



COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco

2008

1. Introdução

A actividade de capital de risco tem assumido uma importância crescente enquanto fonte de financiamento de empresas com elevado potencial de crescimento. Embora não circunscrito ao apoio a empresas de pequena e média dimensão (PME), o capital de risco assume uma vocação muitas vezes direccionada para o financiamento deste tipo de empresas.¹

O capital de risco pode ser definido como uma actividade através da qual determinados investidores proporcionam financiamento, em geral de médio e longo prazo, a empresas com elevado potencial de crescimento que, usualmente, não são cotadas. O estágio de desenvolvimento das empresas alvo de intervenção do capital de risco pode variar desde a fase de incubação de ideias empresariais (*seed capital*) ou de arranque de actividade (*start-up*) até empresas já implantadas no mercado que pretendem expandir os seus negócios, designadamente internacionalizando-se (expansão).

Numa acepção mais abrangente, o capital de risco não se cinge apenas a uma fonte de financiamento alternativa às tradicionais (auto-financiamento, endividamento ou recolha de capital através de subscrição pública), uma vez que os investidores financeiros aportam também às empresas aconselhamento técnico e capacidade de gestão, o que decorre da sua participação no capital das empresas e envolvimento na gestão (por vezes, assumindo o seu controlo temporário).

Mediante o apoio tendente a sustentar o desenvolvimento das empresas em que investe, o capital de risco contribui decisivamente para o crescimento económico e a criação de emprego.² Ao tentar promover o desempenho das empresas em que investe, a actividade de capital de risco proporciona condições para o desenvolvimento e aplicação de novas tecnologias, sendo um importante factor de aumento da produtividade das empresas e da economia.

No caso português, esta actividade assume especial importância para o desenvolvimento da economia uma vez que o tecido empresarial é maioritariamente composto por PME.³ De acordo com o quadro legal vigente (Decreto-Lei n.º 375/2007, de 8 de Novembro), a actividade de capital de risco pode ser desenvolvida em Portugal através de Sociedades de Capital de Risco (SCR), Fundos de Capital de Risco (FCR) - que devem ser forçosamente fechados - e investidores individuais de capital de risco (ICR ou *business angels*). A intervenção nas empresas por aquelas entidades encontra-se limitada temporalmente, podendo nalguns casos ir até um máximo de 10 anos (sem prejuízo de esse prazo poder ser prorrogado mediante

¹ Em 2006, segundo dados da *European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA)*, cerca de 89% das empresas objecto da intervenção do capital de risco eram consideradas PME.

² Entre 2000 e 2006 cerca de 56.000 empresas europeias foram objecto de intervenção do capital de risco, envolvendo um montante de capital na ordem dos 270 mil milhões de euros. Entre 2000 e 2004 a actividade de capital de risco gerou na Europa cerca de um milhão de novos empregos (Fonte: EVCA).

³ De acordo com dados do INE relativos ao final de 2007, as empresas com menos de 250 trabalhadores representavam 99,9% do número total de empresas existentes em Portugal, asseguravam 71,6% do volume de negócios e 80,7% dos empregos gerados pelo conjunto das empresas nacionais.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

autorização da CMVM). A legislação contempla também uma orientação dos investimentos para sociedades não cotadas, apesar de não vedar a detenção de participações em empresas cotadas, o que por vezes se revela necessário à concretização dos objectivos subjacentes ao capital de risco (e.g. a reestruturação das empresas pode implicar o seu *'delisting'* ou a estratégia de desinvestimento em empresas já intervencionadas pode passar pela alienação das participações em bolsa).

No presente relatório descrevem-se os traços essenciais da actividade das SCR e dos FCR⁴ no ano de 2008, tendo por base a informação reportada à CMVM ao abrigo do seu Regulamento n.º 1/2008.

⁴ Uma vez que não existem ainda ICR em actividade.

2. Análise Estatística e Económica

2.1. Montante sob Gestão e Quota de Mercado

Os montantes geridos por entidades que desenvolvem a actividade de capital de risco são ainda relativamente incipientes, existindo margem para que este sector contribua de forma mais significativa para o fomento do desenvolvimento económico nacional. Com efeito, o peso dos montantes sob gestão por sociedades de capital de risco⁵ e fundos de capital de risco⁶ situava-se no final de 2008 em cerca de 0,9% do PIB. Acresce que, em 2008, a expressão dos investimentos realizados em capital de risco no PIB (0,2%) foi inferior a metade do verificado na Europa (0,5%).

Quadro 1 - Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em Actividade (31/12/2008)

	N.º	Montante sob Gestão (10 ⁶ €)	Quota
Fundos de Capital de Risco	41	1.251,7	85,0%
Sociedades de Capital de Risco	21	221,0	15,0%
Total	62	1.472,7	100%

A evolução do número de operadores em actividade⁷ tem sido ténue (apenas um aumento líquido de dois FCR⁸ e de três entidades gestoras de capital de risco⁹ entre 2006 e 2008), tendo-se inclusive registado uma diminuição de 3,5% dos montantes sob gestão face a 2007. Este facto não pode ser dissociado da crise que afectou os mercados financeiros e que se repercutiu também ao nível da actividade de capital de risco.¹⁰ Porém, se for considerado o período 2003-2008, observa-se uma taxa média anual de crescimento de 32,7% dos valores geridos, o que é tradutor de uma dinâmica relevante no sector. Ainda que este crescimento se deva, em parte, ao facto dos valores de partida serem relativamente baixos, o mesmo não pode ser dissociado da profunda revisão de que, em 2003, foi alvo o regime jurídico que enquadra o sector.

⁵ Aqui se incluem as participações em capital social, outros financiamentos e aplicações em unidades de participação de FCR, adicionados de depósitos e outros activos directamente afectos à prossecução da actividade de capital de risco (outras rubricas do balanço das SCR não são, pois, consideradas).

⁶ Considerando o Valor Líquido Global dos Fundos (VLGF), o qual considera a totalidade do capital subscrito, podendo este não estar efectivamente realizado.

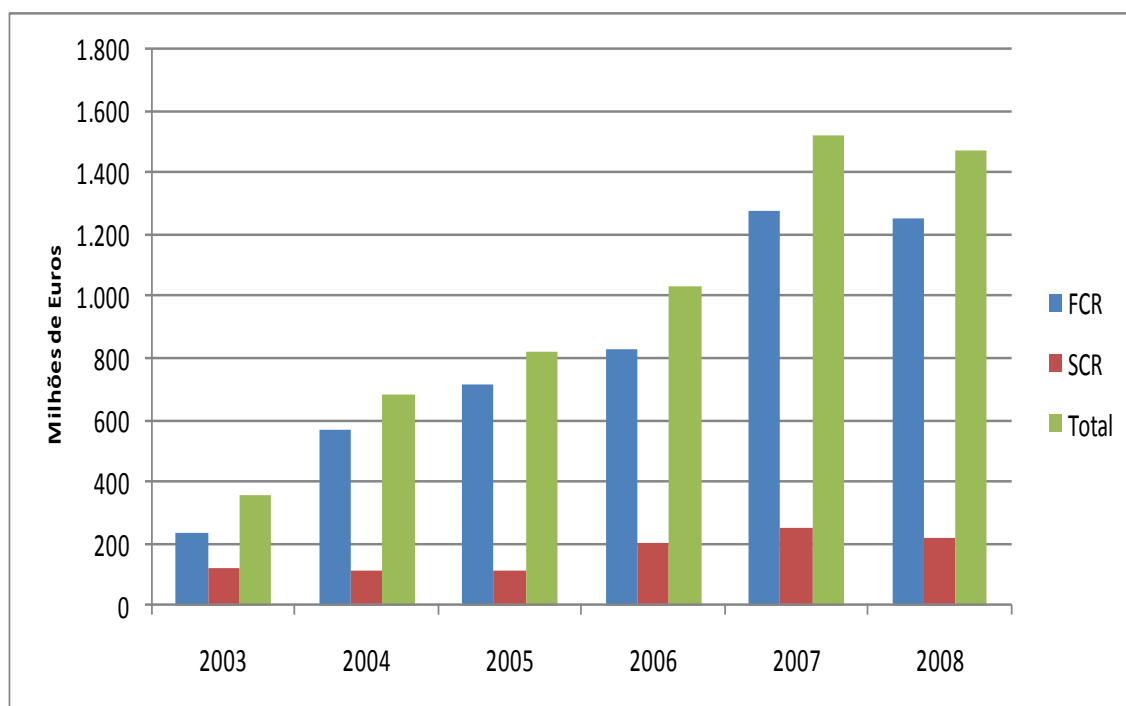
⁷ Apesar de, desde 2007, ser reconhecida a figura dos designados investidores em capital de risco (ICR) não se encontrava registado na CMVM, à data de referência deste relatório, nenhum investidor em capital de risco (*business angel*).

⁸ Não é considerado como estando activo em 2008 o fundo PME Caixa Capital.

⁹ Incluem-se aqui as SCR e outras entidades legalmente habilitadas a gerir FCR.

¹⁰ Os efeitos da crise internacional foram também notórios no plano europeu. De facto, não obstante o capital recolhido para o investimento em capital de risco ter aumentado em 2008, a afectação desses montantes a investimentos concretos em empresas europeias de capital de risco reduziu-se em cerca de 50% face a 2007.

Gráfico 1 - Evolução dos Montantes sob Gestão em Capital de Risco



Sem prejuízo de se verificar um ligeiro aumento relativo da actividade de capital de risco via patrimónios autónomos (FCR), a repartição da quota de mercado entre FCR e SCR tem-se mantido relativamente estável.¹¹

No que respeita à quota de mercado por entidade gestora, o Quadro 2 denota uma concentração significativa do sector. Assim, o indicador CR5 revela que cerca de dois terços do valor gerido é atribuível às 5 maiores entidades gestoras.¹² Ao invés, a metade das entidades gestoras que possuem menor quota representa apenas 6% do mercado. Não obstante, a variação do indicador HHI¹³ entre 2007 e 2008 (de 1.061,4 pontos para 836,2 pontos) permite concluir que o grau de concentração se tem vindo a reduzir nesta indústria.

¹¹ Entre 80-85% para os FCR e 15-20% para as SCR.

¹² Considerando conjuntamente o valor gerido directamente pelas SCR (via balanço) e os valores sob gestão dos FCR, no caso em que existam entidades a prosseguir a actividade de capital de risco por ambas as vias.

¹³ Soma do quadrado das quotas de mercado de todas as entidades gestoras.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

Quadro 2 - Quota de Mercado e Dimensão Média dos FCR (31/12/2008)

Entidade Gestora	Quota de Mercado Global	Quota de Mercado (SCR)	Quota de Mercado (FCR)	N.º FCR Geridos	Dimensão Média dos FCR (10 ⁶ €)
Explorer Investments - SCR, SA	17,70%	0,21%	17,49%	2	128,8
Caixa Capital - SCR, SA	16,28%	1,74%	14,54%	2	107,1
Espírito Santo Capital - SCR, SA	13,14%	3,04%	10,10%	4	37,2
InovCapital - SCR, SA	9,19%	1,83%	7,36%	9	12,0
AICEP Capital Global - SCR, SA	9,06%	1,83%	7,23%	4	26,6
ECS - SCR, SA	6,92%	0,07%	6,86%	1	101,0
Espírito Santo Ventures - SCR, SA	6,86%	1,22%	5,65%	2	41,6
Inter Risco - SCR, SA	4,19%	1,69%	2,50%	2	18,4
TC Turismo Capital - SCR, SA	3,48%	0,35%	3,14%	1	46,2
BPN Gestão de Activos - SGFIM, SA	2,55%	0,00%	2,55%	1	37,6
BCP Capital - SCR, SA	2,40%	1,98%	0,41%	1	6,1
Banco Efisa, SA	1,95%	0,00%	1,95%	1	28,7
Change Partners - SCR, SA	1,66%	0,22%	1,44%	2	10,6
Agrocapital - SCR, SA	1,09%	0,06%	1,03%	1	15,1
ISQ - SCR, SA	0,76%	0,02%	0,74%	2	5,5
Banif Capital - SCR, SA	0,75%	0,12%	0,62%	2	4,6
Novabase Capital - SCR, SA	0,61%	0,14%	0,47%	1	6,9
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Crl	0,50%	0,00%	0,50%	1	7,4
Beta - SCR, SA	0,34%	0,18%	0,16%	1	2,3
BIG Capital - SCR, SA	0,30%	0,06%	0,24%	1	3,5
Drive - SCR, SA	0,13%	0,13%	0,00%	-	n.a.
Naves - SCR, SA	0,07%	0,07%	0,00%	-	n.a.
Centro Venture - SCR, SA	0,04%	0,04%	0,00%	-	n.a.
Enotum Capital - SCR, SA	0,02%	0,02%	0,00%	-	n.a.
Total	100,00%	15,00%	85,00%	41	30,5

Já no que concerne à dimensão média dos FCR nacionais, o valor registado (€ 30,5 milhões) é relativamente diminuto¹⁴, designadamente quando comparado com a média europeia (cerca de € 336 milhões¹⁵). Esta realidade reforça a ideia, já referida, de que a indústria nacional carece de maior dimensão, designadamente no que respeita ao reforço da capitalização média dos FCR.

Apesar deste facto, é de salientar que os investimentos realizados pelas SCR e pelos FCR têm sido fundamentalmente canalizados para o tecido empresarial nacional (Quadro 3), uma vez que cerca de 85%¹⁶ dos investimentos¹⁷ são efectuados em empresas de capital de risco portuguesas (equivalendo a um total de 476 participações¹⁸). No entanto, o crescimento face a 2007 foi mais expressivo nas participações em capital social de empresas não cotadas não residentes¹⁹ (76%) do que em empresas residentes (11,7%), situação oposta à verificada no caso de participações em capital social de empresas cotadas. Por outro lado, não obstante a

¹⁴ Apenas 7 sociedades gestoras gerem fundos com valor médio superior.

¹⁵ Dados relativos ao final de 2006 (Fonte: EVCA).

¹⁶ Este valor está em linha com o registado pela totalidade da indústria europeia relativamente ao investimento em empresas com a mesma residência do capital de risco (Fonte: EVCA 2006).

¹⁷ Doravante, e salvo indicação em contrário, os investimentos referem-se a participações no capital social das empresas, outros financiamentos e aplicações em unidades de participação de FCR.

¹⁸ Aqui se incluem os investimentos em capital social (455) e em unidades de participação de FCR (21), não equivalendo necessariamente as 476 participações a investimentos em idêntico número de empresas em virtude de diferentes SCR ou FCR poderem intervir numa mesma empresa.

¹⁹ Principalmente domiciliadas nos EUA, Espanha, Brasil e Luxemburgo e nos sectores energético, financeiro e segurador, das indústrias transformadoras e do comércio por grosso e a retalho.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

descida global dos montantes sob gestão (- 3,5%), o valor dos investimentos em capital de risco registou um crescimento de 17,3% face a 2007. Estes investimentos foram essencialmente financiados pela realização, em 2008, de capital outrora subscrito.

O Quadro 3 permite ainda concluir, como seria expectável, que as participações em capital social em empresas cotadas assumem uma expressão meramente residual (3,5%) no contexto das participações totais em capital social²⁰, sendo as SCR mais activas no que respeita às participações em capital social de empresas cotadas residentes.

Quadro 3 – Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento (31/12/2008)

	SCR	Var. 2008/2007	FCR	Var. 2008/2007	Total	Var. 2008/2007
N.º de Participações (*)	142	-8,4%	397	21,8%	539	12,1%
Em Empresas Residentes	122	-12,2%	354	19,6%	476	9,4%
Em Empresas Não residentes	20	25,0%	43	43,3%	63	37,0%
Valor dos Investimentos	168,2	0,8%	726,7	21,9%	894,9	17,3%
Participações em capital social (cotadas)	12,5	-38,1%	7,4	-81,7%	19,9	-67,2%
Em Empresas Residentes	10,5	-12,5%	2,7	1250,0%	13,2	8,2%
Em Empresas Não residentes	2,0	-75,6%	4,7	-88,3%	6,7	-86,2%
Participações em capital social (não cotadas)	89,8	9,9%	457,0	24,3%	546,8	21,6%
Em Empresas Residentes	65,5	-5,9%	358,6	15,6%	424,1	11,7%
Em Empresas Não residentes	24,3	100,8%	98,4	70,8%	122,7	76,0%
Outros financiamentos	15,4	6,5%	256,1	36,4%	271,5	34,3%
Em Empresas Residentes	14,3	7,5%	247,3	36,7%	261,6	34,7%
Em Empresas Não residentes	1,1	0,0%	8,8	29,4%	9,9	25,3%
Investimento em UP de FCR	50,4	-0,2%	6,3	n.a.	56,7	12,2%
Depósitos e Outros Meios Líquidos afectos a CR	52,8	-33,7%	148,4	-19,3%	201,2	-12,8%
Capital Subscrito e não Realizado	n.a.	n.a.	312,8	-33,7%	312,8	-33,7%
Outros	n.a.	n.a.	63,8	132,0%	63,8	132,0%
Total	221,0	-10,3%	1.251,7	-2,1%	1.472,7	-3,5%

(*) inclui apenas participações em capital social e em unidades de participação de FCR (18 no caso das SCR e 3 no caso dos FCR).

A rubrica outros financiamentos é essencialmente composta por suprimentos, prestações acessórias e prestações complementares.²¹ Refira-se, neste âmbito, que os créditos em mora ou em contencioso²² representavam no seu conjunto 1,8% da rubrica outros financiamentos, valor que pode ser considerado despidendo dadas as características de risco associadas a este sector.

Por sua vez, as rubricas de depósitos e outros meios líquidos afectos a capital de risco e de capital subscrito e não realizado traduzem o potencial de investimento efectivo em capital de risco. No final de 2008 esse potencial de investimento situava-se em cerca de 35% do total do montante sob gestão, valor significativamente inferior ao registado no final de 2007 (cerca de 48%). Esta diminuição é explicada pela afectação de capital realizado em 2008 (e subscrito anteriormente) e de depósitos e outros activos a investimentos em empresas de capital de risco.

²⁰ Acções e quotas.

²¹ Além destes, estão ainda incluídos nesta rubrica empréstimos titulados e não titulados, os quais assumem, porém, uma expressão meramente residual.

²² Não existiam créditos irrecuperáveis.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

Refira-se, por último, considerando conjuntamente as SCR e os FCR, que o peso relativo do número de participações, bem como do valor dos investimentos realizados, se manteve relativamente inalterado face a 2007.

2.2. Sectores de Actividade e Fases do Investimento do Capital de Risco

Além da desagregação dos montantes sob gestão por tipo de investimento, importa analisar os sectores de actividade que têm sido primordialmente seleccionados pelos operadores de capital de risco nacionais, bem como os estágios de evolução das empresas (fases do investimento) em que se verifica a entrada no capital por aqueles operadores.

O Quadro 4 permite constatar que o sector de actividade em que o capital de risco predominantemente investe é o financeiro e de seguros. Este sector, em conjunto com o das indústrias transformadoras e com o de actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares agregam cerca de 60% das aplicações do capital de risco. De notar que estes dois últimos sectores apresentam um valor acrescentado bruto (VAB) por trabalhador superior à média da economia nacional.²³ O quarto sector (energético) que é alvo de maior investimento pelo capital de risco é o que apresenta um maior valor para este indicador de produtividade. Por outro lado, os investimentos em sectores em que este indicador de produtividade relativa é inferior à média (e.g. comércio por grosso e a retalho e reparação de veículos automóveis e motociclos, alojamento, restauração e similares, construção e actividades imobiliárias) representam apenas 12,5% dos investimentos do capital de risco.²⁴

Esta realidade parece traduzir que o capital de risco em Portugal tem privilegiado o investimento em sectores de actividade já com algum grau de consolidação económica, ainda que nalguns casos o investimento se processe em fase de arranque ou de reestruturação das empresas.

²³ De acordo com dados colhidos junto do Instituto Nacional de Estatísticas relativos ao final de 2007 (cálculos CMVM, excluindo empresas financeiras e de seguros). Por simplificação, assume-se que a repartição por sectores de actividade para a totalidade dos investimentos (em empresas nacionais e estrangeiras) é representativa da realidade para os investimentos efectuados em empresas residentes (que, por memória, representam 85% do investimento total).

²⁴ Estes 4 sectores foram responsáveis em 2007 por cerca de 50% do VAB da totalidade das empresas não financeiras nacionais.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

Quadro 4 – Sectores de Actividade das Empresas Participadas (31/12/2008)

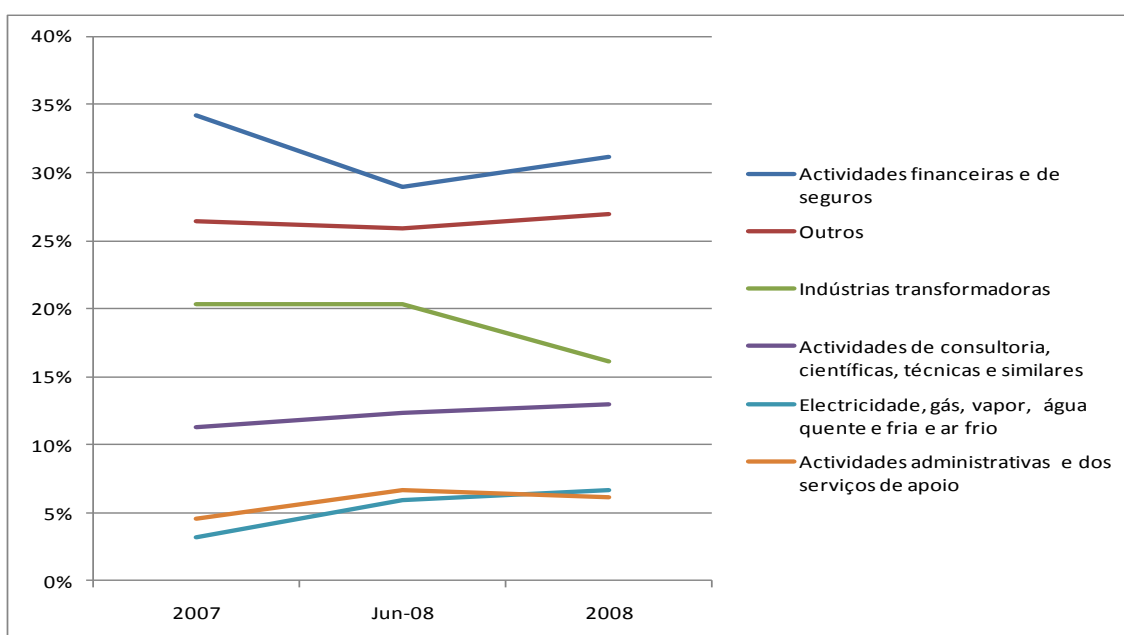
Unidade: 10⁶ Euro

Sectores de Actividade	SCR			FCR			Total		
	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%
Actividades financeiras e de seguros	46	101,7	60,5%	89	177,3	24,4%	135	279,0	31,2%
Indústrias transformadoras	37	14,3	8,5%	136	129,9	17,9%	173	144,3	16,1%
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	31	8,9	5,3%	108	106,7	14,7%	139	115,7	12,9%
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	6	0,8	0,5%	15	58,7	8,1%	21	59,6	6,7%
Actividades administrativas e dos serviços de apoio	6	10,1	6,0%	35	44,7	6,1%	41	54,8	6,1%
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	15	7,2	4,3%	72	38,0	5,2%	87	45,1	5,0%
Alojamento, restauração e similares	11	6,4	3,8%	25	34,2	4,7%	36	40,6	4,5%
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	5	0,4	0,2%	12	37,8	5,2%	17	38,1	4,3%
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	0	0,0	0,0%	5	33,4	4,6%	5	33,4	3,7%
Actividades de informação e de comunicação	17	4,2	2,5%	76	26,6	3,7%	93	30,8	3,4%
Actividades de saúde humana e apoio social	5	2,0	1,2%	9	17,3	2,4%	14	19,3	2,2%
Construção	3	10,0	6,0%	7	5,8	0,8%	10	15,9	1,8%
Actividades imobiliárias	4	1,8	1,0%	3	9,3	1,3%	7	11,0	1,2%
Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	5	0,4	0,2%	12	6,0	0,8%	17	6,4	0,7%
Outras actividades de serviços	0	0,0	0,0%	5	1,0	0,1%	5	1,0	0,1%
Educação	0	0,0	0,0%	1	0,0	0,0%	1	0,0	0,0%
Total	191	168,2	100,0%	610	726,7	100,0%	801	894,9	100,0%

(1) Inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

A evolução recente do peso relativo dos investimentos por sector (Gráfico 2) revela ainda assim algum recuo nos investimentos em empresas financeiras e do ramo segurador, bem como da indústria transformadora, por contraposição com o ganho de quota de 3,5 pontos percentuais do sector energético.

Gráfico 2 - Evolução dos Investimentos por Sectores de Actividade Predominantes



No que se refere às fases de investimento em que o capital de risco entra nas empresas participadas (Quadro 5), existem três estágios que são predominantes e que no seu conjunto

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

representam mais de 70% dos investimentos. Um primeiro respeita à fase de expansão ou desenvolvimento, a qual envolve investimentos em empresas cujo negócio se situa próximo (ou já atingiu) do *break even*. Estas empresas encontram-se numa fase de elevado crescimento que requer a afectação de capital para aumentar a capacidade produtiva e comercial instaladas, o desenvolvimento de novos produtos e/ou a sua internacionalização mediante a presença em novos mercados. Esta característica do capital de risco nacional assume especial importância numa economia em que a taxa de cobertura das importações é inferior à unidade, uma vez que ao potenciar as exportações das empresas nacionais contribui decisivamente para um saldo mais favorável da Balança Comercial. Um segundo tipo refere-se a empresas que estejam em fase de arranque (*start-up*). Trata-se de um estágio em que as empresas podem estar ainda na sua fase de criação ou ter iniciado recentemente a sua actividade, não estando ainda comercialmente activas. Neste caso, o capital de risco aporta capacidade financeira tendente à investigação (especialmente relevante em empresas de base tecnológica), formação profissional, desenvolvimento de produtos e instalação da estrutura comercial. Mais de um quinto do investimento efectuado pelo capital de risco nacional está afecto a empresas com esta natureza, o qual, por um lado, potencia elevadas taxas de retorno, mas, por outro lado, é gerador de uma significativa taxa de não sobrevivência que pode conduzir ao *write-off* do investimento. Por último, o terceiro estágio respeita às situações em que a gestão (ou parte da gestão) da empresa, com o apoio de investidores de capital de risco, adquire a empresa (MBOs). Estas situações são características quando se pretende substituir ou efectuar a transição geracional da gestão de topo, permitindo uma reestruturação mais eficiente da empresa e um maior grau de protecção da empregabilidade.

Refira-se que a dimensão média dos investimentos nestas três diferentes fases varia de forma sensível. Como seria expectável, o investimento médio em empresas em fase de arranque (cerca de meio milhão de euros) é significativamente inferior ao verificado nas empresas em fase de expansão (cerca de 1,4 milhões de euros). Nas empresas em que o capital de risco processa a sua entrada via financiamento de MBOs, o investimento médio é ainda superior (cerca de 2,1 milhões de euros).

Quadro 5 – Investimento por fases de entrada do Capital de Risco nas Empresas (31/12/2008)

Unidade: 10⁶ €

Fases de Investimento	SCR			FCR			Total		
	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%
Expansão	44	55,4	33,0%	175	246,8	34,0%	219	302,3	33,8%
Start-Up	65	11,8	7,0%	289	190,6	26,2%	354	202,4	22,6%
Management-buy-out	17	17,5	10,4%	46	117,1	16,1%	63	134,6	15,0%
Outros	23	57,5	34,2%	10	19,0	2,6%	33	76,5	8,5%
Capital de substituição	17	14,4	8,6%	16	56,1	7,7%	33	70,5	7,9%
Early-Stage	11	10,4	6,2%	22	26,9	3,7%	33	37,3	4,2%
Management-buy-in	0	0,0	0,0%	12	36,4	5,0%	12	36,4	4,1%
Seed Capital	4	0,0	0,0%	27	22,7	3,1%	31	22,7	2,5%
Turnaround	10	1,1	0,7%	11	7,7	1,1%	21	8,8	1,0%
Refinanciamento da dívida bancária	0	0,0	0,0%	2	3,4	0,5%	2	3,4	0,4%
Total	191	168,2	100,0%	610	726,7	100,0%	801	894,9	100,0%

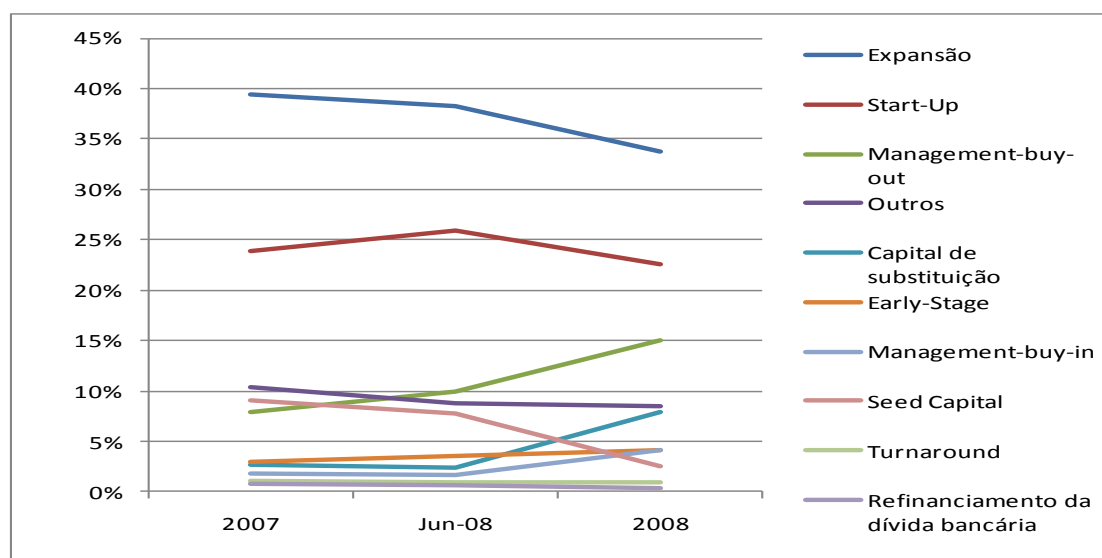
(1) Inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

Realce-se, em vertente oposta, a reduzida expressão assumida pela fase de investimento *seed capital*. Este tipo de investimento - incubação de ideias empresariais e/ou investigação e desenvolvimento prévios à fase de arranque das empresas – encontra-se geralmente associado à figura dos *business angels* (e.g. empresários ou ex-quadros de empresas do sector), os quais aportam não só capital como *know-how* técnico e de gestão. A menor relevância deste tipo de investimentos (que, refira-se, tem vindo em declínio) estará certamente associada à inexistência de *business angels* (ICR, na terminologia nacional) registados na CMVM, aos quais compete assumir um papel determinante nesta matéria.

A tendência recente das fases de investimento preferenciais pelo capital de risco (Gráfico 3) denota, além do recuo já referido *do seed capital*, uma perda de importância relativa das fases de expansão e de arranque e, em contrapartida, um ganho de peso dos MBOs.

No panorama europeu, e ainda que devam ser atentas as especificidades da economia nacional ao estabelecerem-se comparações desta natureza, as fases de expansão e de arranque ascendem a apenas cerca de 17% dos investimentos do capital de risco. Ao invés, os MBOs representam cerca de três quartos dos investimentos totais.²⁵

Gráfico 3 - Evolução do Investimento por Fases de Entrada do Capital de Risco nas Empresas



2.3. Rotação das Carteiras

A rotação das carteiras é calculada tendo em conta o montante total de operações de aquisição e alienação efectuadas ao longo do ano, sendo um indicador da dinâmica existente no sector do capital de risco.

O Quadro 6 denota que, não obstante a redução global verificada nos montantes sob gestão, as operações de aquisição prevaleceram de forma significativa sobre as de alienação, tendo o

²⁵ Fonte: EVCA (dados relativos ao final de 2007).

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

investimento líquido ascendido a quase 200 milhões de euros. Como já referido, esta situação deveu-se à realização em 2008 de capital subscrito em momento anterior e que foi afecto a investimentos de capital de risco.

Considerando as operações realizadas, quer por SCR, quer por FCR, a rotação anual das carteiras foi de 21,9% em 2008, valor inferior ao verificado em 2007 (31%). Esta redução é explicada pelo facto da rotação das carteiras ser calculada através do rácio (aquisições + alienações no ano) / valor sob gestão no ano anterior, uma vez que o valor sob gestão no final de 2007 aumentou cerca de 48% face ao do final de 2006.

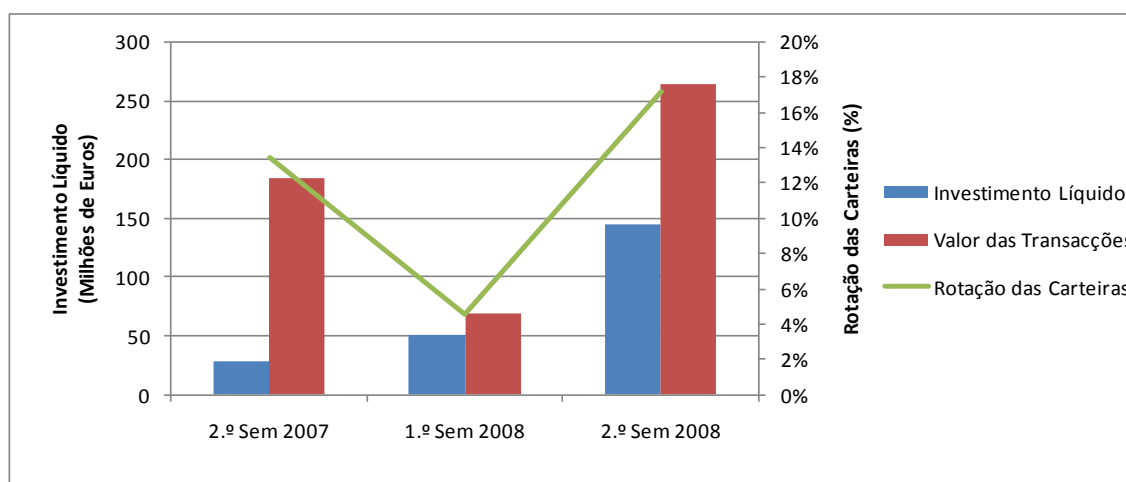
Quadro 6 – Transacções e Rotação das Carteiras (Ano de 2008)

Unidade: 10³ €

	SCR	FCR	Total
Aquisições	36.029,3	228.774,5	264.803,8
Alienações	6.077,8	62.537,3	68.615,1
Investimento Líquido	29.951,5	166.237,2	196.188,7
Valor das Transacções	42.107,1	291.311,8	333.418,9
Rotação das Carteiras	17,1%	22,8%	21,9%

O Gráfico 4 evidencia a evolução destes indicadores nos últimos três trimestres, sendo notório um aumento progressivo do investimento líquido, ainda que no segundo trimestre de 2008 se tivesse verificado uma redução significativa do montante total de aquisições e alienações e, consequentemente, da rotação das carteiras. Este aumento progressivo do investimento líquido, associado à redução dos valores sob gestão em 2008, foi estreitando o potencial de investimento existente nas carteiras.

Gráfico 4 - Evolução das Transacções e da Rotação das Carteiras



A decomposição das transacções efectuadas pelo capital de risco consoante às fases de investimento das empresas alvo permite avaliar os estágios de desenvolvimento das empresas em que se tem verificado uma maior aposta do capital de risco. O Quadro 7 evidencia que em

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

2008 foi dada preferência ao investimento em empresas em fase de arranque²⁶ e a aquisições via MBOs. Em linha com o já referido anteriormente, constata-se que o valor médio das transacções em empresas *start-up* é significativamente inferior ao verificado quando as transacções envolvem operações de MBO.

Quadro 7 – Valor das Transacções por Fase de Investimento (Ano de 2008)

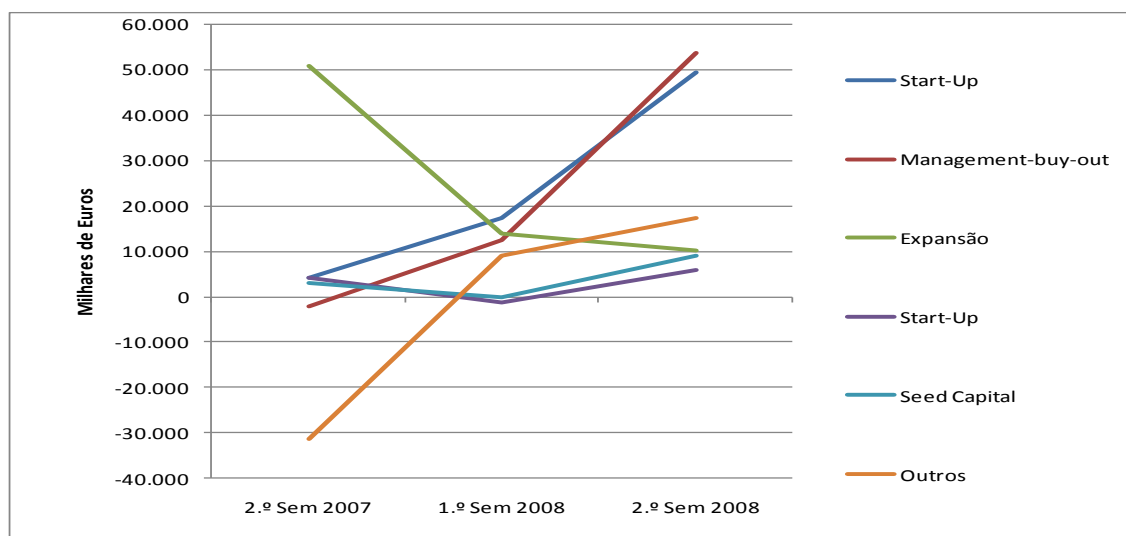
Unidade: 10³ €

Fase de Investimento	SCR				FCR				Total			
	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transacções	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transacções	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transacções
Start-Up	1.156,3	298,5	857,8	9	75.070,1	9.232,8	65.837,2	95	76.226,4	9.531,3	66.695,1	104
Management-buy-out	0,0	0,0	0,0	0	67.522,3	1.488,5	66.033,8	14	67.522,3	1.488,5	66.033,8	14
Expansão	17.530,2	4.147,0	13.383,2	17	59.633,5	49.104,1	10.529,5	75	77.163,8	53.251,1	23.912,7	92
Early-Stage	9.117,9	0,0	9.117,9	5	4.913,2	1.112,8	3.800,4	14	14.031,1	1.112,8	12.918,3	19
Outros	7.694,3	937,8	6.756,5	14	2.763,6	0,0	2.763,6	6	10.457,9	937,8	9.520,1	20
Seed Capital	0,0	0,0	0,0	0	9.287,9	393,1	8.894,8	8	9.287,9	393,1	8.894,8	8
Management-buy-in	0,0	0,0	0,0	0	5.833,9	1.021,4	4.812,5	7	5.833,9	1.021,4	4.812,5	7
Turnaround	0,0	0,0	0,0	0	3.750,0	0,1	3.749,9	2	3.750,0	0,1	3.749,9	2
Refinanciamento da dívida bancária	0,0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0,0	0
Capital de substituição	530,5	694,5	-164,0	15	0,0	184,5	-184,5	2	530,5	879,0	-348,5	17
Total	36.029,3	6.077,8	29.951,5	60	228.774,5	62.537,3	166.237,2	223	264.803,8	68.615,1	196.188,7	283

O financiamento de aquisições via refinanciamento da dívida bancária foi inexistente. Por outro lado, o investimento em capital de substituição (compra de acções já existentes a outro investidor de capital de risco ou a outros accionistas) registou um investimento líquido negativo.

O Gráfico 5 apresenta a tendência de evolução do investimento líquido por fase de investimento nos últimos três trimestres, a qual confirma as conclusões anteriormente retiradas, mostrando ainda um declínio do investimento em empresas em fase de expansão.

Gráfico 5 - Evolução do Investimento Líquido por Fase de Investimento



²⁶ Esta conclusão é aparentemente dissonante com a retirada no Gráfico 3. Porém, há que ter em atenção que as participações em empresas já anteriormente detidas evoluem quanto à sua fase de investimento, isto é, empresas classificadas num dado momento em fase de arranque passam subsequentemente para outras fases de investimento.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

2.4. Detenção de Capital Social nas Empresas Participadas

O capital de risco intervém nas empresas em que participa não apenas enquanto agente financiador mas também, muitas vezes, com uma perspectiva de aconselhamento técnico e de envolvimento na gestão das participadas. Esta abordagem de cariz mais global é usualmente designada por “hands-on”, por contraposição a outra em que o capital de risco se cinge a aportar capital às empresas (“hands-off”).

Ainda que a intervenção na gestão não esteja necessariamente dependente da dimensão da posição accionista assumida, constata-se que (Quadro 8), no final de 2008, em 12,5% das participações detidas conjuntamente por sociedades de capital de risco e fundos de capital de risco existia um controlo maioritário accionista. Nestes casos, o capital de risco tem capacidade para determinar por si só os parâmetros de gestão das empresas participadas. Ao invés, em mais de 50% dos casos as participações não excedem 20% do capital social.

Esta estrutura de detenção de capital social manteve-se relativamente inalterada face à situação vigente no final de 2007.

Quadro 8 – Percentagem de Capital Social Detido nas Empresas Participadas (31/12/2008)

% Capital Detido	SCR		FCR		Total	
	N.º de Participações	%	N.º de Participações	%	N.º de Participações	%
[0-10]	61	49,2%	85	21,6%	146	28,2%
]10-20]	32	25,8%	83	21,1%	115	22,2%
]20-30]	12	9,7%	65	16,5%	77	14,9%
]30-40]	8	6,5%	50	12,7%	58	11,2%
]40-50]	6	4,8%	52	13,2%	58	11,2%
]50-60]	2	1,6%	8	2,0%	10	1,9%
]60-70]	0	0,0%	10	2,5%	10	1,9%
]70-80]	2	1,6%	11	2,8%	13	2,5%
]80-90]	0	0,0%	17	4,3%	17	3,3%
]90-100]	1	0,8%	13	3,3%	14	2,7%
Total	124	100,0%	394	100,0%	518	100,0%

Como já referido, nalguns casos existe uma limitação temporal para a detenção de participações pelo capital de risco (10 e 5 anos, seguidos ou interpolados, para os investimentos efectuados, respectivamente, por SCR ou ICR). O Quadro 9 permite verificar que são residuais as situações em que as participações são detidas por um prazo superior a 10 anos. Por outro lado, a detenção de participações por um prazo até 4 anos ocorre em cerca de 70% dos casos. Este facto poderá não ser alheio à relevância dos investimentos do capital de risco em empresas em fase de arranque.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

Quadro 9 – Período de Detenção das Participações em Capital Social (31/12/2008)

Período detenção (anos)	SCR		FCR		Total	
	N.º Participações	%	N.º Participações	%	N.º Participações	%
[0-2]	29	23,4%	186	47,2%	215	41,5%
]2-4]	26	21,0%	118	29,9%	144	27,8%
]4-6]	25	20,2%	34	8,6%	59	11,4%
]6-8]	16	12,9%	27	6,9%	43	8,3%
]8-10]	7	5,6%	21	5,3%	28	5,4%
>10	21	16,9%	8	2,0%	29	5,6%
Total	124	100,0%	394	100,0%	518	100,0%

Acresce que é comum que, aquando da aquisição de participações no capital das empresas, os operadores de capital de risco contratualizem os termos em que se processará o desinvestimento. Em regra, estes acordos prevêem não só a data de saída como também o preço (ou os critérios para a sua definição) a que se realizará o desinvestimento.

2.5. Estratégias de desinvestimento

As estratégias de desinvestimento mais comumente utilizadas pelo capital de risco consistem na alienação das participações à equipa de gestão ou aos anteriores accionistas, bem como a terceiros. No seu conjunto, estas estratégias representaram cerca de 90%, quer do número de transacções, quer do valor das vendas efectuadas pelo capital de risco durante o ano de 2008.

O Quadro 10 revela ainda que o capital de risco não tem sido utilizado como veículo para trazer empresas para o mercado de capitais, uma vez que em nenhuma situação o desinvestimento se processou mediante alienação em oferta pública inicial.

Quadro 10 – Estratégias de Desinvestimento do Capital de Risco (Ano de 2008)

Unidade: 10³€

	SCR			FCR			Total		
	N.º Transacções	Preço Venda	% (*)	N.º Transacções	Preço Venda	% (*)	N.º Transacções	Preço Venda	% (*)
Venda a terceiros	8	4.993,6	7,3%	14	42.075,2	61,3%	22	47.068,8	68,6%
Recompra (pela equipa de gestão ou accionistas)	6	982,8	1,4%	32	14.103,5	20,6%	38	15.086,2	22,0%
Contrato de venda a prazo	1	99,0	0,1%	7	6.280,0	9,2%	8	6.379,0	9,3%
Não definida	1	2,5	0,0%	3	78,6	0,1%	4	81,1	0,1%
IPO	0	0,0	0,0%	0	0,0	0,0%	0	0,0	0,0%
Write off	0	0,0	0,0%	1	0,0	0,0%	1	0,0	0,0%
Total	16	6.077,8	8,9%	57	62.537,3	91,1%	73	68.615,1	100,0%

(*) Percentagem sobre o montante total das alienações reportadas durante o ano de 2008 (SCR+FCR).

Em 2008, apesar de cerca de 65% das operações de alienação não terem resultado em menos valias para as SCR ou FCR, o saldo líquido do desinvestimento total efectuado (preço de transacção – preço de aquisição das diversas transacções) foi de menos 20,3 milhões de euros. Este saldo negativo é explicado pela existência de mais valias em muitas transacções mas por

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

vezes pouco expressivas e, ao invés, pela ocorrência de menos valias significativas, ainda que num menor número de transacções. No que respeita às fases de investimento em que o capital de risco alienou as suas participações, verifica-se que as empresas em expansão foram geradoras de menos valias de 24,4 milhões de euros e as *start-up* permitiram um encaixe de mais valias no valor de 4,1 milhões de euros. As restantes fases de investimento, consideradas globalmente, não geraram nem mais valias, nem menos valias.

No que respeita a operações contratualizadas a prazo, verifica-se que cerca de 36% e 45% das participações detidas em carteira (vivas), respectivamente pelas SCR e FCR, eram objecto deste tipo de contrato tendente a alienação futura.

As valias potenciais tendo em conta o valor presente deste tipo de contratos²⁷ ascendem a cerca de 40 milhões de euros, ou seja, cerca de 3% do valor total gerido pelo capital de risco. Este valor encontra-se porém (eventualmente) subestimado em virtude de na maioria dos casos os contratos não serem objecto de avaliação e subsequente reconhecimento patrimonial. Com efeito, mais de 75% dos contratos a prazo surgiam inscritos nas carteiras com um valor nulo.

No que se refere ao tipo de vinculação assumida nesses contratos (Quadro 11), verifica-se a preponderância das opções (isto é, a faculdade de alienar ou adquirir participações em data pré-definida), em detrimento de uma vinculação que obrigue o capital de risco a concretizar a operação. Este último tipo de vinculação estava associado a cerca de 25% dos contratos e a pouco mais de 10% do valor presente dos mesmos.

Quadro 11 – Tipo de Vinculação nas Operações a Prazo Contratualizadas (31/12/2008)

Tipo de Vinculação	SCR		FCR		Total	
	N.º de Operações	Valorização em Carteira 10 ³ €	N.º de Operações	Valorização em Carteira 10 ³ €	N.º de Operações	Valorização em Carteira 10 ³ €
Opção europeia (exercício na maturidade)	18	-451,5	89	6.320,9	107	5.869,4
Opção americana (exercício a qualquer momento)	18	117,4	81	250,9	99	368,2
Outras opções	19	6.862,4	81	23.154,4	100	30.016,9
Obrigação (futuro/forward)	21	266,8	86	4.207,9	107	4.474,7
Total	76	6.795,2	337	33.934,1	413	40.729,2

O Quadro 12 revela que apenas em cerca de 10% das operações contratualizadas a prazo o preço é pré-definido à partida, situação que pode ser tida como natural dadas as especificidades da actividade de capital de risco. Por outro lado, os critérios de fixação de preço mais comuns são a realização de uma avaliação da empresa na data em que o capital de risco pode ou deve exercer o contrato ou a pré-definição de uma formula de cálculo associada a indicadores económico-financeiros que adequadamente traduzam o desempenho da empresa.

²⁷ Que podem ser de alienação ou de compra futura.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

Quadro 12 – Critérios para a Fixação de Preço de Operações a Prazo Contratualizadas (31/12/2008)

Unidade: 10³ €

Critério	SCR		FCR		Total	
	N.º de contratos	Valorização em carteira	N.º de contratos	Valorização em carteira	N.º de contratos	Valorização em carteira
Preço pré-fixado	3	-486,9	36	15.782,6	39	15.295,6
Valorização anual fixa	2	4.949,1	1	8.349,2	3	13.298,3
Capitalização do valor de aquisição (indexado à Euribor/IPC)	8	1.727,5	26	6.942,1	34	8.669,7
Avaliação a realizar na data de exercício	41	266,8	189	1.383,0	230	1.649,8
Indexado à performance da empresa, com mínimo e máximo definidos	3	352,0	6	554,8	9	906,8
Contrato (define fórmula de cálculo)	7	-15,8	59	909,1	66	893,4
Indexado à performance da empresa	2	2,4	7	13,2	9	15,6
Valor de mercado na data de exercício	9	0,0	10	0,0	19	0,0
Não identificado	1	0,0	3	0,0	4	0,0
Total	76	6.795,2	337	33.934,1	413	40.729,2

2.6. Avaliação das carteiras e potencial de valorização

Os investimentos detidos pelo capital de risco devem ser valorizados, alternativamente, pelo seu justo valor ou seguindo um método designado de conservador.

Para a determinação do justo valor são admissíveis diferentes metodologias. Tratando-se de participações cotadas em mercado poderá ser utilizado o último preço (simples ou de referência), a melhor oferta de compra ou a média entre a melhor oferta de compra e venda (*mid bid ask*) que sejam formados no mercado relevante no momento de referência de avaliação das carteiras. No caso de participações não cotadas, o justo valor deve ser apurado com recurso a uma de três metodologias: (i) referencial de preço decorrente de transacções materialmente relevantes sobre a participação a avaliar, efectuadas por entidades independentes da SCR ou do FCR, ou, sendo efectuadas pela SCR ou FCR, desde que envolvendo pelo menos 5% do capital social da empresa em causa;²⁸ (ii) utilização de múltiplos de empresas comparáveis, designadamente em termos de sector de actividade, dimensão e rentabilidade; ou (iii) fluxos de caixa descontados (DCF).²⁹ É permitida às SCR e aos FCR a aplicação de um factor de desconto até 10% sobre o justo valor.

O designado método conservador consiste na valorização das participações ao seu valor de aquisição, o que só pode ser efectuado até 12 meses após a aquisição da participação, sem prejuízo da verificação de situações supervenientes inerentes à empresa ou ao mercado forçar a avaliação pelo justo valor.

Tratando-se de investimentos em unidades de participação de FCR, a avaliação deverá ser efectuada pelo último valor patrimonial disponível (NAV).

²⁸ Existindo este referencial, o mesmo ganha prevalência sobre as outras duas metodologias.

²⁹ Os créditos e outros instrumentos de dívida devem ser avaliados obrigatoriamente de acordo com esta metodologia.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

Constata-se no Quadro 13 que, em termos de número de participações, a metodologia de fluxos de caixa descontados é predominante. Porém, o peso das metodologias de avaliação das participações de acordo com o seu valor nas carteiras é bastante mais equilibrado, sobressaindo, além do DCF, o método conservador que representa quase um quarto do valor dos investimentos.

Quadro 13 – Metodologias de Avaliação dos Investimentos (31/12/2008)

Unidade: 10³ €

Metodologia de Valorização	SCR				FCR				Total			
	Valorização		Participações (2)		Valorização		Participações (2)		Valorização		Participações (2)	
	Montante	%	N.º	%	Montante	%	N.º	%	Montante	%	N.º	%
Fluxos de caixa descontados (DCF)	17.623,2	10,5%	102	53,4%	198.631,1	27,3%	330	54,1%	216.254,3	24,2%	432	53,9%
Valor de aquisição	31.354,5	18,6%	20	10,5%	172.938,7	23,8%	147	24,1%	204.293,2	22,8%	167	20,8%
NAV	54.676,3	32,5%	20	10,5%	145.984,9	20,1%	44	7,2%	200.661,2	22,4%	64	8,0%
Fluxos de caixa descontados (DCF + factor de desconto)	9.325,5	5,5%	18	9,4%	99.747,4	13,7%	39	6,4%	109.072,9	12,2%	57	7,1%
Múltiplos (com aplicação do factor de desconto)	32.063,8	19,1%	9	4,7%	21.124,5	2,9%	32	5,2%	53.188,3	5,9%	41	5,1%
Múltiplos	19.304,5	11,5%	9	4,7%	43.620,9	6,0%	5	0,8%	62.925,4	7,0%	14	1,7%
Preço de mercado (com aplicação do factor de desconto)	109,1	0,1%	1	0,5%	38.444,2	5,3%	10	1,6%	38.553,3	4,3%	11	1,4%
Preço de mercado	2.469,7	1,5%	5	2,6%	0,0	0,0%	0	0,0%	2.469,7	0,3%	5	0,6%
Transacções relevantes	1.253,5	0,7%	4	2,1%	0,0	0,0%	0	0,0%	1.253,5	0,1%	4	0,5%
Outros ⁽¹⁾	0,0	0,0%	3	1,6%	0,0	0,0%	1	0,2%	0,0	0,0%	4	0,5%
Transacções relevantes (com aplicação do factor de desconto)	0,0	0,0%	0	0,0%	6.231,0	0,9%	2	0,3%	6.231,0	0,7%	2	0,2%
Total	168.180,1	100,0%	191	100,0%	726.722,7	100,0%	610	100,0%	894.902,9	100,0%	801	100,0%

⁽¹⁾ Critério valorimétrico indevidamente reportado.

⁽²⁾ Inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

Tendo por base a utilização destas metodologias, afigura-se relevante proceder ao cálculo das valias potenciais inerentes aos investimentos. Tal pode ser efectuado pela diferença entre o valor inscrito nas carteiras, designadamente os resultantes da aplicação do princípio do justo valor e da utilização do NAV, face ao valor de aquisição.

Procedendo a este exercício conclui-se que o capital de risco encerra actualmente um potencial de desvalorização de cerca de 5% do valor sob gestão. No entanto, terá de ser considerado, como referido na secção anterior, que a maioria das participações detidas têm associados acordos de saída a prazo onde se definem as condições de preço para a realização do desinvestimento. Assim, a simples constatação deste potencial de desvalorização não pode deixar de ter em conta esses acordos de saída, bem como a fase (eventualmente ainda inicial) em que se encontram os investimentos.³⁰

³⁰ Em regra, na actividade de capital de risco as mais valias são geradas numa fase adiantada do investimento.

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2008

Quadro 14 – Valias Potenciais em Carteira (31/12/2008)

Metodologia de Valorização	Valias Potenciais 10 ³ €		
	SCR	FCR	Total
Fluxos de caixa descontados (DCF)	-15.381	-57.110	-72.491
Fluxos de caixa descontados (DCF + factor de desconto)	-3.419	-13.530	-16.949
Preço de mercado	-8.783	-16.994	-25.777
Preço de mercado (com aplicação do factor de desconto)	109	0	109
Outros ⁽¹⁾	-4.548	-3.094	-7.642
Transacções relevantes	-862	5.202	4.340
Transacções relevantes (com aplicação do factor de desconto)	0	0	0
Valor de aquisição	0	0	0
Valor de aquisição (factor de desconto)	0	0	0
NAV	1.899	26	1.925
Múltiplos	4.601	29.292	33.893
Múltiplos (com aplicação do factor de desconto)	3.840	-854	2.986
Total	-22.544	-57.062	-79.606

3. Síntese Conclusiva

A actividade de capital de risco assume especial relevância potencial para o desenvolvimento da economia nacional. Sendo o nosso tecido empresarial maioritariamente composto por PME, o capital de risco aporta às empresas formas alternativas de financiamento e providencia aconselhamento técnico e envolvimento na gestão, muitas vezes decisivos para a viabilidade das empresas.

O ano de 2008 ficou marcado pela redução dos montantes sob gestão (-3,5%), o que não pode ser dissociado dos efeitos da crise financeira que se estenderam também a este sector. Não obstante este facto, os investimentos efectuados em capital de risco registaram um aumento relevante (17,3%), em virtude da afectação de capital realizado ao longo do ano nos FCR e da liquidez existente nas carteiras a investimentos efectivos em participações de empresas de capital de risco.

Apesar de se registar um crescimento recente dos investimentos em empresas não residentes, as participações no capital e outras formas de financiamento das empresas residentes continuam a ser preponderantes (85%).

Os sectores de actividade que dominam as aplicações do capital de risco (financeiro e seguros, indústrias transformadoras e actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares) são dos que possuem produtividades mais elevadas, ainda que os investimentos se possam processar em fase de arranque ou de reestruturação das empresas.

As principais fases de investimento em que processa a entrada do capital de risco nas empresas são as de expansão e de arranque de actividade (*start-up*), ambas com particular importância para fomentar a competitividade da economia nacional, a primeira por potenciar uma maior internacionalização das empresas e o conseqüente aumento das exportações, a segunda por poder contribuir para o despontar de empresas inovadoras e de base tecnológica que têm por vezes dificuldades de acesso a condições alternativas de financiamento. Porém, o investimento em incubação de ideias empresariais (*seed capital*) é ainda relativamente escasso, sendo relevante nesta matéria o papel que pode ser assumido pelos designados *business angels*.

Refira-se, por último, que o capital de risco não se tem ainda assumido – o que seria desejável - como veículo para trazer empresas ao mercado de capitais. Tal dever-se-á não só à orientação que tem sido dada aos investimentos pelos respectivos operadores, mas também ao facto de ainda existir margem para ser criado um ambiente que melhor propicie a realização de ofertas públicas iniciais por este tipo de empresas e a sua conseqüente admissão ao mercado.