

Impacto do Capital de Risco em Portugal

Emprego, Crescimento e Internacionalização

julho de 2025

Paulo Viegas de Carvalho

Carlos Manuel Pinheiro



iscte — Executive
Education

ÍNDICE

Sumário executivo.....	3
1. Dados e Metodologia.....	7
2. Efeitos Económicos e Financeiros Associados ao Capital de Risco.....	10
2.1 Emprego e volume de negócios.....	12
2.2 Rendibilidade e eficiência da utilização dos ativos.....	17
2.3 Estrutura financeira e investimento.....	19
2.4 Impacto fiscal.....	21
3. Capital Mobilizado pelas Sociedades Gestoras.....	23
4. Conclusões e Recomendações.....	26
Bibliografia.....	28

Sumário executivo

A partir de 2020, a economia mundial enfrentou uma série de desafios sem precedentes, como a pandemia de COVID-19, a escalada abrupta dos preços de energia, a inflação acentuada em 2022, as disrupções nas cadeias globais de abastecimento e o agravamento das tensões geopolíticas. Neste contexto, economias como a portuguesa — com ecossistemas de inovação em fase de consolidação — revelam uma particular dependência de mecanismos alternativos de financiamento empresarial para mitigar riscos e sustentar o crescimento.

O capital de risco configura-se como um instrumento de financiamento de médio a longo prazo, direcionado a empresas com elevado potencial de crescimento, em fases iniciais ou em processo de expansão e consolidação. No seu âmbito, distinguem-se dois segmentos principais: o Venture Capital e o Private Equity, com perfis de risco e retorno distintos.

O Venture Capital incide sobre empresas emergentes, frequentemente *startups*, caracterizadas por modelos de negócio ou tecnologias inovadores, mas ainda não comprovados, e com historial operacional limitado. Este segmento envolve níveis de risco significativamente elevados, decorrentes da incerteza quanto à viabilidade e escalabilidade do negócio, embora o potencial de valorização do capital investido seja igualmente elevado. Em contraste, o Private Equity dirige-se a empresas mais maduras, com estruturas consolidadas e desempenho financeiro verificável, geralmente em fases de reestruturação, internacionalização ou preparação para operações de aquisição. Nestes casos, o risco é relativamente mais contido, embora continue presente, especialmente no que respeita à execução das estratégias de valorização. Ambos os segmentos partilham o objetivo de gerar retornos substanciais através da alienação futura das participações, mas distinguem-se essencialmente pelo estágio de desenvolvimento das empresas-alvo e pelo grau de risco associado à operação.

Em Portugal, o capital de risco tem assumido um papel relevante na promoção da inovação e do crescimento económico. O presente estudo analisa o impacto do capital de risco na criação de valor e na resiliência das empresas portuguesas durante um período marcado por instabilidade global. Para tal, foram analisados dados relativos a empresas apoiadas por capital de risco, com informação atualizada até 2023 e respetiva situação no final de 2014 (ou na data do investimento, se posterior). Os dados foram

recolhidos através de um questionário enviado a 60 Sociedades de Capital de Risco (SCR), das quais 16 responderam, disponibilizando informação correspondente a um total de 4.46 mil milhões de euros de capital angariado junto de investidores.

Tendo por base os dados divulgados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM, 2023) — excluindo as Sociedades Gestoras de Organismos de Investimento Coletivo —, a amostra equivale a 26.7% das empresas do setor, representando 48.2% do total de ativos geridos. Em termos médios, cada SCR que respondeu ao inquérito angariou cerca de 279 milhões de euros, o que representa um crescimento de 133.5% face ao valor reportado no estudo anterior com dados de 2019 (Carvalho e Nunes, 2021), reforçando a representatividade da amostra analisada.

Os resultados obtidos neste estudo proporcionam as seguintes evidências relativamente às empresas financiadas por SCR:

- **Impacto no emprego**

Em média, as empresas apoiadas por capital de risco empregam 15.1 vezes o número de trabalhadores da média nacional por empresa (125.0 vs. 8.3). No segmento de Private Equity, este múltiplo ascende a 27.9 vezes. Para além do maior número absoluto de trabalhadores, em termos globais estas empresas apresentam também uma variação do emprego, entre 2014 e 2023, 35.6 pontos percentuais (p.p.) superior à da média nacional. No segmento de Venture Capital, este crescimento é ainda mais expressivo, superando a variação da média nacional em 73.9 p.p.. A extrapolação destes resultados para o universo das empresas participadas por SCR sugere que estas são responsáveis por cerca de 5.5% do emprego nas empresas não financeiras em Portugal com contas publicadas (excluindo determinadas formas jurídicas específicas¹). Esta extrapolação baseia-se na suposição de que a amostra analisada é representativa em termos médios. Embora os resultados sejam consistentes com os dados disponíveis, é importante considerar que a composição da amostra pode influenciar os valores projetados.

¹ Devido às suas especificidades foram excluídas as formas jurídicas Cooperativa, Associação, Sector empresarial local/regional/Estado, Estabelecimento Individual de responsabilidade limitada, Fundo, Entidades Públicas.

- **Impacto no volume de negócios**

As empresas financiadas por capital de risco geram, em média, um volume de negócios 12.3 vezes o da média nacional por empresa, com destaque para o segmento de Private Equity, onde essa relação atinge 22.0 vezes. Quando projetado para o total de empresas participadas, as empresas financiadas por capital de risco contribuem 4.4% para o volume de negócios nacional. Estes resultados, em conjunto com os dados sobre emprego, reforçam o papel estratégico do capital de risco como catalisador de crescimento e como instrumento de reforço da competitividade da economia portuguesa, especialmente em contextos macroeconómicos adversos.

- **Impacto nas vendas internacionais**

Quase metade (48.8%) do volume de negócios das empresas apoiadas por capital de risco corresponde a vendas internacionais, o que reforça a tese de que este modelo de financiamento contribui para a internacionalização da economia portuguesa. Este valor representa uma subida significativa face ao apurado no estudo anterior com dados até 2019 (37.3%). O segmento de Private Equity destaca-se com a maior contribuição, ao apresentar a maior percentagem de exportações (51.1%).

- **Impacto na rendibilidade e eficiência dos ativos**

Verifica-se um incremento significativo na rotação do ativo e na rendibilidade das empresas participadas, muito acima do observado para a média nacional, demonstrando o contributo do capital de risco para a eficiência do investimento, a sustentabilidade financeira e a criação de valor. Estes resultados reforçam as conclusões do estudo anterior, com dados até 2019. Destaca-se também a expressiva variação positiva, em 2023, nas empresas financiadas por Venture Capital, especialmente quando comparadas aos baixos níveis de rendibilidade observados em 2014. Esse crescimento reflete potencialmente a maior maturidade dos investimentos, com as empresas investidas em estágios mais avançados de desenvolvimento, que priorizam a rendibilidade em vez do crescimento.

- **Impacto na capitalização e no investimento**

Entre 2014 e 2023 as empresas financiadas por capital de risco — especialmente no segmento de Venture Capital — demonstraram um crescimento expressivo da respetiva autonomia financeira e uma estabilidade do peso dos investimentos de longo prazo, excedendo largamente

a variação registada no mesmo período pela média nacional. Estes indicadores são determinantes para aferir sobre a sustentabilidade e o crescimento das empresas. Novamente, os resultados estão alinhados com os apresentados no relatório anterior.

A capacidade das SCR de mobilizar recursos significativos e de fomentar empresas com desempenho superior ao da média nacional evidencia o potencial transformador deste modelo de financiamento sobre o tecido empresarial português. No entanto, apesar da evolução positiva observada, o peso relativo do investimento em capital de risco continua a situar-se abaixo da média europeia, conforme documentado por diversos estudos (e.g., Invest Europe, 2024; Botsari et al., 2021). Esta realidade limita o aproveitamento pleno do potencial do capital de risco para impulsionar *startups* e Pequenas e Médias Empresas em Portugal.

1. Dados e Metodologia

Este estudo baseia-se na análise de um conjunto de variáveis recolhidas através das respostas de 16 Sociedades de Capital de Risco a um questionário enviado em dezembro de 2024. Os dados dizem respeito às entidades nas quais estas SCR mantiveram investimentos no período compreendido entre 2014 e 2023. As respostas ao inquérito foram complementadas com dados provenientes da CMVM, do Banco de Portugal e da Invest Europe.

As variáveis analisadas incluem: Número Total de Empregados, Vendas Totais (V), Vendas Internacionais (VI) — resultantes de exportações e/ou subsidiárias no estrangeiro —, Ativo Total (AT), Ativo Fixo (AF), Capital Próprio (CP), EBITDA e Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas (IRC) pago. Complementarmente, foram extraídas do SABI INFORMA informações sobre empresas com atividade em Portugal no final de 2014 e de 2023, abrangendo todas as entidades não financeiras com contas publicadas, com exceção de algumas formas jurídicas específicas (e.g., cooperativas, associações, setor empresarial do Estado, estabelecimentos individuais de responsabilidade limitada, fundos, entidades públicas) e empresas de grande dimensão (volume de negócios superior a mil milhões de euros), de forma a manter uma análise mais representativa em relação às participadas de capital de risco.

Foram solicitados dados relativos ao final de 2023 (ou à data do desinvestimento, se anterior) e ao final de 2014 (ou à data de aquisição, se posterior). O conjunto de dados obtido cobre 535 empresas, que representam 37.7% das 1418 participações divulgadas pela CMVM no seu relatório referente a 2023. Das 16 SCR que responderam, três forneceram informação parcial. Para lidar com lacunas nos dados, foram aplicadas *proxies* e estimativas. Por exemplo, nos casos em que não foi reportado o valor das vendas em 2014, mas existia informação de 2023, assumiu-se estabilidade, mantendo-se o mesmo valor para ambos os períodos.

Além dos dados económico-financeiros, o inquérito recolheu também informação sobre o capital acumulado total angariado junto de investidores, discriminado por origem: capital próprio da Sociedade Gestora/Gestores, setor público nacional, setor privado nacional e capital internacional. No conjunto das 16 SCR, o montante total de capital angariado ascendeu a 4.46 mil milhões de euros, o que representa 48.2% do total de ativos sob gestão pelas SCR, conforme dados divulgados pela CMVM no seu relatório

de 2023. O valor médio de capital angariado por sociedade foi de 279 milhões de euros, o que representa um acréscimo de 133.5% face ao valor registado no estudo anterior (com dados até 2019). Apesar da taxa de resposta de 26.7%, a representatividade em termos de valor angariado reforça a relevância da amostra e a robustez dos resultados. Importa, no entanto, reconhecer que a diversidade do universo das SCR por não estar integralmente refletida nas respostas obtidas, o que deve ser tido em conta na leitura dos resultados.

A partir dos dados recolhidos, foram calculados diversos rácios com o objetivo de permitir uma análise abrangente das dimensões económica e financeira das empresas participadas por SCR, avaliando a sua situação em dois momentos temporais (2014 e 2023) e os efeitos potenciais da intervenção do capital de risco. Os rácios considerados foram:

- Autonomia Financeira (CP / AT)
- Estrutura do Ativo (AF / AT)
- Cobertura do Ativo Fixo por Capital Próprio (AF / CP)
- Margem EBITDA (EBITDA / V)
- Rendibilidade do Ativo (EBITDA / AT)
- Rotação do Ativo (V / AT)
- Rotação do Ativo Fixo (V / AF)
- Peso das Vendas Internacionais (VI / V)
- Vendas por Empregado (em milhares de euros)

Dado que a informação recolhida não permitiu a classificação das empresas financiadas por setor de atividade, a análise dos rácios foi realizada com base em agregados, tanto para as empresas participadas como para o conjunto das empresas portuguesas com dados disponíveis. Embora uma análise setorial pudesse evidenciar diferenças relevantes, assume-se que, em termos médios, essas variações não comprometem a validade das conclusões, especialmente considerando a representatividade da amostra.

Importa também referir que, apesar de o conjunto de empresas analisadas diferir do incluído no estudo publicado em 2021, foram efetuadas comparações entre os dois exercícios, sempre que possível, para aferir eventuais tendências de evolução.

Com o objetivo de aprofundar a análise, a amostra foi segmentada segundo dois critérios: i) segmento de capital de risco (Venture Capital [VC] vs. Private Equity [PE]); ii) dimensão das empresas financiadas. Das 535 empresas analisadas, 307 (57.4%) foram classificadas no segmento de VC, sendo as restantes integradas no segmento de PE.

Relativamente à dimensão, as empresas foram agrupadas em: i) grandes e médias empresas (GM); ii) pequenas e microempresas (PM), seguindo a tipologia do Instituto Nacional de Estatística (INE). Assim, foram consideradas médias ou grandes empresas aquelas que, em 2014, empregavam mais de 50 trabalhadores e cujo volume de negócios anual ou ativo total anual excedia os 10 milhões de euros. Com base nestes critérios, 199 empresas (37.2% da amostra) foram classificadas no grupo GM, sendo as restantes integradas no grupo PM. Entre 2014 e 2023, 36 empresas do grupo PM transitaram para o grupo GM, enquanto oito empresas inicialmente classificadas como GM passaram a integrar o grupo PM. Os rácios referidos foram calculados para os dois segmentos de capital de risco (VC e PE), bem como para os dois grupos de empresas (GM e PM), com base na classificação existente em 2014.

A secção seguinte do relatório apresenta os principais resultados obtidos e a evolução dos indicadores, em termos médios por empresa participada² por capital de risco, ao longo do período em análise (2014–2023).

² A utilização do termo participadas no contexto deste documento refere-se não apenas às empresas que receberam investimentos das SCR sob a forma de dotações de capital, mas também as que receberam investimentos com dívida.

2. Efeitos Económicos e Financeiros Associados ao Capital de Risco

O Quadro 1 sintetiza os principais indicadores financeiros e de emprego das empresas que receberam investimentos por parte de SCR. Os dados evidenciam que, em média, as empresas participadas apresentam uma dimensão e um desempenho económico significativamente superiores aos da empresa média em Portugal. Por exemplo, uma empresa financiada por SCR emprega, em média, 125 trabalhadores, enquanto a média nacional se situa nos 8.3 empregados por empresa. O volume de negócios (15.3 milhões de euros) e o valor do ativo total (31.4 milhões de euros) superam igualmente, de forma expressiva, os valores registados pelas empresas nacionais em termos médios.

Tal como identificado no estudo publicado em 2021 (com dados até 2019), a evidência recolhida no presente inquérito reforça a conclusão de que o capital de risco tende a ser canalizado para empresas com uma dimensão claramente superior à da média nacional. Estas diferenças são particularmente expressivas no segmento de PE, onde se concentram empresas mais maduras e já estabelecidas. O segmento de VC está maioritariamente orientado para empresas em fases iniciais do seu ciclo de vida, como *startups* ou empresas emergentes.

Quadro 1 – Indicadores financeiros e de emprego (2023)

Unidade: milhões de euros (exceto no emprego)

	Participadas por SCR (total)	Média por participada			Média (nacional) por empresa
		Total	Venture Capital	Private Equity	
Emprego	64,896	125.0	49.9	230.5	8.3
Vendas e prestação de serviços- total (V)	8,212	15.3	6.3	27.5	1.2
Vendas e prestação de serviços internacionais (VI)	3,231	7.5	1.1	14.0	NA
EBITDA	817	1.5	-1.1	5.0	0.2
Ativo- total (AT)	16,643	31.4	15.5	52.7	2.4
Ativo Fixo- total (AF)	5,257	10.0	5.6	15.9	0.9
Capital Próprio- total (CP)	5,561	10.6	5.7	17.0	0.9

Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI INFORMA

Partindo do pressuposto de que a empresa média entre as 535 analisadas é representativa do universo das 1418 empresas financiadas por SCR em 2023, é possível estimar os impactos agregados ao nível do emprego e do volume de negócios. Com base nesta aproximação, estima-se que estas empresas sejam

responsáveis por cerca de 177 mil postos de trabalho e 21.7 mil milhões de euros em volume de negócios. Quando comparados com o universo analisado de empresas com atividade em Portugal no final de 2023 (cerca de 390 mil empresas), estes valores correspondem a 5.5% do emprego total e 4.4% do volume de negócios total.

Estes resultados representam um crescimento substancial face aos dados do estudo anterior (com base em 2019), onde se estimava que as empresas financiadas por SCR correspondiam a 1.73% do emprego total e 1.27% do volume de negócios. Esta evolução aponta para um aumento da penetração do capital de risco no tecido empresarial português, bem como para um reforço do seu contributo para a economia nacional.

A análise desagregada por dimensão das empresas participadas (Quadro 2) confirma a existência de diferenças significativas entre os dois grupos considerados — grandes e médias empresas (GM) e pequenas e microempresas (PM) — diferenças essas esperadas, dado o critério de segmentação adotado. Importa, contudo, sublinhar que estas discrepâncias atingem o seu ponto mais elevado no caso das vendas internacionais por empresa, com as empresas do grupo GM a apresentarem valores cerca de 25 vezes superiores aos registados pelas empresas do grupo PM.

Quadro 2 – Indicadores financeiros e de emprego (2023): Subdivisão por Dimensão

Unidade: milhões de euros (exceto no emprego)

	Média por participada	
	Grandes e Médias Empresas	Pequenas e Microempresas
Emprego	307.4	17.0
Vendas e prestação de serviços (V)	38.0	2.0
Vendas e prestação de serviços internacionais (VI)	18.9	0.8
EBITDA	4.6	-0.3
Ativo Total (AT)	78.7	3.4
Ativo Fixo (AF)	24.6	1.4
Capital Próprio (CP)	26.0	1.5

Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education

Adicionalmente, destaca-se que o EBITDA médio por empresa no grupo das PM é negativo, o que poderá refletir a presença de empresas em estágios iniciais de desenvolvimento (*early stage*), com forte

investimento inicial e retorno ainda limitado — um perfil típico das empresas financiadas no âmbito do segmento VC.

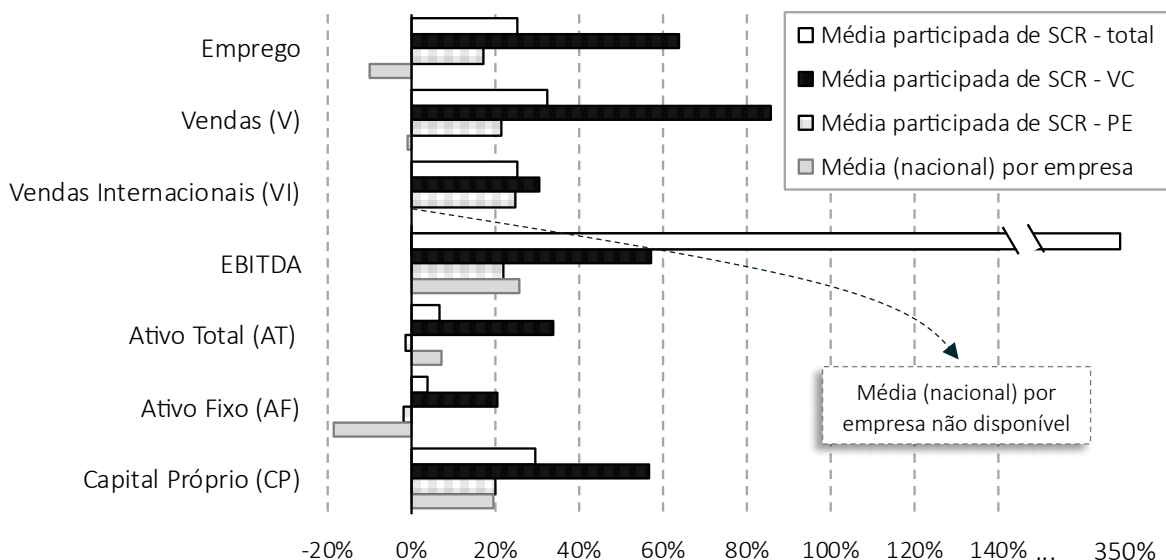
Os subpontos seguintes aprofundam a análise evolutiva de vários indicadores, permitindo aferir de forma mais detalhada os impactos económicos e financeiros da intervenção do capital de risco no período em análise.

2.1 Emprego e volume de negócios

A evolução dos indicadores por empresa, entre 2014 e 2023 (Gráfico 1), revela variações positivas em todos os casos, algumas das quais de magnitude particularmente expressiva. Destaca-se o comportamento do EBITDA, que nas empresas apoiadas por capital de risco registou um aumento de 341.9%, superando a média nacional em 316.4 p.p. Esta evolução reflete a capacidade das empresas participadas por capital de risco para recuperarem a partir de níveis iniciais reduzidos de rentabilidade, especialmente evidentes no segmento de VC. Este segmento justifica, em grande medida, a diferença acentuada face à média nacional, uma vez que o ponto de partida em 2014 é de valores claramente negativos (-2.5 milhões de euros de EBITDA por empresa).

A evolução do emprego nas empresas financiadas por capital de risco merece igualmente destaque. Para além de apresentarem, em média, um número superior de postos de trabalho por empresa, estas entidades demonstram uma maior capacidade de criação líquida de emprego, crescendo mais do que a média das empresas em Portugal, sobretudo no segmento de VC. Este segmento salienta-se ainda pela maior variação percentual das vendas, do capital próprio, do ativo total e do ativo fixo no período em análise face à média das empresas portuguesas, o que sugere estratégias de investimento e expansão mais dinâmicas e sustentadas por um reforço do capital próprio.

Gráfico 1 – Variação (%) de 2014 (ou data de aquisição, se posterior) até 2023



Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI INFORMA

A análise desagregada da evolução do emprego e das vendas por dimensão das empresas participadas por SCR, apresentada nos Gráficos 2 e 3, evidencia que, em termos médios por empresa, o crescimento relativo do emprego e das vendas é substancialmente mais acentuado no grupo de empresas de menor dimensão. Importa destacar que 18.1% das empresas inicialmente classificadas neste grupo (num total de 36 empresas) transitaram para o grupo das maiores empresas entre 2014 e 2023. Assim, embora as empresas atualmente integradas no grupo GM sejam responsáveis pela maior parcela do emprego e do volume de negócios agregados, são as empresas do grupo PM que evidenciam o ritmo de crescimento mais elevado — fenómeno que poderá estar associado ao dinamismo típico de empresas mais jovens.

Gráfico 2- Emprego por participada

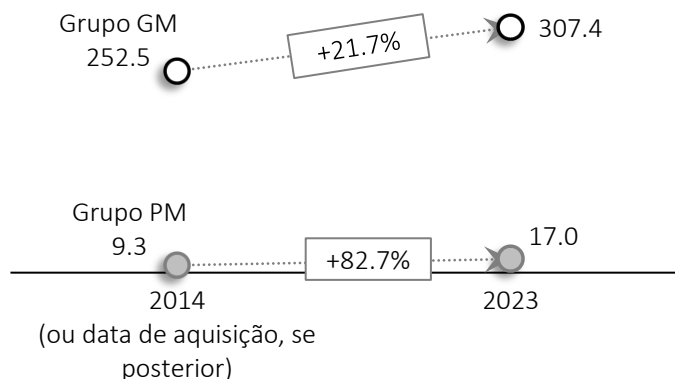
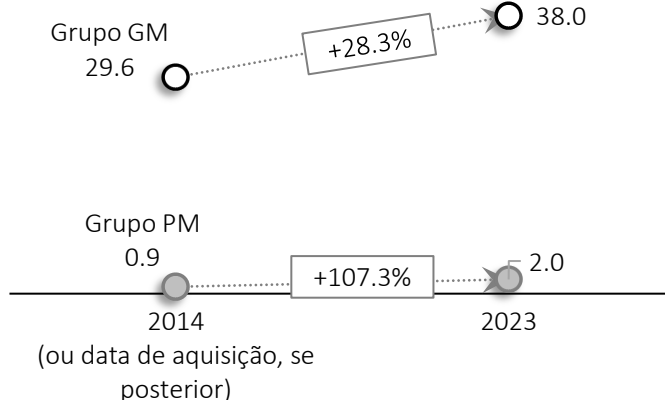


Gráfico 3- Vendas (milhões de euros) por participada



Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education

Apesar do crescimento expressivo do emprego e das vendas por empresa, é relevante questionar como se posicionam as empresas apoiadas por capital de risco em termos de produtividade laboral, nomeadamente nas vendas por colaborador, face à média nacional. O Quadro 3 mostra que, em 2023, as empresas participadas por capital de risco registavam um valor de vendas por colaborador inferior ao da média nacional, situando-se nos 126.5 mil euros. Em termos evolutivos, ao longo da década terminada em 2023 (Gráfico 4), a variação percentual das vendas por colaborador nas participadas por capital de risco revelou um trajetória semelhante à da empresa média em Portugal, mas o segmento VC salienta-se novamente pelo maior aumento da produtividade laboral, confirmando o elevado potencial de crescimento das empresas classificados neste segmento.

Quadro 3 – Negócio por empregado e negócio internacional (2023)

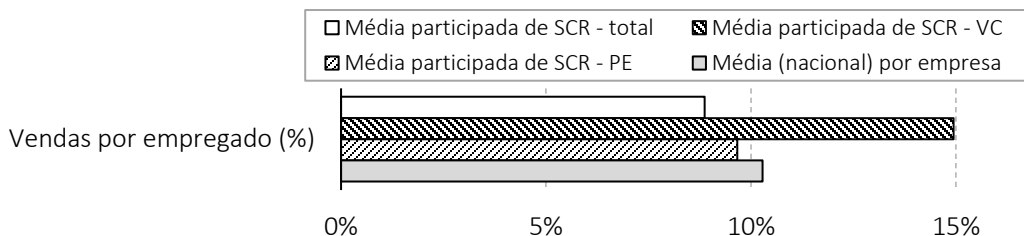
	Média por participada de SCR			Média (nacional) por empresa
	Total	Venture Capital	Private Equity	
Vendas por empregado (milhares de euros)	126.5	128.4	126.0	150.9
Peso de vendas internacionais (VI / V)	48.8%	17.3%	51.1%	NA

Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI INFORMA

Atendendo às especificidades do setor de capital de risco, é possível avançar algumas hipóteses explicativas para a diferença observada nas vendas por empregado em 2023, bem como para a respetiva evolução desde 2014. Por um lado, é plausível que as empresas financiadas por capital de risco priorizem estratégias orientadas para o crescimento da receita e da quota de mercado, em detrimento de ganhos

imediatos de produtividade. Por outro lado, é expectável que uma parte significativa destas empresas se encontre em estádios iniciais do seu ciclo de vida — característica típica do VC — que implica frequentemente a realização de investimentos intensivos, com retornos económicos diferidos no tempo.

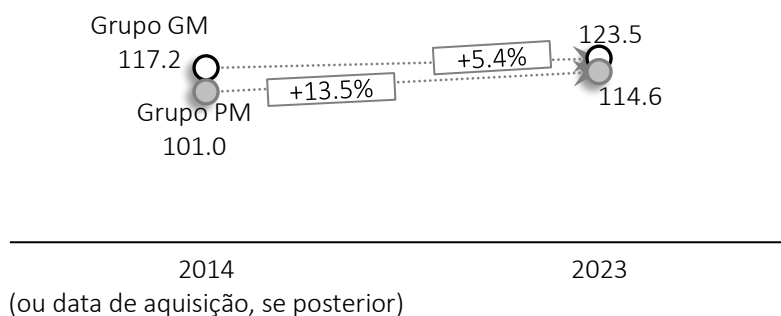
Gráfico 4 – Vendas por empregado: Variação (%) de 2014 (ou data de aquisição, se posterior) até 2023



Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI INFORMA

Quando se analisa a evolução das vendas por colaborador em função da dimensão das empresas financiadas por capital de risco (Gráfico 5), verifica-se que são as empresas de menor dimensão que registam o maior crescimento, o que é expectável, dado serem estas as que dispõem de maior margem para expansão da sua atividade.

Gráfico 5- Vendas por empregado nas participadas (milhares de euros)

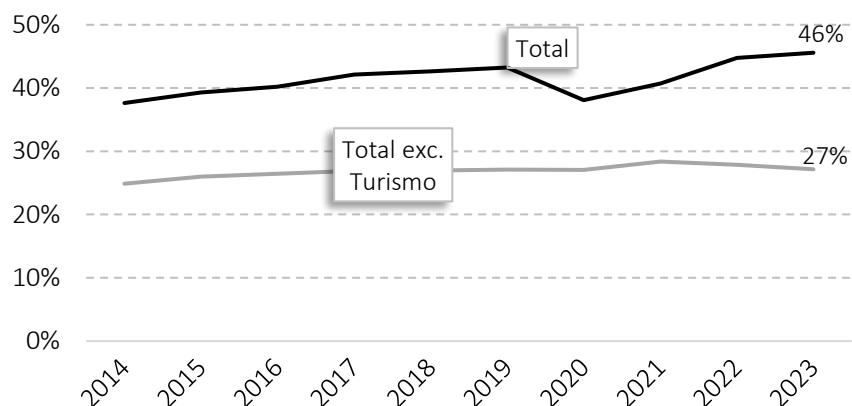


Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education

O Quadro 3, antes apresentado, indica que 48.8% do volume de negócios por empresa participada por capital de risco correspondia a vendas internacionais, resultado que se deve em grande medida à contribuição do segmento PE. Na ausência de dados comparáveis para o universo das empresas em Portugal, e à semelhança da abordagem adotada no estudo de 2021, procedeu-se a uma comparação com a evolução do peso das exportações no Produto Interno Bruto (PIB) (Gráfico 6). Embora o peso das exportações nacionais tenha registado uma trajetória positiva ao longo do período em análise, os valores

observados permanecem abaixo da proporção de vendas internacionais registada pelas empresas participadas por capital de risco. A expressiva percentagem de vendas internacionais reflete, por um lado, a relevância atribuída pelo segmento de PE à orientação para mercados externos e, por outro, sugere que o capital de risco poderá desempenhar um papel importante na promoção da internacionalização da economia portuguesa.

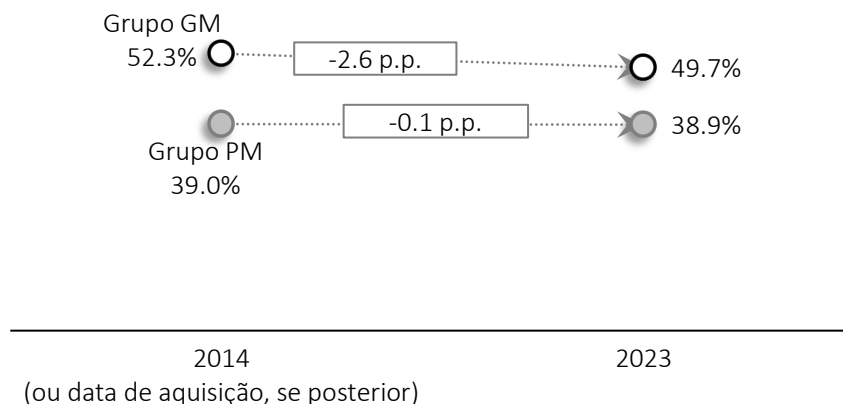
Gráfico 6 – Exportações nacionais em % do PIB



Fonte: Banco de Portugal

Apesar de apresentarem um peso inferior das vendas internacionais face ao grupo GM, é relevante destacar que mesmo as empresas participadas de menor dimensão evidenciam a propensão exportadora característica das entidades financiadas por capital de risco (Gráfico 7), ainda que, no período em análise, se verifique uma ligeira redução desse indicador em ambos os grupos.

Gráfico 7- Peso de vendas internacionais – participadas (VI / V)



Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education

2.2 Rendibilidade e eficiência da utilização dos ativos

O impacto do capital de risco pode também ser aferido através da comparação da rendibilidade e da eficiência na utilização dos ativos — medidas respetivamente pela Rendibilidade do Ativo e pelas rotações do Ativo Total e do Ativo Fixo — entre as empresas participadas por SCR e a média nacional por empresa (Quadro 4).

Quadro 4 – Rendibilidade e eficiência (2023)

	Média por participada de SCR			Média (nacional) por empresa
	Total	Venture Capital	Private Equity	
Margem EBITDA (EBITDA / V)	10.1%	-17.1%	18.2%	13.4%
Rendibilidade do Ativo (EBITDA / AT)	4.9%	-6.9%	9.5%	7.1%
Rotação do Ativo (V / AT)	48.9%	40.9%	52.2%	52.7%
Rotação do Ativo Fixo (V / AF)	153.0%	113.7%	173.2%	141.1%

Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI INFORMA

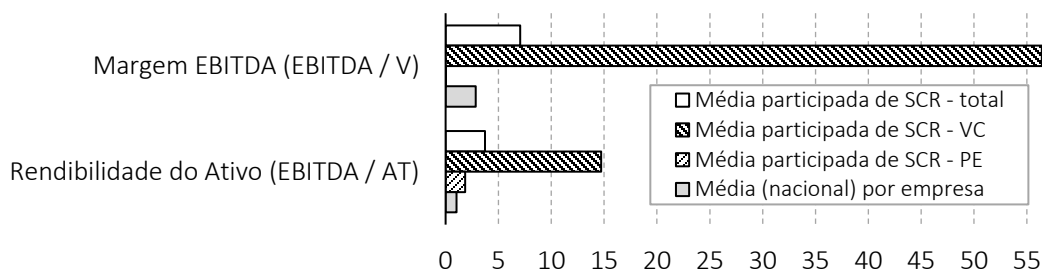
Os resultados evidenciam que, face à empresa média em Portugal, a rendibilidade (medida pela margem EBITDA e pela rendibilidade do Ativo) e a eficiência (avaliada pela rotação do Ativo Total e do Ativo Fixo) são ligeiramente inferiores no conjunto das empresas participadas. Esses valores mais baixos são explicados pelo segmento de VC, que inclui empresas em estágios iniciais de desenvolvimento, caracterizadas por maior risco e menor retorno imediato. Em contraste, o segmento de PE, que investe

em empresas mais maduras, apresenta um desempenho de eficiência e sobretudo de rentabilidade bastante superior à média nacional.

Importa também destacar que, em comparação com os resultados do estudo anterior (rotação do ativo de 30.4% e rotação do ativo fixo de 78% em 2019), os dados de 2023 demonstram uma evolução positiva destes indicadores, não obstante o contexto macroeconómico adverso vivido entre 2019 e 2023.

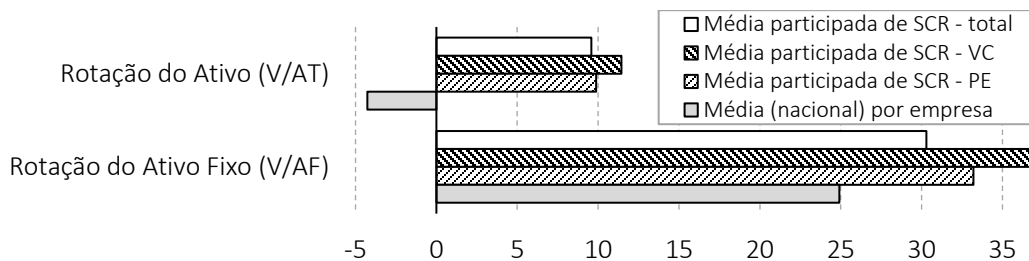
Ao estender a análise ao período entre 2014 e 2023 (Gráficos 8 e 9), observa-se que as empresas financiadas por capital de risco registaram ganhos significativos em termos de rentabilidade e eficiência na utilização dos ativos, superando o desempenho médio registado pelas empresas nacionais. Estes ganhos são particularmente acentuados no segmento VC, resultado da expressiva recuperação do EBITDA por empresa ao longo do período.

Gráfico 8 – Rentabilidade: Variação (p.p.) de 2014 (ou data de aquisição, se posterior) até 2023



Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI INFORMA

Gráfico 9 – Eficiência dos ativos: Variação (p.p.) de 2014 (ou data de aquisição, se posterior) até 2023



Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI INFORMA

Quando a análise é segmentada segundo a dimensão das empresas participadas, identificam-se diferenças significativas na margem EBITDA e na sua evolução. Conforme apresentado no Gráfico 10, as empresas de menor dimensão (grupo PM) apresentam, nas fases iniciais do investimento, margens

EBITDA negativas, mas registam uma recuperação expressiva nos anos seguintes. O facto de a margem EBITDA média neste grupo continuar negativa pode estar associado à presença de empresas mais recentes (com entrada após 2014), ainda em fase de consolidação, ou a investimentos com desempenho abaixo do projetado — incluindo casos de insucesso, o que reforça a natureza de alto risco inerente ao capital de risco, sobretudo no segmento VC.

As empresas do grupo GM, por outro lado, evidenciam maior estabilidade na margem EBITDA ao longo do período, com níveis claramente superiores aos observados nas empresas de menor dimensão, o que poderá estar associado a menor risco operativo e maior maturidade empresarial.

Relativamente à eficiência na utilização dos ativos (Gráfico 11), verifica-se uma evolução positiva transversal à dimensão das empresas. Embora as empresas do grupo PM revelem, em média, uma maior eficiência relativa na utilização dos seus ativos, é nas empresas de maior dimensão (GM) que se observa o crescimento mais acentuado da rotação do ativo, o que poderá estar relacionado com a capacidade destas empresas em gerar ganhos de escala e em otimizar recursos à medida que expandem a atividade.

Gráfico 10 – Margem EBITDA por participada

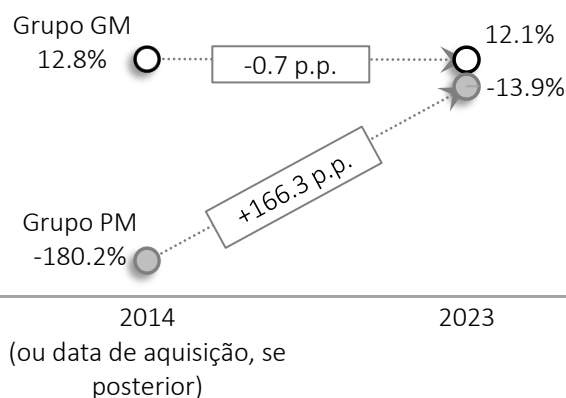
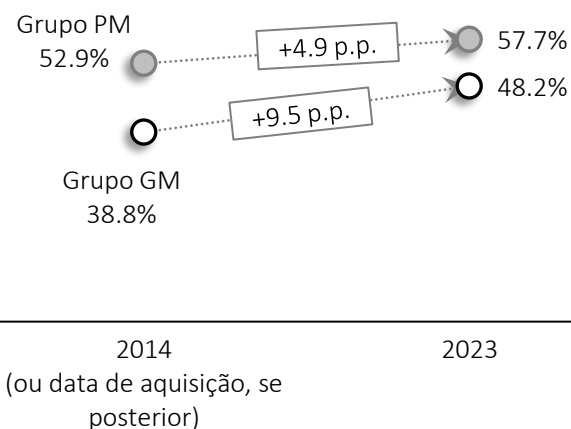


Gráfico 11 – Rotação do ativo total por participada



Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education

2.3 Estrutura financeira e investimento

Comparativamente à média das empresas em Portugal, as empresas participadas por SCR apresentavam, em 2023, uma autonomia financeira ligeiramente inferior, com 33.8% do ativo total financiado por capital

próprio, e um menor peso relativo de investimentos de longo prazo, refletido na proporção do ativo fixo face ao ativo total (Quadro 5). Em contrapartida, estas empresas exibiam maior cobertura do ativo fixo por capital próprio, sinalizando um equilíbrio adequado na correspondência entre as fontes de financiamento de médio e longo prazo e os ativos com igual maturidade.

Quadro 5 – Estrutura Financeira e Investimento (2023)

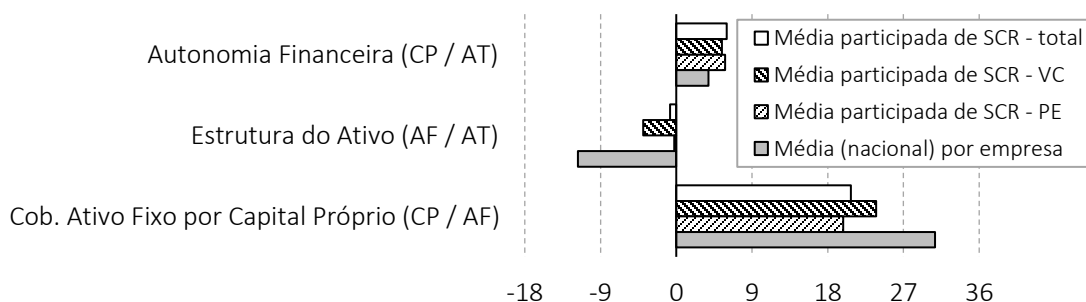
	Média por participada de SCR			Média (nacional) por empresa
	Total	Venture Capital	Private Equity	
Autonomia Financeira (CP / AT)	33.8%	37.0%	32.2%	36.0%
Ativo Fixo / Ativo Total (AF / AT)	31.9%	36.0%	30.1%	37.4%
Cob. do Ativo Fixo por Capital Próprio (CP / AF)	105.8%	103.0%	106.8%	96.3%

Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI

A análise evolutiva entre 2014 e 2023 (Gráfico 12) sugere que a intervenção do capital de risco contribui de forma positiva para o reforço da capitalização das empresas financiadas. No período em análise, estas empresas aumentaram significativamente a sua autonomia financeira, com um acréscimo médio de 6.0 p.p. face ao valor registado em 2014.

No caso da média nacional, o crescimento superior do rácio de Cobertura do Ativo Fixo por Capital Próprio resulta sobretudo de uma redução do valor do ativo fixo por empresa, que se reflete na diminuição do rácio da estrutura do ativo (medido pela proporção entre ativo fixo e ativo total).

Gráfico 12 – Variação (p.p.) de 2014 (ou data de aquisição, se posterior) até 2023



Fontes: Inquérito do ISCTE-Executive Education; SABI

Ao desagregar a evolução por dimensão das empresas financiadas, verifica-se que as empresas de menor dimensão (grupo PM) detêm, em média, níveis mais elevados de capitalização. No entanto, são as

empresas de maior dimensão (grupo GM) que registam a variação mais expressiva da autonomia financeira ao longo do período, com um aumento de 6.1 p.p.

As empresas do grupo PM distinguem-se ainda por apresentarem o maior peso relativo do ativo fixo no ativo total e por registarem também o maior crescimento deste indicador ao longo do período em análise, o que poderá refletir uma intensificação dos investimentos estruturais num contexto de crescimento e consolidação.

Gráfico 13 – Autonomia Financeira por participada

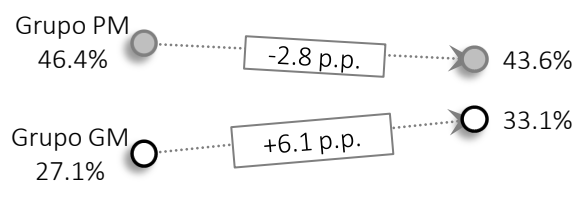
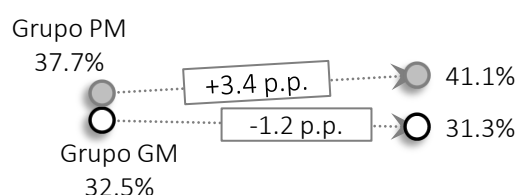


Gráfico 14 – Estrutura do Ativo por participada



2014
(ou data de aquisição, se
posterior)

2023

2014
(ou data de aquisição, se
posterior)

2023

Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education

2.4 Impacto fiscal

Para um total de 219 empresas participadas, foi possível quantificar o montante de IRC efetivamente pago. O valor total ascendeu a 474.5 milhões de euros, o que corresponde a uma média de aproximadamente 2.2 milhões de euros por empresa com informação disponível sobre o imposto.

Ao desgregarmos este valor por segmento, verificamos que a contribuição positiva do imposto por empresa provém fundamentalmente do segmento PE, no qual o IRC por empresa é de 2.38 milhões de euros. Em contrapartida, no segmento VC, este indicador é negativo (-179 mil euros por empresa), em linha com o EBITDA negativo historicamente observado nas empresas deste segmento. Muitas destas empresas ainda se encontram nas fases iniciais do seu ciclo de vida, em processo de investimento e

desenvolvimento, apresentando uma rentabilidade ainda incipiente ou inexistente, não tendo, por isso, gerado lucro tributável suficiente para dar origem ao pagamento de IRC.

Por seu turno, a decomposição da média do IRC pago pelas participadas por SCR, segmentadas pela dimensão das empresas, revela que 99.28% do total de IRC foi gerado pelas empresas do grupo GM. Este resultado pode ser explicado pelo facto de estas empresas representarem cerca de 92% do volume total de negócios das participadas por SCR e pelo EBITDA médio negativo registado neste grupo.

3. Capital Mobilizado pelas Sociedades Gestoras

Os valores reportados no presente estudo relativamente ao capital mobilizado — 4.46 mil milhões de euros no total e um valor médio de 279 milhões de euros por sociedade — são substancialmente superiores aos observados no estudo anterior, publicado em 2021 com dados até 2019, onde o total angariado foi de 1.2 mil milhões de euros, com um valor médio por sociedade de 119 milhões de euros. Considerando exclusivamente as sociedades que responderam a ambos os inquéritos, verifica-se em 2023 um aumento de 143.8% no capital angariado, face aos valores registados em 2019.

Esta evolução evidencia não só a crescente relevância e atratividade do capital de risco como mecanismo de investimento³, mas também o potencial de expansão futura do setor. Esta perspetiva encontra respaldo no European Innovation Scoreboard (EIS) — publicação anual da Comissão Europeia que oferece uma análise comparativa do desempenho dos Estados-Membros da União Europeia (UE) em matéria de investigação e inovação.⁴

O EIS considera, entre os seus indicadores, o peso relativo do investimento em capital de risco face ao PIB, assumindo este valor como uma *proxy* do dinamismo na criação de novos negócios. De acordo com a edição de 2024 do EIS, o investimento em capital de risco em Portugal correspondia a 0.068% do PIB, indicador que representa apenas 51% dos valores médios da UE, contribuindo para a classificação do país como "Moderadamente Inovador".

Este baixo peso relativo do capital de risco no PIB português é também evidenciado no relatório anual da Invest Europe (2024). De forma complementar, o estudo conduzido por Botsari et al. (2021) — patrocinado pelo Fundo Europeu de Investimento e pelo Banco Europeu de Investimentos — mostra que, em 2021, Portugal ocupava ainda uma posição modesta no que respeita à atratividade para investimento em capital de risco, ficando significativamente atrás de países como a Espanha. O desempenho superior de mercados como a Alemanha, Reino Unido e França era atribuído a fatores como: disponibilidade de

³ De acordo com dados da CMVM, o crescimento médio anual do número de participantes a investir em capital de risco mais do que triplicou recentemente, ao subir de 21.2%, entre 2012 e 2019, para 64.3% entre 2019 e 2023.

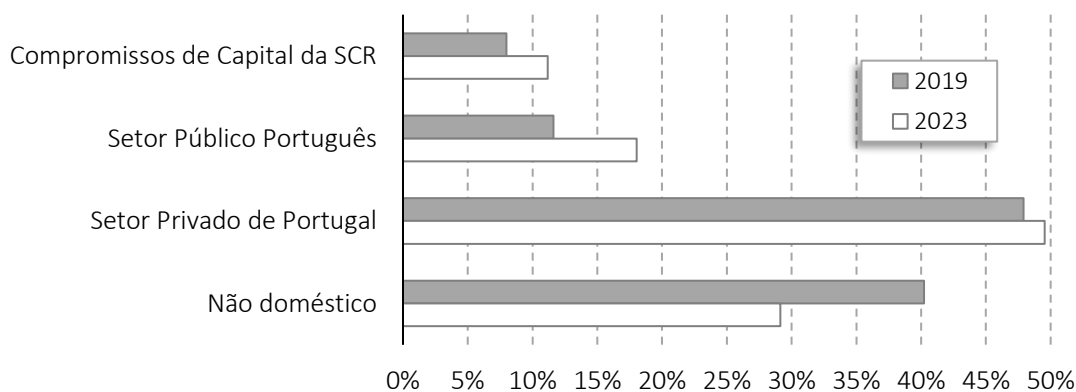
⁴ https://research-and-innovation.ec.europa.eu/statistics/performance-indicators/european-innovation-scoreboard_en

talento empreendedor, facilidade de acesso a financiamento, qualidade do pipeline de investimento e apoio governamental estruturado.

Quanto à origem do capital angariado junto de investidores (Gráfico 15), o Setor Privado Nacional mantém-se como principal fonte de financiamento, representando cerca de 50% do total captado. O capital de origem internacional surge ainda em segundo lugar, embora com um decréscimo face ao estudo anterior. Em contrapartida, verificou-se um aumento do peso dos compromissos de capital das próprias SCR, bem como dos investimentos provenientes do Setor Público Português.

Gráfico 15 – Origem do capital angariado em Portugal

(posição em 2019 e em 2023)



Fonte: Inquérito do ISCTE-Executive Education

Apesar de o capital angariado pelas SCR ser maioritariamente oriundo no setor privado, o acesso a capital privado em Portugal continua diminuto quando comparado com outros países europeus, tal como mostram os dados da Invest Europe, o estudo publicado em 2021 (Carvalho e Nunes, 2021) e a própria OCDE (2020). Salienta-se o considerável subdimensionamento do capital angariado junto de fundos de pensões e seguradoras face à Europa e o espaço para incrementar a representatividade dos investidores institucionais.

Em relação ao destino dos investimentos, de acordo com dados divulgados pela Invest Europe (2024), a maior parte do capital investido (26%) é canalizada para o setor da Informação, Comunicação e Tecnologia (ICT). A mesma fonte indica que apenas cerca de 20% do capital angariado foi destinado a primeiras rondas de financiamento, sendo a maior parte aplicada em rondas subsequentes, o que é

consistente com um ecossistema cada vez mais orientado para fases de consolidação e escalabilidade. Em 2023, o período médio de manutenção do investimento nas empresas participadas situava-se em cerca de seis anos.

4. Conclusões e Recomendações

Este estudo confirma que o capital de risco tem um impacto significativo na criação de emprego e na resiliência das empresas em Portugal, especialmente em contextos adversos e inesperados, como foi o caso da pandemia de COVID-19 (2020–2021). As empresas financiadas por capital de risco empregam, em média, um número significativamente superior de trabalhadores e demonstram uma maior capacidade de geração de novos postos de trabalho, em comparação com a média nacional. Estas empresas registam também volumes de negócios substancialmente mais elevados, posicionando-se como motores de crescimento empresarial e competitividade económica.

Adicionalmente, cerca de metade do volume de negócios das empresas participadas por sociedades de capital de risco corresponde a vendas internacionais, contribuindo de forma expressiva para o processo de internacionalização da economia portuguesa.

As empresas financiadas apresentam ainda maior eficiência operacional e rendibilidade dos ativos, bem como níveis superiores de autonomia financeira e maior intensidade de investimento de longo prazo. Estes resultados sugerem que o capital de risco constitui um instrumento fundamental para a sustentabilidade financeira, a criação de valor e a transformação estrutural do tecido produtivo nacional.

Contudo, apesar do expressivo crescimento do volume de capital mobilizado pelas sociedades de capital de risco — o que reflete a crescente importância desse mecanismo — o nível de investimento em capital de risco em Portugal continua significativamente abaixo da média europeia. Uma das possíveis explicações para esse subaproveitamento é o facto de o acesso das SCR a capital privado em Portugal ser ainda limitado, especialmente quando comparado com outros países europeus. Assim, recomenda-se o fortalecimento de políticas públicas que incentivem e viabilizem o investimento em capital de risco, especialmente em setores com alto potencial de inovação e crescimento.

Neste contexto, são essenciais as seguintes medidas:

- Desenho de políticas de incentivos à participação de investidores institucionais privados na classe de ativos.
- Desenho da oferta pública de capital de um fundo de fundos em condições compatíveis com o mercado privado, em linha com o que é praticado em vários países Europeus (e.g., ICO- Instituto

de Crédito Oficial em Espanha, Bpifrance em França, KfW na Alemanha, British Patient Capital no Reino Unido).

- Fomento à internacionalização das empresas financiadas por capital de risco, abrindo novos mercados e oportunidades.
- Fortalecimento de programas de apoio ao empreendedorismo e inovação através da ampliação da oferta e da eficácia dos programas destinados ao desenvolvimento do empreendedorismo e à promoção da inovação.
- Investimento em literacia financeira e capacitação, priorizando a formação em literacia financeira, o desenvolvimento de talento empreendedor e a capacitação de gestores e profissionais do setor.

A adoção dessas medidas tem o potencial de amplificar o impacto positivo do capital de risco na economia portuguesa, promovendo um crescimento mais sustentável, competitivo e resiliente, num contexto global cada vez mais desafiante.

BIBLIOGRAFIA

- Botsari, A., Kiefer, K., Lang, F., e Legnani, D. (2021). EIF Venture Capital Survey 2021: Market sentiment. EIF Research & Market Analysis Working Paper 2021/74. European Investment Fund.
- Carvalho, P. V. e Nunes, J. P. (2021). ABC de capital de risco. APCRI e ISCTE Executive Education.
- CMVM (2023). Relatório sobre a atividade de capital de risco - 2023. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.
- Invest Europe (2024). Investing in Europe: Private Equity Activity 2023. Brussels, Invest Europe
- OCDE (2020). OECD Capital Market Review of Portugal 2020: Mobilising Portuguese Capital Markets for Investment and Growth. OECD Capital Market Series.



iscte – Executive Education

Iscte – Instituto Universitário de Lisboa • Av. Forças Armadas, 1649-026 Lisboa • ☎ +351 217 903 000 • ✉ geral@iscte-iul.pt

