 situava-se numa perspetiva de expansão da sua capacidade produtiva e, portanto, necessitava de uma reestruturação (corroborando o ponto 2):

“No caso em questão, o financiamento foi muito importante para a expansão. Se não fosse isso, a empresa continuava no mesmo nível produtivo”

(Entrevistado F)

Desta forma, é possível perceber que a necessidade de capital é um fator inerente à procura, mas o estágio de ciclo de vida é uma característica importante para entender qual é o verdadeiro motivo. Adicionalmente, a rede de contactos e o *know-how* do investidor é uma consequência lógica desta parceria.

5.4 Os critérios de decisão

A fase de triagem é importante para reduzir o número de propostas somente ao perfil de risco do investidor, sendo crucial que os empreendedores analisem, de forma prévia, qual é o perfil associado a cada investidor (Clercq et al., 2006).

Relativamente aos critérios de avaliação, o investigador procura dar o contributo de ambas as partes, ou seja, procura e oferta. Na ótica da oferta, o critério consensual é a equipa de gestão, sendo necessário

realizar uma análise exaustiva às suas experiências profissionais (Clercq et al., 2006) para realmente perceber o empenho o empreendedor (Tyebjee & Bruno, 1984; Kaplan & Strömberg, 2001; Correia & Armada, 2007; Dziekoński & Ignatiuk, 2017):

“Analisamos a equipa de gestão, fazendo-se uma análise muito detalhada e exaustiva da equipa de gestão e dos empreendedores: quem são e experiências”

(Entrevistado C)

Nesta análise exaustiva, os investidores procuram perceber a experiência associada ao empreendedor e à equipa de gestão, analisar as suas competências e entender quais as suas perspetivas de gestão do projeto. Esta decisão é motivada pela confiança depositada nos profissionais responsáveis pelo futuro empresarial, uma vez que serão os principais responsáveis pelas propostas das decisões de veto na empresa. Assim sendo, esta evolução pode ser um motivo para eliminar ou, na melhor das hipóteses, propor a substituição da equipa (Tyebjee & Bruno, 1984).

Existe um critério global, igualmente referido por todos os entrevistados, que está associado aos setores em que não investem devido a controvérsias associadas:

“Há critérios regulamentários que devem ser cumpridos. Há critérios setoriais, onde temos alguns setores que estamos vedados de investir como jogo, armamento, pornografia, bebidas alcoólicas e destiladas, tabaco, real estates e setor financeiro”

(Entrevistado A)

Além deste critério macro, existe outro critério que é a dimensão do mercado (referido por dois entrevistados):

“Oportunidade/dimensão do mercado, ou seja, só faz sentido para a sociedade investir em empresas que tenham uma oportunidade de mercado bastante grande”

(Entrevistado C)

“O potencial de mercado: se há mercado, o tamanho e o crescimento desse mercado, quanto é que o mercado está disposto a pagar”

(Entrevistado D)

É perceptível, portanto, que se torna importante perceber qual é a dimensão atual do mercado, os seus principais *players* e estimar se o projeto tem potencial para desafiar a liderança (Tyebjee & Bruno, 1984; Kaplan & Strömberg, 2001).

No fundo, torna-se essencial perceber qual é o *target* que o produto pretende atingir e entender qual é a cobertura do mercado. A questão da liderança é reforçada por outro entrevistado, explicando a sua importância nas decisões de investimento:

“Procuramos que tenham uma posição de mercado de liderança ou que possam desafiar a liderança com alguma vantagem competitiva”

(Entrevistado A)

Nesta perspetiva, só faz sentido investir em mercados que possuem lacunas que podem ser resolvidas através da solução proposta pela empresa. Este critério referido anteriormente está totalmente entrelaçado com a atratividade do investimento (sendo que este é um critério mais específico de cada empresa) que exige a análise do produto e do mercado (Dziekoński & Ignatiuk, 2017), estando associado também à diferenciação (Tyebjee & Bruno, 1984), sendo que o entrevistado C se refere a ele como “potencial do investimento”:

“Torna-se importante analisar o potencial de crescimento, risco e maturidade do negócio”

(Entrevistado C)

Esta avaliação do potencial de investimento torna-se importante para perceber o grau de risco associado (Strömberg, 2011) e aferir qual é o melhor valor de investimento, se assim for desejado. O entrevistado A explica que a atratividade e o potencial são considerados para uma visão futurista de médio/longo-prazo:

“Uma coisa muito importante para nós quando estamos a avaliar um investimento é projetarmos a atratividade daquela empresa para uma futura venda. No início fazemos um juízo crítico para aferir sobre se aquela empresa terá muitos compradores interessados”

(Entrevistado A)

“Deve ter-se em conta o valor do investimento, verificar se a ronda está muito alta e também como está a estrutura de capital”

(Entrevistado C)

Esta visão exposta destaca que devem também ser analisados critérios como a potencial saída (Tyebjee & Bruno, 1984), o seu retorno financeiro e o respetivo balanço entre os riscos e os lucros expectáveis (Dziekoński & Ignatiuk, 2017). Inicialmente, deve-se dar igual importância à previsão da venda futura e projetar a sua venda tendo em conta critérios de investimento:

“A nossa vida depende de vendermos as empresas no final. Se não fizermos uma boa venda, não fizemos bem o nosso trabalho”

(Entrevistado A)

A questão financeira é igualmente importante no ponto de vista do investidor porque a sobrevivência destas figuras depende dos retornos futuros. A venda futura trata-se, portanto, de um critério importante na avaliação do investimento, uma vez que o tempo de vida de um investimento é limitado, sendo que, ao fim de um período, deve existir uma rotação de investimentos. O entrevistado C aponta que a duração do investimento se situa, normalmente, nos dez anos:

“Os fundos de capital de risco têm uma vida de 10 anos e podem ser prolongados por mais alguns anos conforme a aprovação dos investidores”

(Entrevistado C)

A localização geográfica é outro critério utilizado para a avaliação do projeto, mas somente numa perspetiva de divisão de fundos, uma vez que um país como Portugal apresenta uma dimensão reduzida e a distância não será, à partida, um impedimento para realizar e acompanhar o investimento (Pereira, 2008). Um dos entrevistados vai ao encontro desta divisão dos fundos de investimento:

“Temos fundos de investimento destinados a empresas sediadas na Madeira e nos Açores. Estamos agora a levar um fundo de investimento de dez milhões de euros para investir nas regiões autónomas da Madeira e dos Açores”

(Entrevistado D)

“Há fundos que têm restrições regionais”

(Entrevistado D)

Ainda assim, os valores atribuídos às regiões autónomas são consideravelmente mais baixos do que aqueles que são atribuídos em Portugal Continental, atribuindo, segundo o entrevistado, mais valor aos Açores do que à Madeira.

Ao nível micro, os entrevistados destacam o valor da proposta como um critério essencial na tomada de decisão:

“Proposta de valor, ou seja, tem que ser uma empresa que se diferencie ou que tenha um produto inovador e que faça toda a diferença, podendo ter patentes ou propriedade intelectual”

(Entrevistado C)

Este excerto corrobora características importantes como a diferenciação do produto (Tyebjee & Bruno, 1984), inovação (Engel & Keilbach, 2007) e patentes (Lahr & Mina, 2016).

A proposta de valor vai ao encontro daquilo que é explicado pelo entrevistado D, abordando ainda a importância de entender qual o valor que o mercado está disposto a pagar pelo produto/serviço:

“Quando se diz tecnologia, diz-se diferenciação da mesma (...) saber em que é que ela se diferencia. No fundo, o objetivo é perceber qual é que é a grande utilidade do produto, serviço ou tecnologia que a empresa oferece e quanto é que o mercado está disposto a pagar”

(Entrevistado D)

Como referido na secção **2.1**, os investidores portugueses têm preferência por empresas em estágios de ciclo de vida avançados (Wright et al., 2004) e, neste caso, procuram utilizar critérios financeiros para avaliar as contas da empresa, como referido pelo entrevistado A:

“Procuramos empresas com EBIT mínimo de três milhões de euros”

(Entrevistado A)

Neste caso, os investidores procuram avaliar pontos específicos das empresas, nomeadamente finanças (Tyebjee & Bruno, 1984), desempenho específico (Paul A. Gompers et al., 1998) e capitais próprios internos (Correia & Armada, 2007). Adicionalmente, o entrevistado D apoia a ideia dos critérios financeiros através da avaliação da dimensão empresarial:

“Há fundos que têm restrições ao nível da dimensão da empresa”

(Entrevistado D)

A especialização em determinados estágios de ciclo de vida da empresa é uma das abordagens escolhidas por algumas sociedades em Portugal, procurando focar-se em estágios específicos, sendo que o entrevistado A é um desses casos:

“Investimos em empresa maduras, que já estejam no mercado há vários anos e com posições de mercado já estabelecidas”

(Entrevistado A)

Relativamente à ótica da procura, a contribuição foi apenas dada pelo entrevistado D, uma vez que a entrada do entrevistado F na empresa em que se encontra a desempenhar funções foi posterior ao pré-investimento. Assim sendo, o entrevistado E refere que, na fase inicial do projeto, não procura investidores estrangeiros, focando-se na disponibilidade interna de CR. Adicionalmente, este refere-se a três critérios específicos:

1. Valuation

“A avaliação realizada pelo investidor é de carácter importante para as aspirações do projeto”

(Entrevistado E)

2. Valor acrescentado

“Depois, um sozinho que está ao nível dos outros é perceber o que é que estes investidores me conseguem aportar ou, pelo contrário, se eu estou a pagar para receber o dinheiro deles e me vão atrasar a operação”

(Entrevistado E)

Percebe-se, então, que a conclusão de (Hsu, 2004) relativamente à preferência por *know-how* consolidado e um valor menor não é totalmente corroborada por este entrevistado, sendo que este defende a ideia que deve existir um balanço entre estas duas características (Heughebaert & Manigart, 2012), referindo que, numa fase inicial, o valor financeiro e o *know-how* têm igual importância, sendo que o objetivo passa por maximizar ambos e não abdicar de um em prol de outro. O autor mencionado anteriormente refere que os empreendedores que têm maior influência negociam por valores mais baixos, mas, segundo o entrevistado:

“No nosso caso, como se tratou de um pré-seed dentro de um limite pequeno em Portugal onde nós não estávamos a ir a business angels e os ventures capital estão muito bem identificados, a reputação não foi um critério tido em conta”

(Entrevistado E)

Conclui-se, portanto, que a notoriedade do investidor não é um critério procurado pelo entrevistado, mas avaliar o contributo extra fornecido (Correia & Armada, 2007) e o valor da avaliação.

3. Exigências no acordo

“Quais são as exigências feitas do ponto de vista de preference stock e common stock, quais são as preferências dadas aos fundadores, ou seja, quanto é que conseguimos manter. Perceber também se me vão bloquear a capacidade de decisão e se me vão impor burocracias”

(Entrevistado E)

As exigências colocadas no acordo não foram referidas pelos autores pesquisados, mas o entrevistado refere que é importante avaliar quais são as condições colocadas no contrato, nomeadamente ao nível das ações preferenciais e ordinárias, qual será a parte detida e a liberdade nas tomadas de decisão por parte dos *founders* após o investimento ser realizado. Desta forma, o entrevistado procurou estabelecer um contrato em que mantivesse o máximo de controlo possível ao nível empresarial e ao nível das decisões.

5.5 O processo pré-investimento

O processo inicia-se com a aplicação dos critérios mencionados acima, com o objetivo de analisar as condições básicas para, desta forma, dar início ao processo em concreto e, assim, limitar o número de projetos a serem avaliados exaustivamente (Clercq et al., 2006). O entrevistado C e D explicam, de forma detalhada, esta fase do processo associada à triagem geral e específica:

“Aparece uma oportunidade de investimento e, primeiro lugar, nós começamos a tentar perceber o produto, se é diferenciador. Depois, temos que fazer uma análise técnica por parte da nossa equipa de investimento, sendo que a equipa é constituída por engenheiros que têm uma especialização em gestão, tendo um conhecimento bastante técnico para fazer uma avaliação dos produtos. Após esta análise técnica, realizamos uma análise do mercado para entender o potencial de crescimento”

(Entrevistado C)

“Quando é lançada a call, há um escrutínio de projetos, fazemos o pré-screening que é aquela prévia seleção para verificar se realmente a proposta de investimento vai ao encontro daquilo que são os objetivos da call. Depois, faz-se uma análise do projeto. Se realmente os resultados dessa análise forem promissores, reúne-se um conjunto de projetos e fazem-se painéis de peritos, que são painéis com pessoas especializadas com o objetivo final de recomendação de investimento ou não investimento”

(Entrevistado D)

Esta primeira fase corresponde a uma avaliação interna da empresa, iniciando-se com uma triagem geral para entender o seu enquadramento com as exigências de investimento, como o setor de atividade, a localização geográfica e o estágio de ciclo de vida. De seguida, realiza-se a triagem específica que, segundo os entrevistados, é realizada por uma equipa especializada em avaliação de projetos, analisando características como a diferenciação do produto (Tyejee & Bruno, 1984) de uma forma mais técnica.

Neste momento, é realiza uma aprovação ou reprovação, sendo que esta decisão é, pela primeira vez, comunicada aos empreendedores:

“Se a recomendação for não investir, arquiva-se; se for de investir, então os promotores vão fazer um pitch ao conselho de administração”

(Entrevistado D)

Caso exista uma aprovação por parte da equipa, é agendada uma primeira reunião, denominada de *pitch*, exposta anteriormente e reforçada pelo entrevistado E, um empreendedor, que esclarece quais os contornos associados a este primeiro contacto mais pessoal:

“Acontece uma primeira reunião de pitch, mais geral e rápida para se perceber o objetivo, qual é a visão, como é que se vão atingir os objetivos e qual é o modelo de negócio que nos estão a pôr em cima da mesa”

(Entrevistado E)

Apesar dos entrevistados D e E apenas referirem o *pitch*, os investidores podem recorrer a outros métodos como o preenchimento de formulários (Lopes, 2011) com campos pré-definidos. Este contacto é utilizado para o investidor esclarecer eventuais dúvidas que vão surgindo com a análise daquilo que é a informação disponível para todos, referida pelo entrevistado A:

“O processo normal é: pode haver um estudo feito dentro de portas, tentando, com a informação pública, estudar a empresa”

(Entrevistado A)

Após acontecer o *pitch*, o entrevistado E refere que podem ser pedidas novas reuniões até atingir a próxima fase do processo:

“Depois, daí até uma term sheet, mais ou menos três reuniões. Nestas reuniões há um aprofundamento dos pontos que foram falados, mas sem nenhuma due diligence específica, onde os investidores fazem perguntas e, nesta fase, a confiar nas respostas. Há um aprofundamento técnico, ou seja, o que é que temos, o pressuposto do business case que estamos a montar e confirmar a visão”

(Entrevistado E)

Tendo novamente em conta a mútua aprovação de ambas as partes, então dá-se início ao processo mais intensivo da relação investidor-empendedor, momento importante para desenvolver uma relação forte entre as partes:

“É um tempo importante para o conhecimento e a confiança que se vai gerando entre ambas as partes”

(Entrevistado D)

Existe um conjunto de burocracias a serem cumpridas como, por exemplo, a assinatura de um acordo de confidencialidade como refere o entrevistado A:

“Depois há um contacto e, se houver interesse, assinamos um acordo de confidencialidade, seguida de uma partilha de informação, onde a empresa partilha a informação connosco e nós estudamos a informação”

(Entrevistado A)

Este acordo é elaborado com a finalidade de, mesmo que as negociações não sejam bem-sucedidas, as informações partilhadas nunca serem expostas publicamente.

O acordo de confidencialidade é acompanhado com outra burocracia utilizada – a chamada *term sheet* – onde se definem os principais contornos do negócio entre as partes, referida por quatro dos cinco entrevistados:

“Com base nesses estudos de informação, nós fazemos uma proposta não vinculativa”

(Entrevistado A)

“Se existir uma aprovação para investir, prepara-se uma term sheet”

(Entrevistado C)

“Se o resultado desse pitch for favorável, então é apresentada uma term sheet. Essa term sheet é não vinculativa, mas é um documento que tem as condições essenciais do investimento que nos propomos realizar”

(Entrevistado D)

“Depois, daí até uma term sheet, mais ou menos três reuniões”

(Entrevistado E)

O entrevistado E refere uma duração média para atingir esta *term sheet* com base na sua experiência:

“Desde que há um contacto até uma term sheet, diria dois meses”

(Entrevistado E)

Após a *term sheet*, o foco dos investidores passa a estar nas potenciais dificuldades impostas pelo mercado (Duarte, 2006) e dá-se início à fase da *due diligence*, onde se explora, de forma mais extensa, a envolvência do negócio, recorrendo a reuniões (Prowse, 1996) com *stakeholders*.

Nesta fase, utilizam-se entidades externas para avançar com o processo, como referido pelo entrevistado A:

“Se a proposta não vinculativa for aceite, avançamos para a fase seguinte que é uma fase de due diligence, onde ativamos advogados, consultores e auditores para fazerem uma due diligence na empresa”

(Entrevistado A)

Através desta ativação, os investidores pretendem avaliar diversas áreas:

“Depois disso, há um período de validação, podemos fazer uma due diligence legal, económico-financeira e tecnológica [ex: verificar se a empresa, no caso de ser um produto patenteado, se a empresa submeteu as patentes]”

(Entrevistado D)

Assim sendo, esta fase do processo envolve a análise detalhada de, por exemplo, áreas jurídicas, contabilísticas e relações com os *stakeholders*. A *due diligence* é um processo demorado, na medida em que serve de confirmação à informação fornecida pelo empreendedor (Lopes, 2011) no *pitch deck*, que consiste num conjunto de dados, em forma de apresentação, relacionados com o negócio e que é utilizado para expor aos potenciais investidores de uma forma visualmente mais facilitada:

“Depois, é a due diligence em si, ou seja, os investidores vão fazer a confirmação de tudo o que viram em business plan e pitch deck”

(Entrevistado E)

Esta fase é importante para, como referiu o entrevistado D, desenvolver uma relação entre as partes. A análise extensiva não implica necessariamente falta de confiança naquilo que foi exposto pelo empreendedor, mas deve ser entendido como uma confirmação factual. Na duração das fases até à finalização da *due diligence*, o entrevistado C aponta uma estimativa:

“A análise de investimento demora cerca de 3 meses: começar a análise detalhada do produto de uma empresa e fazer toda a due diligence. Menos de três meses não conseguimos”

(Entrevistado C)

Normalmente, a *term sheet* pode ser ajustada através de iterações entre as partes ao longo desta fase de *due diligence*. Terminada esta fase de avaliação, o processo associado ao pré-investimento aproxima-se do seu final, onde acontece o chamado “acordo de acionistas”, passando a tratar-se de um acordo vinculativo:

“Com base nos resultados da due diligence, e no caso de mantermos interesse, fazemos uma oferta vinculativa. Se a oferta vinculativa for aceite, avançamos para a concretização do deal que implica negociar o acordo de compra e venda das ações ou acordo de aumento de capital, negociar acordos parassociais e, do nosso lado, negociar financiamentos bancários e estruturar o financiamento da operação”

(Entrevistado A)

Nesta fase final, o foco está em limar arestas relacionadas com as condições associadas às ações e que, à partida, se encontram pré-acordadas na *term sheet*. Um dos entrevistados refere que é nesta altura que o investidor ativa os mecanismos para a disponibilidade de capital necessário para o projeto. Portanto, o término da fase de pré-investimento acontece com a venda das ações e consequente entrada de capital nas contas da empresa:

“Após este período, começa-se a tratar de um acordo de investimento e depois há uma data em que marcamos a assinatura dos contratos. Nessa data, nós passamos a ser acionistas da empresa, emitimos as ações e transferimos o dinheiro”

(Entrevistado D)

Segundo o empreendedor (entrevistado E), esta fase desenrola-se rapidamente, apesar das burocracias exigidas:

“Por fim, é a fase de apresentar o shareholders’ agreement que é a parte mais burocrática de documentação, apontando para de 1 a 1 mês e meio. Do momento em que assinamos o shareholders’ agreement até o dinheiro na conta, aí é quase instantâneo, uma semana provavelmente”

(Entrevistado E)

No total, o processo de avaliação e negociação necessita de cerca de três meses (Clercq et al., 2006), sendo que o entrevistado A reforça esta conclusão do estudo:

“Tudo isto pode demorar, no mínimo, três meses e pode demorar mais de um ano”

(Entrevistado A)

5.6 As áreas de investimentos

O investimento incide preferencialmente nas áreas em que os investidores detêm maior capacidade de avaliação e maior grau de conhecimento (de Bettignies & Brander, 2007). Neste campo, apenas existem estudos estatísticos realizados pela CMVM (subsecção **4.4.3**), sendo pertinente, com este estudo, abordar quais os setores preferenciais dos investidores, em particular focando nas SCR, que são a principal fonte de informação da investigação.

A tabela 16 apresenta os principais setores que cada entrevistado dá preferência:

Tabela 16. Principais setores de investimento dos entrevistados

Entrevistado	Setor
A	Cuidados de saúde Cadeia de alimentação Tecnologia
C	Tecnologia limpa Tecnologias de informação Tecnologia de saúde
D	Digital Engenharia e Manufatura Ciências da vida Turismo

Fonte: Elaboração própria

Analisando o conteúdo recolhido, é possível concluir que:

1. O entrevistado A abrange as tecnologias todas, enquanto o entrevistado C foca-se nas tecnologias limpas, nas tecnologias de informação (TI) e nas tecnologias associadas à saúde;
2. O entrevistado A tem a particularidade de interesse pela área da alimentação, enquanto o entrevistado C preocupa-se pelo futuro do planeta e o entrevistado D interessa-se pelo turismo.

5.7 As cláusulas de contrato

Para finalizar a fase de pré-investimento, as partes assinam um termo de contrato, o qual deverá ser elaborado com especial atenção para corresponder às vontades de ambas as partes. Este contrato é utilizado para firmar a forma, as condições de participação e os prazos associados (Nascimento, 2016).

Neste âmbito, existem dois tipos de contratos que as partes procuram celebrar e que foram referidos pelo entrevistado A: o acordo de investimento e o acordo parassocial. O primeiro, segundo o entrevistado, regula o preço e os termos da transição, tratando-se de um acordo que exige alguma complexidade porque envolve um regime associado a declarações e garantias por parte do vendedor, o qual fica responsabilizado por eventuais riscos futuros. Ao nível do acordo parassocial, o entrevistado refere que este é utilizado para regular a relação entre os sócios que ficam presentes na empresa no período de investimento do fundo, sendo também responsável por implementar algumas regras que devem ser

respeitadas no momento da saída. A celebração destes contratos tem como principal objetivo a minimização dos conflitos de interesses.

Ainda que todas as partes sejam importantes, um dos entrevistados foca a parte do desinvestimento:

“Os contratos envolvem mais de 70 páginas, onde a parte do desinvestimento é a parte mais significativa”

(Entrevistado A)

Relativamente aos termos colocados, existem cláusulas que são consideradas *standard* e, portanto, são adotadas para a maioria dos acordos:

1. Conselho de Administração

“Temos cláusulas associadas ao papel desempenhado na empresa, nomeadamente um acompanhamento próximo e diário”

(Entrevistado C)

“Dá-nos o direito de nomear uma pessoa para o board ou, em sua substituição, um observador”

(Entrevistado D)

“Há cláusulas que são normais de ser tidas em conta, desde logo a participação maioritária no conselho”

(Entrevistado F)

“Estão definidas as governances, ou seja, qual é a governance da empresa ao nível da presença de um supervisor board e de um executive board”

(Entrevistado E)

Relativamente a este termo, quatro dos cinco entrevistados corroboram a conclusão do estudo de Lopes (2011) e de Pereira (2008) relativamente ao Conselho de Administração. Assim sendo, os entrevistados referem que a presença no Conselho de Administração é obrigatória para que tenham um acompanhamento próximo da realidade empresarial e para estarem presentes nos momentos decisivos.

2. Relatórios de informação

“Direito a receber as contas da empresa de forma periódica, aprovarmos anualmente o plano de negócios revisto e o orçamento”

(Entrevistado D)

Este excerto corrobora a conclusão de Lopes (2011) relativa à informação periódica. De forma a deterem um controlo mais apertado, os investidores procuram colocar prazos para a entrega de relatórios de contas e, desta forma, fazer um acompanhamento monitorizado com dados analíticos, percecionando, de forma quantitativa, qual é a evolução do negócio, podendo atuar proativamente na realização de potenciais ajustes.

3. Direito preferenciais

“São as condições que se colocam no capital de risco, ou seja, em termos de preferências e direitos de voto”

(Entrevistado C)

“Há cláusulas que são standard e que têm a ver com o facto de nós sermos um investidor institucional, que tem normalmente ações ou quotas com direitos especiais. As ações são normalmente preferenciais, o que significa que conferem direitos a quem as detém e isto é uma prática recorrente no mercado de capital de risco”

(Entrevistado D)

Estes direitos de preferência, normalmente associados às ações preferenciais, são apontados, pelo entrevistado D, como uma prática recorrente, não indo ao encontro do grau de importância que é dado às ações ordinárias no estudo de Pereira (2008), o qual referia que *“as ações ordinárias garantem a participações em 84% das participadas”* (p. 62). O mesmo entrevistado refere-se também a uma cláusula relacionada com as decisões, corroborando o estudo de Pereira (2008) quando refere que existe uma opção pelo veto em decisões estratégicas:

“Direito de veto em algumas decisões acionistas críticas como fusão com outra empresa, venda de ativos ou propriedades intelectuais, aquisição de empresas”

(Entrevistado D)

Nesta modalidade de investimento, a maioria dos casos estão associados a projetos com novas criações e, neste capítulo da inovação, muitas vezes o interesse dos investidores está na propriedade intelectual e não tanto na empresa.

4. Opções de venda

“Por vezes inserimos umas cláusulas especiais de drag along, de tag along, de walk-away”

(Entrevistado D)

“As cláusulas de saída como o drag-along e o tag-along também são consideradas quando se celebra um contrato”

(Entrevistado F)

Estes termos são muito utilizados para estipular condições para os casos em que uma das partes pretende vender. No caso da cláusula *tag along*, se um dos sócios pretender vender as suas ações, este terá obrigatoriamente que comunicar aos outros sócios e estes estão habilitados a vender a sua parte pelo mesmo preço e nas mesmas condições. No caso da cláusula *drag along*, esta estabelece o direito de obrigação de venda das ações detidas pelos sócios minoritários na condição de os sócios majoritários terem intenção de venda. Resumidamente, a *tag along* protege os sócios minoritários, enquanto a *drag along* protege os sócios majoritários. Por último, a cláusula *walk-way* permite estipular um valor simbólico de venda, por parte do investidor, para o caso da sua intenção precoce de saída.

5. Mecanismo de saída

“Temos sempre cláusulas a prever a forma de saída, um horizonte temporal para se iniciar um processo de exit”

(Entrevistado D)

O mecanismo de saída é um dos termos também referido pelos entrevistados, sendo que esta ideia do entrevistado D refere a importância do desinvestimento referida pelo entrevistado A.

Assim sendo, é possível concluir que os entrevistados evidenciam a importância dos direitos preferenciais e o mecanismo de saída no acordo de compra e venda de ações e evidenciam a importância da representação no Conselho de Administração, as informações periódicas e as opções de venda no acordo parassocial.

5.8 As estratégias

Numa perspetiva global de todo o processo, esta secção pertence ao pós-investimento e, neste âmbito, corresponde ao momento em que existe uma relação sólida entre ambas as partes e o objetivo é comum: maximizar a valorização empresarial.

Relativamente às SCR entrevistadas, duas das três sociedades referem que adotam uma postura ativa – *hands-on* – na empresa onde investiram, nomeadamente através da participação majoritária e através da presença de um membro no Conselho de Administração ou um membro não-executivo:

“Investimos sempre em posições maioritárias e de controlo. Temos sempre a maioria do capital e a maioria do conselho de administração”

(Entrevistado A)

“Das duas, uma: ou conseguimos ter um observador no board ou um membro não-executivo. Acompanhamos a participada da maneira mais ativa possível”

(Entrevistado C)

Estas sociedades optam, portanto, pela inserção de *partners* não-executivos nas empresas, os quais trabalham, com proximidade, com a equipa de gestão executiva, optando pela não substituição desta. Por outro lado, uma das sociedades entrevistadas opta pela adoção de uma postura mais *hands-off*, mas sempre disponível para o auxílio:

“É um misto: muitas vezes somos hands-off no sentido em que preferencialmente não estamos a colocar pessoas no board, mas nós fazemos um acompanhamento próximo das empresas, reunindo trimestralmente com as empresas e, todos os dias, nós falamos com as nossas participadas”

(Entrevistado D)

Ao nível das ações estratégicas realizadas, os entrevistados corroboram quatro dos seis papéis mais importantes que foram referidos no estudo de Clercq et al. (2006):

1. Estratégico:

Estrategicamente, os entrevistados C (sociedade) e E (empreendedor) referem-se à importância das sociedades no desenvolvimento daquilo que é o plano de negócio:

“Ajudamos na elaboração de um novo business plan”

(Entrevistado C)

“Em termos de produto, não aportaram valor como engenheiros, mas sim com feedback como utilizadores do produto. Ajudaram, sim, naquilo que foi o business development”

(Entrevistado E)

Apesar da disponibilização do capital ser um fator importante, esta questão estratégica fornecida pelos investidores é um fator importante para o empreendedorismo, uma vez que, através desta modalidade de investimento, os empreendedores captam também o conhecimento do mercado e a

experiência de gestão (Dziekoński & Ignatiuk, 2017) que são cruciais para o sucesso do projeto. Um dos entrevistados refere uma prática interna que recomenda às empresas:

“Orientamos estrategicamente, onde muitas vezes incentivamos as nossas empresas a constituir um advisory board que é muito útil e não tem custos muito acrescidos para a empresa, os quais abrem muitas portas e dão conselhos muito válidos. Recomendamos também que a empresa tenha uma pessoa mais madura e mais experiente, a qual traz um contributo acrescido”

(Entrevistado D)

Esta experiência de uma pessoa mais madura é um fator importante para tornar as fraquezas e as ameaças em forças e oportunidades, essencialmente devido à sua experiência de gestão e, em alguns casos, de mercado. Adicionalmente, os investidores são os principais responsáveis pela modernização das empresas (motivação da procura de financiamento por parte da sociedade Y2) e pela implementação de novas ferramentas (Lopes, 2011), tais como a elaboração de um sistema de custeio como foi referido pelo entrevistado F.

2. Financiamento:

Inicialmente, o apoio financeiro é considerado como prioritário para perspetivar a evolução do negócio, como referido por um dos empreendedores:

“Sem o dinheiro deles, não tinha conseguido contratar toda a gente da equipa nem manter a empresa numa fase sem vendas”

(Entrevistado E)

Contudo, o papel financeiro do investidor não se limita à fase inicial, uma vez que também são preponderantes na procura de novos fundos após o seu investimento. Nesta perspetiva, quatro dos cinco entrevistados referem este apoio ao nível financeiro:

“Há uma relação muito estreita entre os empreendedores e a equipa de investimento”

(Entrevistado C)

“Temos inúmeras parcerias com entidades como bancos e entidades públicas”

(Entrevistado D)

“Temos uma equipa de portfolio development que gere uma rede de parceiros que ajudam as empresas na captação de investimento”

(Entrevistado D)

“Ajudaram-me a definir, a concretizar e a arranjar novos ventures capital”

(Entrevistado E)

“Na questão do financiamento, há uma grande intervenção da sociedade XI pelos contactos que tem junto da banca e pela própria gestão que consegue fazer de um portfólio”

(Entrevistado F)

Desta forma, destaca-se a importância destes investidores não apenas para o curto-prazo, mas também numa visão futurista para garantir a sustentabilidade financeira do projeto nos seus diversos estágios de ciclo de vida.

3. Networking:

O *networking* é um fator cada vez mais considerado no mundo empresarial, principalmente para quem está a começar, uma vez que permite desenvolver laços com pessoas em diversos patamares de carreira e, desta forma, contribuir favoravelmente para a evolução da visibilidade dos projetos e a notoriedade empresarial. Quatro dos cinco entrevistados referem-se à importância desempenhada por esta rede de contactos:

“Ajudamos empresas na internacionalização com a experiência e com a rede de contactos que temos”

(Entrevistado C)

“Ajudamos a abrir portas junto da rede de parceiros e de participantes nos fundos geridos pela empresa”

(Entrevistado D)

“Temos uma equipa de portfolio development que gere uma rede de parceiros e que ajudam as empresas na captação de fornecedores”

(Entrevistado D)

“Ajudaram a aumentar a rede de contactos. Eles não me fecharam uma venda, mas abriram-me portas e passaram-me contactos”

(Entrevistado E)

“A sociedade X1 aporta muito valor pelo seu networking”

(Entrevistado F)

A vantagem oferecida por esta fonte de financiamento vai além do tangível, uma vez que os investidores acrescentam valores intangíveis que são importantes para a empresa. Um exemplo disso é esta rede de contactos (Pradhan et al., 2018) que serão úteis para casos práticos como refere o entrevistado F:

“Quando a sociedade X1 entrou, o projeto estava muito assente numa parceria com um único cliente e isso foi identificado como algo que podia ser problemático mais à frente (...) nesse aspeto a sociedade X1 foi muito importante porque trabalhou com a equipa executiva no sentido de encontrar alternativas”

(Entrevistado F)

4. Disciplinar:

A questão disciplinar é muitas vezes importante para colocar pressão nas equipas de gestão que não estavam habituadas a um rigor e a uma disciplina diária. Além do valor acrescentado, a monitorização é uma metodologia importante (Clercq et al., 2006) numa ótica de melhoria contínua e de correção atempada de potenciais problemas, o que, segundo os empreendedores, é um fator importante para o seu sucesso (Pratch, 2005). Esta ideia é referida por um dos entrevistados:

“Temos, em permanência, informações sobre o desempenho da empresa, o que é que está a correr bem e mal. Temos momentos anuais de definição de orçamento, sendo um momento privilegiado para definir objetivos. Isto permiti-nos fazer uma avaliação do desempenho da equipa de gestão”

(Entrevistado A)

Esta informação periódica é uma métrica utilizada pelos investidores para analisarem, de forma analítica, a evolução do negócio. Segundo Pereira (2008), 83 p.p. dos investimentos em grandes empresas e 67 p.p. dos investimentos em PMEs recebem informações trimestralmente. Relativamente

ao acompanhamento presencial, 67 p.p. dos investimentos em grandes empresas têm um acompanhamento trimestral, enquanto 53 p.p. dos investimentos em PMEs têm um acompanhamento mensal. Adicionalmente, os investidores optam por colocar uma pessoa em acompanhamento contínuo:

“Na gestão corrente, há algum envolvimento, mas acima de tudo a sociedade X1 preocupa-se em colocar alguém da sua confiança que assegura que as coisas vão correndo bem”

(Entrevistado F)

No caso deste entrevistado, a sociedade X1 propôs a sua entrada para o Conselho de Administração, uma vez que já tinha feito parte de um investimento anterior da sociedade e, desta forma, tratava-se de alguém em quem os responsáveis confiavam para monitorizar o projeto da empresa Y2.

A questão interpessoal e reputacional não foram referidas pelos entrevistados, mas todos os entrevistados foram referindo que existe uma relação próxima entre as partes e, portanto, a vertente interpessoal está intrínseca, nomeadamente na partilha de experiências e nas opiniões para decisões mais significantes.

5.9 Os indicadores de melhoria nas empresas

Com a entrada dos investidores nas empresas, o esperado é que tenham um impacto significativo ao nível financeiro, estratégico e operacional. Ainda assim, a primeira ideia apontada pelos entrevistados refere-se ao grau de intervenção realizado nas empresas, o qual depende do estágio que se encontra, corroborando a ideia referida por Smith (2001).

Um dos entrevistados reforça o impacto no crescimento e na rentabilidade:

“Depois do investimento, há uma aceleração do crescimento e a rentabilidade operacional também cresce de forma mais acelerada”

(Entrevistado A)

“Em termos de financiamento, também se montaram algumas soluções de financiamento que foram importantes para o exit, nomeadamente operações de factoring sem recurso que permitiram reduzir dívida e, com isto, melhorar rácios financeiros”

(Entrevistado F)

Desta forma, corrobora o estudo de Cressy, Munari & Malipiero (2011) que refere que o lucro operacional durante os primeiros 3 anos é maior em empresas apoiadas por esta modalidade de

financiamento, sendo que o entrevistado E refere também que foram montadas algumas soluções de financiamento que foram importantes para o desinvestimento, as quais proporcionam melhores rácios financeiros.

A ideia referida acima pelo entrevistado F está também relacionada com a apreciação apontada por Peneder (2010) referente ao crescimento mais acentuado nas receitas destas empresas. Adicionalmente, alicerça ainda a conclusão de Strömberg (2011) que remete ao crescimento mais acentuado destas empresas.

Outro dos entrevistados explica o impacto da equipa para o crescimento sustentado do projeto, seguindo a ideologia do apoio na contratação de uma equipa de gestão enquadrada com os objetivos que é apontada por Spiegel & Tookes (2011):

“O investimento permitiu-nos ter uma equipa e essa foi a principal mudança para realizar um projeto mais sustentado”

(Entrevistado E)

A melhoria no desempenho do produto (Chemmanur et al., 2011) não é apontada pelo empreendedor a não ser pela perspectiva de potenciais utilizadores:

“Ao nível de produto, não têm um impacto direto, mas sim ao nível de business development e facilidade de contactar com investidores para a próxima ronda”

(Entrevistado E)

Por outro lado, é referida a ideia da atratividade de novos investidores (Engel, 2005) que se torna importante para a questão financeira, proporcionando o crescimento gradual da empresa que ambiciona expandir-se e internacionalizar-se. O outro empreendedor reforça a ideia do aumento notório da disciplina de gestão:

“Temos um business plan e um plano de orçamentação com um rigor diferente, enquanto antes eram processos extremamente básicos e sem grande conteúdo estratégico”

(Entrevistado F)

A entrada deste tipo de investidores aumenta a exigência ao nível de *reports* das PME's portuguesas, onde o rigor e a disciplina está cada vez mais presente nas atividades diárias (Hellmann & Puri, 2002), nomeadamente a partir de ferramentas que auxiliam na recolha e análise de informação:

“No dia-a-dia, temos KPIs que as pessoas vão recebendo para perceberem se estão a cumprir. O objetivo é dotar a empresa de ferramentas para se puderem tomar melhores decisões”

(Entrevistado F)

De forma a conhecer as práticas diárias relacionadas com os dados analíticos, o entrevistado F refere que existe uma plataforma que, em tempo real, fornece todos os indicadores associados às tarefas que se desempenham diariamente na empresa. Semanalmente, realiza-se uma reunião para analisar os desvios, entender as suas razões e implementar medidas corretivas. Estes procedimentos formais não são observados na maioria das PMEs, onde existe uma clara ausência de documentação de suporte (Ana, 2011), sendo que, com a entrada de investidores, é esperado que esta mentalidade seja remodelada e passe a existir um ambiente de rigor e disciplina, onde os níveis financeiros e operacionais começam a ser verificados:

“As empresas já têm outra dimensão, já estão num estado de maturidade diferente, correm sozinhas e já têm condições de se financiarem no mercado junto do sistema bancário, de instituições de crédito”

(Entrevistado D)

Deste modo, estas implementações exigidas pelos investidores aumentam a capacidade de tomada de decisão por parte das empresas, uma vez que, através de dados analíticos, a tarefa de decisão simplifica-se. Com a presença dos investidores, a credibilidade e a notoriedade da empresa também começa a acentuar-se (Engel, 2005) e torna-se mais fácil o financiamento junto de instituições de crédito:

“Pode haver situações em que a empresa já atingiu o nível de maturidade exigido, sendo que saímos nós, mas entra depois outro investidor institucional”

(Entrevistado D)

Portanto, torna-se importante a presença destes investidores para aumentar a credibilidade da empresa, mas também para aumentar a sua rede de contactos, permitindo-lhes procurar novos investidores para as próximas rondas.

5.10 O desinvestimento

O desinvestimento encerra o ciclo de investimento de risco e, como já foi referido, é um momento ao qual se dá uma importância relevante (Perneta, 2009) porque se afere, em termos financeiros, o sucesso

da parceria estabelecida entre o investidor e o empreendedor. A sua presença acentuada nos termos de contrato reflete a sua importância, onde os investidores procuram proteger-se contra possíveis falhas, mas, ao mesmo tempo, procuram maximizar o seu retorno face ao investimento arriscado. Entre a decisão de desinvestir e o processo concluído decorrem, em média, cerca de seis meses (Pereira, 2008), sendo que este processo de desinvestimento, segundo os entrevistados, acontece maioritariamente através de venda comercial, encontrando-se em sintonia com a conclusão relativamente ao método mais utilizado do estudo de Filipe & Ferreira (2009):

“A maioria dos investimentos ocorre numa operação de trade sale através da venda a uma outra empresa concorrente ou complementar que esteja a crescer”

(Entrevistado D)

“O que nós procuramos é fazer vendas para multinacionais do setor ou concorrentes, aquilo a que nós chamamos de investidor estratégico”

(Entrevistado A)

Esta venda é recorrente acontecer a empresas do mesmo setor, normalmente de maior dimensão e mais competitivas, sendo que um dos entrevistados aponta que a venda é, na maior parte das vezes, feita a empresas sediadas noutros países:

“Normalmente, até são adquiridas por empresas estrangeiras e não portuguesas, sendo empresas do mesmo setor ou setores parecidos. A maior parte é feito por aí”

(Entrevistado C)

Outra das hipóteses referidas para esta venda comercial está presente em outros investidores de risco:

“Vender a uma entidade institucional como uma corporate venture que esteja ligada a um outro grupo empresarial e que está à procura de determinada tecnologia em detrimento de a desenvolver internamente”

(Entrevistado D)

Pelo contrário, alguns dos entrevistados partilham da opinião que a opção de recompra não é a desejada, apontando a falta de liquidez financeira como um entrave para esta opção. Assim sendo, os entrevistados não estão de acordo com o estudo de Duarte (2006), o qual refere que o desinvestimento é efetuado, na sua maioria, através da recompra:

“Venda para a gestão é uma possibilidade, mas é uma possibilidade menos interessante”

(Entrevistado A)

“Há algumas situações, mas que nós tentamos que seja cada vez em menor número, em que se venda aos promotores. Não é o desejável porque os promotores não são pessoas com dinheiro para vendermos num exit de sucesso”

(Entrevistado D)

A unanimidade também está presente na ausência de recurso ao mercado bolsista:

“OPI acontece muito pouco e, em Portugal, isso até nem é uma opção”

(Entrevistado A)

“Teoricamente, a questão das OPI e as admissões à cotação em bolsa não são consideradas, sendo uma prática reduzida”

(Entrevistado D)

As características particulares do mercado português, onde existe uma maioria de PME's, é o principal entrave para o recurso a este tipo de desinvestimento devido à sua dimensão e à sua capacidade financeira.

Desta forma, as conclusões corroboram os dados apresentados na secção **4.5**, que perspetivam um domínio da venda a terceiros e a decadência da opção de recompra, sendo que a estratégia de OPI apenas apresentou valores (mínimos) no final do período analisado.

Relativamente aos *timings* de saída, um dos entrevistados refere um intervalo de tempo mais apertado (5 a 7 anos), enquanto outro refere um intervalo mais longo (3 a 7 anos), sendo que é apontado que é frequente a presença mais prolongada do que é, no momento da sua entrada, idealizado pelos investidores. Um dos entrevistados aponta um cenário pessimista relativamente à saída dos investidores:

“Mais de 10 anos só em situações muito excepcionais devido à restrição legal. Mas, muitas vezes, prolonga-se mais do que os 10 anos que se coloca nos contratos”

(Entrevistado D)

Em muitos dos casos, este atraso deve-se a situações em que ainda se prevê uma potencial valorização do projeto:

“Temos situações de outras participadas que já estão no nosso portfólio há muitos anos, mas que ainda não é a altura suficiente para sairmos porque ainda tem algum potencial de crescimento e acabamos por alargar o prazo”

(Entrevistado C)

Adicionalmente, um dos entrevistados refere um valor ideal de valorização para atingir:

“O objetivo é que três em cada dez investimentos tenham uma mais-valia significativa, que multipliquem três, quatro ou cinco vezes o valor de investimento”

(Entrevistado D)

A duração dos fundos de investimento aponta para uma duração entre 10 e 15 anos, onde o desejado é que possam ser utilizados para investir no máximo de participadas possível.

6. CONCLUSÃO

Através de uma análise detalhada ao mercado de CR em Portugal, nomeadamente os principais *players* e todo o processo envolvente a este, a presente investigação surge para dar respostas aos seguintes objetivos pré-definidos: decifrar o estímulo inicial das partes interessadas, identificar os critérios de decisão, perceber as principais etapas do processo de financiamento, interpretar quais as cláusulas utilizadas nos contratos, perceber quais as áreas mais atraentes, entender quais as estratégias implementadas na relação investidor-empendedor e compreender quais os aspetos de melhoria proporcionados por esta modalidade de financiamento. No trabalho desenvolvido através da revisão da literatura, uma das necessidades de pesquisa identificadas estava relacionada com a perspetiva dos empreendedores, uma vez que a literatura focada nesta figura é escassa. Para tal, procurou-se incluir empreendedores no estudo para combater este desequilíbrio entre as 2 figuras presentes no mercado de CR.

Assim sendo, definiu-se que este estudo deveria ajudar a responder à seguinte questão de investigação: “*Qual é o papel do Capital de Risco no estímulo de novas ideias de negócio?*”.

Numa perspetiva geral sobre o mercado de CR, o seu tamanho reduzido é apontado como um dos fatores que influenciam o seu crescimento. Além do seu tamanho, as ideias pré-concebidas, fruto de experiências negativas associadas ao setor público, fazem com que a opção por este mercado não tenha o mesmo impacto que em países como a Inglaterra. Ainda assim, observa-se um otimismo para o crescimento deste mercado, fruto da forte presença das PME's no tecido empresarial português, uma vez que as garantias exigidas por outras modalidades de financiamento passaram a ser altamente exigentes para este tecido e fruto também das taxas de remuneração associadas, as quais podem atingir os dois dígitos, tornando-se interessantes para uma carteira de investimento.

Numa ótica comparativa da crise *subprime* e a crise pandémica, os contornos desta crise ainda são limitados, mas é esperado que aconteça uma retoma mais rápida do que em 2008, uma vez que o setor financeiro não fechou portas e o BCE atuou rapidamente na ajuda aos Estados. No mercado de CR em específico, observa-se que, de forma comparativa, existiu uma evolução nos ativos sob gestão, no tamanho do mercado e no capital disponível.

Na fase inicial do processo, ou seja, a procura de financiamento e/ou investimento vive, nos dias de hoje, um equilíbrio motivado, na sua maioria, pelo aumento da competitividade e do número de investidores. Assim sendo, existe uma procura tanto na ótica do empreendedor como na ótica do

investidor, sendo que os investidores são cada vez mais proativos, utilizando análises de mercado, eventos e intermediários.

Relativamente aos critérios de avaliação utilizados, o objetivo era fornecer contributos nas duas óticas: na ótica da oferta, observa-se que a equipa de gestão é um critério importante quando se avalia um projeto de um empreendedor, sendo que o setor de mercado é também um critério referido por todos os entrevistados. Adicionalmente, são referidos critérios como a dimensão de mercado, a atratividade do produto e do mercado, a perspetiva de liderança de mercado, o potencial do investimento, a proposta de valor, a localização geográfica, o estágio de ciclo da vida da empresa e a venda futura. Na ótica da procura, a contribuição é limitada a um empreendedor, sendo que referiu que procura investimento interno, ou seja, em Portugal e destaca ainda três critérios específicos, (1) *valuation*, ou seja, o valor monetário proposto pelo investidor, (2) valor acrescentado e (3) exigências no acordo, ou seja, entender fatores como o controlo de decisão e as ações preferenciais e ordinárias.

No processo de pré-investimento, percebe-se que o primeiro passo é a utilização dos critérios de decisão para limitar o número de projetos, recorrendo ainda a análises técnicas do produto para perceber o seu potencial e impacto no mercado que pretende operar. Após estas triagens gerais e específicas, existe uma interação mais pessoal através de uma reunião onde, de uma forma geral, se pretende abordar quais os objetivos, a visão e o modelo de negócio que o empreendedor idealiza e perceber se vai ao encontro do pretendido pelo investidor, sendo que existe a possibilidade de existirem novas reuniões para aprofundar os conhecimentos relativos à empresa. Esta fase é importante para consolidar a informação do projeto e alinhar, de forma objetiva, toda a estratégia empresarial, procurando os potenciais obstáculos e fraquezas para os solucionar. De seguida, realiza-se um acordo de confidencialidade e elabora-se uma *term sheet* para definir os principais acordos do negócio, seguindo-se um processo de desenvolvimento de confiança entre as partes através de uma *due diligence* extensiva com o objetivo de aprimorar toda a proposta de valor do projeto, nomeadamente as questões legais, económico-financeiras e tecnológica. Esta fase não é realizada por falta de confiança naquilo que foi transmitido pelo empreendedor, mas sim numa perspetiva de clarificar todo o envolvente do negócio para evitar problemas futuros. Após esta *due diligence*, surge o acordo de acionistas onde, na maioria das vezes, é utilizado a *term sheet* como esboço para este acordo final. Portanto, é nesta fase que são ativados os mecanismos de capital e conseqüente venda das ações.

Os investidores procuram áreas com tendência para a constante evolução e, algumas das vezes, existem aqueles que se dedicam apenas a áreas que têm maior grau de conhecimento. No presente

estudo, os setores preferenciais são distintos em cada um dos investidores, mas é unânime que o setor das TI e o setor da saúde são os principais setores a serem procurados para investir, sendo que também são referidas áreas como a alimentação e o turismo.

No acordo entre as partes, observa-se que o desinvestimento é um fator importante na celebração de um contrato, sendo que existem cláusulas específicas que são consideradas na maior parte dos acordos: (1) presença no Conselho de Administração, (2) relatórios de informação, (3) direitos preferenciais, (4) opções de venda e (5) mecanismos de saída. Desta forma, os investidores procuram ter a sua presença no Conselho de Administração, exigindo ainda relatórios de forma periódica para fazer um acompanhamento mais próximo e também ações com direitos preferenciais. Na ótica da saída, normalmente também são colocadas cláusulas como o *drag-along*, o *tag-along* e o *walk-away*. Adicionalmente, o horizonte temporal e a forma de saída também são cláusulas presentes nos acordos.

Numa perspetiva de atuação dos investidores nas suas participadas, percebe-se que a postura ativa com a presença maioritária no capital e no Conselho de Administração parece ser a mais utilizada em Portugal. Relativamente ao seu papel desempenhado, o investidor atua de forma estratégica ao nível do plano e desenvolvimento do negócio, de forma financeira através do seu valor monetário e na procura de novos financiamentos através do seu *networking* que, além da procura de financiamento, também é importante para a procura de novos fornecedores e clientes. Adicionalmente, estes atuam também na ótica disciplinar através da pressão e da exigência de disciplina e rigor no dia-a-dia das empresas.

A entrada dos investidores, como referido, é importante ao nível financeiro, mas também permite melhorar, de forma significativa, outros indicadores das empresas. Neste estudo, observa-se que a entrada permite acelerar indicadores como o crescimento, a rentabilidade do negócio e a notoriedade da empresa ao nível de alcance. Adicionalmente, a exigência implementada pelos investidores permite acelerar as tomadas de decisão porque passam a existir *reports* que já não são das típicas PMEs portuguesas.

Por último, a fase do desinvestimento é importante e está presente ao longo de todo o processo, uma vez que o bom desempenho da empresa é essencial para uma saída bem-sucedida. Neste âmbito, afirma-se que as saídas, em Portugal, acontecem, na sua maioria, através de vendas comerciais, principalmente a empresas portuguesas ou estrangeiras do mesmo setor. A recompra é vista como uma opção menos desejada devido à falta de liquidez financeira por parte dos antigos administradores, sendo que existe também uma dificuldade na saída através de OPI, uma vez que existem poucas empresas com capacidade para fazer parte do mercado de capitais. Ao nível dos *timings*, é apontado que o

desinvestimento deve ocorrer entre os 3 e os 7 anos, mas é frequente que a presença dos investidores seja prolongada devido a potenciais valorizações acrescidas da empresa, apontando, num cenário pessimista, para uma duração entre os 10 e os 15 anos.

Desta forma, percebe-se que o CR tem um papel fundamental para estimular o empreendedorismo e o aparecimento de novas ideias, uma vez que se trata de uma fonte de financiamento ativa em comparação com outras fontes. Este mercado, além do ativo tangível, coloca à disposição ativos intangíveis importantes como o *know how* sobre o mercado e oportunidades (Klonowski, 2010), ajudando também em processos internos da empresa como a gestão do negócio (Florin, 2005), a contratação de pessoal e o desenvolvimento das estratégias (Djalic et al., 2017). Estes ativos intangíveis são importantes no sentido de amortizar a saída da “zona de conforto” dos empreendedores através de um apoio através da experiência e do conhecimento que os investidores têm sobre os mercados e as suas oportunidades e fraquezas. Com este auxílio, as novas ideias de negócios têm um suporte fortalecido por investidores com notoriedade e com inúmeros anos de experiência no mercado, contando com profissionais especializados para cada área de intervenção.

Apesar das contribuições fornecidas por este estudo, existem limitações associadas ao nível do alcance de estudo e da metodologia. No que concerne ao alcance atingido pelo estudo, é observável a escassez de informação disponível relativamente ao mercado de CR, sendo necessário reforçar a ideia de que a unidade de análise contém apenas 3 SCR e 2 empresas financiadas, sendo que o contributo oferecido pela pesquisa desta dissertação não é suficiente para conclusões generalizadas:

- I. Ao nível dos investidores, apenas se abordou uma das figuras presentes neste mercado, necessitando de uma abordagem aos FCR e aos *Business Angels*;
- II. Ao nível dos empreendedores, apenas foi abordada uma empresa que obteve financiamento em *pré-seed* e o entrevistado da empresa que obteve financiamento para a ampliação não forneceu informações em relação à fase de pré-investimento na empresa, sendo que os perfis dos entrevistados não são suficientes para universalizar em relação a todos os estágios de ciclo de vida.

Posto isto, o lado do investidor necessita de abranger o estudo a todas as figuras presentes e o lado do empreendedor ainda necessita de uma abordagem mais detalhada, principalmente ao nível da exploração de todos os níveis de estágio de ciclo de vida.

Ao nível da metodologia, surgiu alguma dificuldade na procura de empresas financiadas que se enquadrassem com o estudo e que conseguissem responder a todos os objetivos, necessitando da ajuda

de intermediários – neste caso, as SCR – para entrar em contacto. Nos estudos de caso em concreto, existiu alguma dificuldade em separar a informação relevante da informação não relevante para o estudo.

Numa perspetiva de futuro, a sugestão é apostar em estudos de caso longitudinais, acompanhando diretamente um processo de financiamento, desde o pré-investimento até ao *exit*, de uma empresa. Esta longitude irá permitir um acompanhamento detalhado do procedimento e, de forma natural, a informação recolhida será mais fidedigna e pormenorizada, uma vez que os resultados obtidos serão recolhidos pela observação do investigador. Adicionalmente, os estudos apenas se focam em casos de sucesso de financiamento a empreendedores, sendo que é aliciante, no futuro, abordar casos de insucesso para perceber os pontos que falharam. Ainda numa perspetiva futura, não existem estudos relacionados com o “rácio de capital privado *versus* capital público” presente nos fundos das empresas capitalistas privadas, sendo que seria importante perceber o impacto deste rácio no desenvolvimento do mercado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alexandre, F., Martins, I., Andrade, J., Castro, P., & Bação, P. (2009). *A Crise Financeira Internacional*. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.
- Ana, F. (2011). *AS PME em Portugal: reflexões e desafios*. Retrieved from <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/4272>
- Arundale, K. (2010). *A Guide to Private Equity*. 1–54. Retrieved from https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/Website/files/2012_0001_guide_to_private_equity.pdf
- Assembleia da República. *Diário da República n.º 44/2015, Série I de 2015-03-04*, (2015). Portugal.
- Baeyens, K., Vanacker, T., & Manigart, S. (2006). Venture capitalists' selection process: The case of biotechnology proposals. *International Journal of Technology Management*, 34(1–2), 28–46. <https://doi.org/10.1504/IJTM.2006.009446>
- Balboa, M., & Martí, J. (2011). An Integrative Approach to the Determinants of Private Equity Fundraising. *SSRN Electronic Journal*, 1–34. <https://doi.org/10.2139/ssrn.493344>
- Barth, M. E., & Landsman, W. R. (2010). How did financial reporting contribute to the financial crisis? *European Accounting Review*, 19(3), 399–423. <https://doi.org/10.1080/09638180.2010.498619>
- Berger, A., & Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6–8), 613–673. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Berger, A., & Udell, G. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking and Finance*, 30(11), 2945–2966. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.008>
- Brouwer, M., & Hendrix, B. (1998). Two Worlds of Venture Capital: What Happened to U.S. and Dutch Early Stage Investment? *Small Business Economics*, 10(4), 333–348. <https://doi.org/10.1023/A:1007932615195>
- Cabral-Cardoso, C., Cortez, M. C., & Lopes, L. (2016). Venture capital and the financial crisis in Portugal: the VC managers' viewpoint. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 23(4), 1032–1056. <https://doi.org/10.1108/JSBED-01-2016-0007>
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. K. (2011). How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A look beneath the surface. *Review of Financial Studies*, 24(12), 4037–4090. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhr096>
- Clercq, D. De, Fried, V. H., Lehtonen, O., Sapienza, H. J., Clercq, D. De, Fried, V. H., ... Sapienza, H. J.

- (2006). Entrepreneur Galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90–112.
- CMVM. (2011). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2010*.
- CMVM. (2012). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2011*. Retrieved from https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/Relatório Anual Capital de Risco 2011_.pdf
- CMVM. (2013). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2012*. Retrieved from https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/Relatório Anual do Capital de risco 2012_Versãofinal.pdf
- CMVM. (2014). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2013*. Retrieved from https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/Relatório Capital de risco 2013_Versão final_09012015 v2.pdf
- CMVM. (2015). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2014*. Retrieved from https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/RCA_2014.pdf
- CMVM. (2016). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2015*. Retrieved from https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/RACR_2015.pdf
- CMVM. (2017). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2016*. Retrieved from https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/RAC_2016.pdf
- CMVM. (2018). *Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco 2017*. Retrieved from <https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/CapitaldeRisco/Documents/Relatório+Capital+de+Risco+2017.pdf>
- CMVM. (2019). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2018*.
- CMVM. (2020). *Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco 2019*.
- Correia, M. do C., & Armada, M. (2007). Sobre a identificação dos factores de selecção, das formas de intervenção e o contributo das sociedades de capital de risco em Portugal. *Conocimiento, Innovación y Emprendedores : Camino Al Futuro*. 2007-01-01, ISBN 84-690-3573-8, (January).
- Costa, C. S. (2012). *O Sistema Financeiro Português e o Papel do Banco de Portugal*. 1–8.
- Cressy, R. C., Munari, F., & Malipiero, A. (2011). Creative Destruction? UK Evidence that Buyouts Cut Jobs to Raise Returns. *SSRN Electronic Journal*, (39), 1–26. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1030830>

- Cumming, D., & Fleming, G. (2002). A Law and Finance Analysis of Venture Capital Exits in Emerging Markets. *The Australian National University Working Paper Series in Finance*, 2269, 1–39. Retrieved from <http://ecocomm.anu.edu.au/media/1436976/finm0028wp.pdf>
- Cumming, D., Fleming, G., Johan, S., & Takeuchi, M. (2010). Legal Protection, Corruption and Private Equity Returns in Asia. *Journal of Business Ethics*, 95(SUPPL. 2), 173–193. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0853-6>
- de Bettignies, J. E., & Brander, J. A. (2007). Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing*, 22(6), 808–832. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2006.07.005>
- Dias, R. dos S., & Macedo, M. A. da S. (2016). Private equity and venture capital funds: What drives the demand and supply? *BAR - Brazilian Administration Review*, 13(2). <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2016150058>
- Dittmann, I., Maug, E. G., & Kemper, J. (2005). How Fundamental are Fundamental Values? Valuation Methods and Their Impact on the Performance of German Venture Capitalists. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.307562>
- Djalic, I., Terzic, S., & Novarlic, B. (2017). The role of venture capital in the development of the SME sector. *The European Journal of Applied Economics*, 14(2), 58–69. <https://doi.org/10.5937/ejae14-14391>
- DRE. PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS. Resolução do Conselho de Ministros 27/2021. , Diário da República n.º 243/2011 § (2011).
- Duarte, P. (2006). *Capital De Risco – Análise Da Indústria Em Portugal*. 87.
- Dzeletovic, M., Milosevic, M., & Cicic, S. (2017). Venture capital: Generator of growth of SME investment activities. *Industrija*, 45(3), 7–22. <https://doi.org/10.5937/industrija45-11210>
- Dziekoński, K., & Ignatiuk, S. (2017). Venture Capital and Private Equity Investment Strategies in Selected European Countries. *E-Finanse*, 11(4), 34–45. <https://doi.org/10.1515/efiqf-2016-0127>
- Engel, D. (2005). The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. *SSRN Electronic Journal*, (02). <https://doi.org/10.2139/ssrn.319322>
- Engel, D., & Keilbach, M. (2007). Firm-level implications of early stage venture capital investment - An empirical investigation. *Journal of Empirical Finance*, 14(2), 150–167. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2006.03.004>
- Félix, E. G. S., Pires, C. P., & Gulamhussen, M. A. (2013). The Determinants of Venture Capital in Europe - Evidence Across Countries. *Journal of Financial Services Research*, 44(3), 259–279.

<https://doi.org/10.1007/s10693-012-0146-y>

- Florin, J. (2005). Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder returns. *Journal of Business Venturing*, 20(1), 113–135. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2003.12.006>
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, 23(3), 28. <https://doi.org/10.2307/3665619>
- Gompers, Paul A., Lerner, J., Blair, M. M., & Hellmann, T. (1998). What Drives Venture Capital Fundraising? *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, 1998, 149. <https://doi.org/10.2307/2534802>
- Gompers, Paul Alan. (1995). Optimal Investment , Monitoring , and the Staging of Venture Capital Author (s): Paul A . Gompers Source : The Journal of Finance , Vol . 50 , No . 5 (Dec . , 1995), pp . 1461-1489 Published by : Wiley for the American Finance Association Stable URL : *The Journal of Finance*, 50(5), 1461–1489.
- Groh, A. P., & Wallmeroth, J. (2016). Determinants of venture capital investments in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 29, 104–132. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.020>
- Harris, R., Siegel, D. S., & Wright, M. (2005). Assessing the impact of management buyouts on economic efficiency: Plant-level evidence from the United Kingdom. *Review of Economics and Statistics*, 87(1), 148–153. <https://doi.org/10.1162/0034653053327540>
- Hege, U. (2011). *Determinants of Venture Capital Performance : Europe and the United States Determinants of Venture Capital Performance : Europe and the United States by HEC School of Management and CEPR HEC School of Management and CEPR University of Amsterdam A project* . (November 2014).
- Hellmann, T., & Puri, M. (2002). Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence. *Journal of Finance*, 57(1), 169–197. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00419>
- Heughebaert, A., & Manigart, S. (2012). Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds: The Role of Investor Bargaining Power. *SSRN Electronic Journal*, (November). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1729773>
- Hsu, D. H. (2004). What do entrepreneurs pay for venture capital affiliation? *Journal of Finance*, 59(4), 1805–1844. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00680.x>
- IAPMEI. (2006). *Guia Prático do Capital de Risco*. 60. Retrieved from <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Financiamento-para-PME/Capital-de-Risco/GuiaPraticodoCapitaldeRisco.pdf.aspx%0Ahttp://www.iapmei.pt/resources/download/Guia>

- Ibrahim, D. M. (2009). Financing the Next Silicon Valley. *Wash. UL Rev.*, 87(4), 717.
- InvestEurope. (2020). *Europe Activity report (2007-2019) - European Private Equity*.
- Ismail, E. A., & Medhat, M. I. (2019). What determines Venture Capital investment decisions ? Evidence from the emerging VC market in Egypt. *The Journal of Entrepreneurial Finance*, 21(2), 1–25.
- Keuschnigg, C. (2004). Quaternary codes and biphasic sequences from Z8-codes. *Journal of Economic Growth*, 9(2), 239–261. <https://doi.org/10.1023/B>
- Klonowski, D. (2010). The Venture Capital Investment Process. *The Venture Capital Investment Process*. <https://doi.org/10.1057/9780230110076>
- Köhn, A. (2018). The determinants of startup valuation in the venture capital context: a systematic review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 68(1), 3–36. <https://doi.org/10.1007/s11301-017-0131-5>
- Kothari, S. P., & Lester, R. (2012). The Role of Accounting in the Financial Crisis: Lessons for the Future. *SSRN Electronic Journal*, 1–31. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1972354>
- Lahr, H., & Mina, A. (2016). Venture capital investments and the technological performance of portfolio firms. *Research Policy*, 45(1), 303–318. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2015.10.001>
- Lopes, M. (2011). *Venture Capital in Portugal: investments' selection criteria, intervention forms and impact on venture capital backed firms*. (October).
- Martins, N. M. (2012). *Basiléia III: Novas Medidas, Velhos Problemas*. (November 2011), 19. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.33391.05282>
- Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2011). *Annual Report on the Business Angel Market in the United Kingdom: 2009/2010*. (May), 57. Retrieved from <http://strathprints.strath.ac.uk/28061/>
- Ministério da Economia. *Decreto-Lei n.º 18/2015*. , Pub. L. No. Diário da República n.º 22/2015, Série I de 2015-02-02, 642 (2015).
- Ministério das Finanças. *Decreto-Lei n.º 187/91*. , (1991).
- Ministério das Finanças - Secretaria de Estado do Tesouro. *Decreto-Lei n.º 17-A/86*. , Pub. L. No. Diário da República n.º 31/1986, 1º Suplemento, Série I de 1986-02-06, 356 (1896).
- Ministério das Finanças e da Administração Pública. *Decreto-Lei n.º 375/2007*. , Pub. L. No. Diário da República n.º 215/2007, Série I de 2007-11-08, 8210 (2007). Portugal.
- Nascimento, F. F. (2016). *O Capital de Risco e suas Estipulações Contratuais*.
- National Venture Capital Association. (2020). *2016 NVCA yearbook*. Retrieved from <https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/04/NVCA-2020-Yearbook.pdf>

- Neves, R. (2019). *A Evolução do Capital de Risco em Portugal*.
- Ning, Y., Wang, W., & Yu, B. (2015). The driving forces of venture capital investments. *Small Business Economics*, 44(2), 315–344. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9591-3>
- OECD. (2011). Financing High-Growth Firms. In *Financing High-Growth Firms*. Retrieved from http://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-high-growth-firms/angel-investment_9789264118782-4-en%0Ahttps://www.oecd-ilibrary.org/industry-and-services/financing-high-growth-firms_9789264118782-en
- OECD. (2019). Financing SMEs and entrepreneurs. In *OECD Policy Brief*.
- Peneder, M. (2010). The impact of venture capital on innovation behaviour and firm growth. *Venture Capital*, 12(2), 83–107. <https://doi.org/10.1080/13691061003643250>
- Pereira, M. (2008). Criação de Capital da Marca e Auditoria à Marca: Retrieved from <http://recipp.ipp.pt/handle/10400.22/1131>
- Perneta, C. (2009). *Capital De Risco Em Portugal – Gestão Do Risco*.
- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Nair, M., Bennett, S. E., Bahmani, 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. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2018.01.002>
- Pratch, L. (2005). Value-Added Investing. *The Journal of Private Equity*, 8(3), 13–29. <https://doi.org/10.3905/jpe.2005.516844>
- Provdanov, C. C., & Freitas, E. C. De. (2013). Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico. In *Novo Hamburgo: Feevale*. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Prowse, S. (1996). The economics of private equity funds. *Review of Financial Studies*, 23(6), 2303–2341. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq020>
- República, A. da. *Lei n.º 16/2015*. , Pub. L. No. Diário da República n.º 38/2015, Série I de 2015-02-24, 1051 (2015).
- Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *Journal of Finance*, 57(4), 1795–1828. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00478>
- Rocha, R. (2008). A decisão de financiamento empresarial: Aspectos a ponderar. Universidade Jean Piaget de Cabo Verde.
- Romain, A., & van Pottelsberghe, B. (2003). The Determinants of Venture Capital: A Panel Data Analysis of 16 OECD Countries. *Institute of Innovation Research Hitotsubashi University*, 53(9), 1689–1699.

Retrieved from <http://hdl.handle.net/10086/16004>

- Romain, A., & van Pottelsberghe, B. (2004). *The Determinants of Venture Capital: Additional Evidence*.
- Sapienza, H. J. (1994). *Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction* Author (s): Harry J. Sapienza and Anil K. Gupta Source : *The Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 6 (Dec., 1994), pp. 1618-1632 Published by: Academy of. 37(6), 1618–1632.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students (5th edition)*.
- Smith, G. (2001). How Early Stage Entrepreneurs Evaluate Venture Capitalists. *The Journal of Private Equity*, 4(2), 33–45. <https://doi.org/10.3905/jpe.2001.319981>
- Spiegel, M. I., & Tookes, H. (2011). Dynamic Competition, Innovation and Strategic Financing. *SSRN Electronic Journal*, (203). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1161239>
- Strömberg, P. J. (2011). The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings. *SSRN Electronic Journal*, (September 2009). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1429322>
- Synek, C. (2009). *Economia dos EUA e Comparação com os períodos de 1990-1991 e 2000 2001. 2000*, 1–7.
- Tab, N., & Rusu, A. (2011). The role of accounting in the global financial crisis. Assumptions and realities. *Euro Economica*, 29(3), 16–22.
- Tyejee, T., & Bruno, A. (1984). A Model of Venture Capitalist Investment Activity. *Management Science*, 30(9), 1051–1066.
- Tykvová, T. (2007). What do economists tell us about venture capital contracts? *Journal of Economic Surveys*, 21(1), 65–89. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2007.00272.x>
- Wright, M., Lockett, A., Clarysse, B., & Binks, M. (2006). University spin-out companies and venture capital. *Research Policy*, 35(4), 481–501. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2006.01.005>
- Wright, M., Lockett, A., Pruthi, S., Manigart, S., Sapienza, H., Desbrieres, P., & Hommel, U. (2004). Venture Capital Investors, Capital Markets, Valuation and Information: US, Europe and Asia. *Journal of International Entrepreneurship*, 2(4), 305–326. <https://doi.org/10.1007/s10843-004-0131-0>
- Yang, R., Xia, K., & Wen, H. (2016). Venture Capital, Financial Leverage and Enterprise Performance. *Procedia Computer Science*, 91(I tqm), 114–121. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2016.07.048>
- Yin, R. K. (2003). *Case Study Research - Design and Methods (3rd edition)*.
- Zhang, J. (2009). The advantage of experienced start-up founders in venture capital acquisition: Evidence from serial entrepreneurs. *Small Business Economics*, 36(2), 187–208.

<https://doi.org/10.1007/s11187-009-9216-4>

APÊNDICE 1 – GUIÃO DA ENTREVISTA PARA AS ENTIDADES INVESTIDORAS

I – Contextualização da empresa

1. Breve descrição geral da empresa (nº de trabalhadores, nº de empresas em portfólio, etc.)
2. Breve descrição pessoal para enquadramento (função na empresa, tempo presente na empresa, etc.)
3. Quais são os meios de comunicação que a empresa utiliza para perceber quais são os investimentos que estão em curso?
4. Na sua opinião, qual foi o impacto que a crise financeira de 2008 teve na atividade de capital de risco? E a pandemia atual, considera que seguirá as mesmas tendências de 2008?

II – Pré-investimento

1. Quais são os critérios utilizados para avaliar as oportunidades de investimento?
2. Breve descrição das principais etapas de um processo de investimento, abordando pontos como o tempo médio até ao acordo e o tempo médio de duração do investimento.
3. Qual é o impacto do ciclo de vida que a empresa financiada se encontra para efeitos de valor investido?
4. Quais as cláusulas mais utilizadas para o acordo com a empresa financiada?
5. Quais as áreas que são tendencialmente mais desejadas para investir?

III – Pós-investimento

1. Após o investimento, a estratégia utilizada é *hands-on* ou *hands-off*? Se é *hands-on*, quais são as principais intervenções que a empresa realiza? Durante o processo entre o investimento e o desinvestimento, como é que o capital de risco é gerido de forma a atingir o objetivo pretendido, ou seja, o lucro?

IV – O desinvestimento

1. O desinvestimento ocorre, na sua maioria, nos timings desejados?
2. Quais são os tipos de desinvestimento mais utilizados nas empresas?

APÊNDICE 2 – GUIÃO DA ENTREVISTA PARA AS ENTIDADES FINANCIADAS

I – Contextualização da empresa

1. Descrição da empresa (nº de trabalhadores, ano de fundação, área de negócio e ano em que obteve financiamento externo)
2. Descrição pessoal do entrevistado (função na empresa e ano de entrada)
3. Que meios de comunicação utilizou para perceber que entidades estavam dispostas a financiar a sua empresa?
4. Qual o motivo que levou a empresa a procurar o financiamento por capital de risco?

II – Pré-investimento

1. Que critérios utilizou para avaliar as oportunidades oferecidas pelas entidades financiadoras?
2. Breve descrição das principais etapas de um processo de investimento, abordando pontos como o tempo médio até ao acordo e o tempo médio de duração do investimento.
3. Quais as principais cláusulas que foram colocadas no acordo com a empresa que financia?

III – Pós-investimento

1. Quais os indicadores de melhoria que o financiamento proporcionou?
2. A estratégia utilizada foi *hands-on* ou *hands-off*? Se foi *hands-on*, quais são as principais intervenções que foram realizadas?

APÊNDICE 3 – CONSENTIMENTO INFORMADO

Assumo a minha participação de livre vontade no estudo proposto pelo Professor Doutor Jorge Miguel Oliveira Sá Cunha (professor associado à Universidade do Minho e diretor do Mestrado em Engenharia Industrial) ao aluno Nuno Miguel Silva Lopes (aluno do Mestrado em Engenharia Industrial da Universidade do Minho) relativamente à temática do financiamento por capital de risco. Os objetivos deste estudo foram-me apresentados, os quais foram compreendidos e aceites. Como referido acima, a minha participação nesta entrevista é voluntária e poderei desistir no decorrer da mesma, sem qualquer prejuízo associado. Por último, foi-me informado que a entrevista será gravada apenas para efeitos de elaboração de notas e resumo pelo aluno, aceitando essa condição, e ainda que toda a informação recolhida será tratada de forma confidencial e cujas gravações não serão nunca distribuídas.

Assinatura do aluno:

Assinatura do orientador:

Assinatura do entrevistado: