



COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco

2010

Índice Geral

Lista de Gráficos.....	3
Lista de Quadros	4
1. Sumário Executivo	5
2. Análise Estatística e Económica	9
2.1. Montantes sob Gestão	9
2.2. Quotas de Mercado.....	11
2.3. Tipo e Origem das Participações.....	13
2.4. Sectores de Actividade e Fases do Investimento do Capital de Risco	15
2.5. Investimento Líquido e Rotação das Carteiras	21
2.6. Detenção de Capital Social nas Empresas Participadas	24
2.7. Estratégias de Desinvestimento	29
2.8. Metodologias de Avaliação das Carteiras	32
Anexos.....	35

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução dos montantes sob gestão (valores de final do ano).....	9
Gráfico 2 - Distribuição do montante sob gestão em 31 de Dezembro de 2010...	11
Gráfico 3 - Distribuição do valor investido em participações de empresas cotadas (Final de 2010).	14
Gráfico 4- Distribuição do valor investido em participações de empresas não cotadas (Final de 2010).....	14
Gráfico 5 - Distribuição do valor investido por sectores de actividade (Final de 2010).....	15
Gráfico 6 - Distribuição do valor investido por sectores de actividade pelas SCR (Final de 2010).....	16
Gráfico 7 - Distribuição do valor investido por sectores de actividade pelos FCR (Final de 2010).....	16
Gráfico 8 - Evolução dos investimentos por sectores de actividade.....	18
Gráfico 9 - Distribuição do valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas.....	19
Gráfico 10 - Evolução do investimento por fases de entrada do capital de risco nas empresas	21
Gráfico 11 - Evolução do investimento líquido, das transacções e da rotação das carteiras.....	22
Gráfico 12 - Investimento líquido e número de transacções por fase de investimento.....	23
Gráfico 13 - Evolução do investimento líquido por fase de investimento (1º e 2º Semestres de 2010).....	24
Gráfico 14 - Participação no capital social das empresas (% do número de participações - Final de 2010).....	25
Gráfico 15 - Participação no capital social das empresas (% Valor das participações - Final de 2010).....	25
Gráfico 16 - Participação no capital social das empresas (% em número e valor das participações).....	26
Gráfico 17 - Distribuição do valor investido por sectores de actividade predominantes nas SCR (período de detenção inferior a 2 anos) - Final de 2010.	27
Gráfico 18 - Distribuição do valor investido por sectores de actividade predominantes nos FCR (período de detenção inferior a 2 anos) - Final de 2010.	28
Gráfico 19 - Evolução do tipo de estratégias de desinvestimento (peso do número de desinvestimentos)	30
Gráfico 20 - Distribuição do desinvestimento em função das valias obtidas na transacção (Final de 2010)	31

Lista de Quadros

Quadro 1 - Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em Actividade (31/12/2010)	36
Quadro 2 - Quota de Mercado e Dimensão Média dos FCR (31/12/2010)	37
Quadro 3 - Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento (31/12/2010)	38
Quadro 4 - Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento e País (31/12/2010)	39
Quadro 5 - Sectores de Actividade das Empresas Participadas (31/12/2010)	40
Quadro 6 - Valor Investido por Fases de Entrada do Capital de Risco nas Empresas (31/12/2010)	41
Quadro 7 - Transacções e Rotação das Carteiras (31/12/2010)	42
Quadro 8 - Valor das Transacções por Fase de Investimento	43
Quadro 9 - Percentagem do Capital Social Detido nas Empresas Participadas (Ano de 2010)	44
Quadro 10 - Período de Detenção das Participações em Capital Social	45
Quadro 11 - Estratégia de Desinvestimento do Capital de Risco	46
Quadro 12 - Desinvestimentos do Capital de Risco por Fase de Investimento	47
Quadro 13 - Tipo de Vinculação nas Operações a Prazo Contratualizadas (Ano de 2010)	48
Quadro 14 - Critério para a Fixação de Preço de Operações a Prazo Contratualizadas	49
Quadro 15 - Critério para a Fixação de Preço de Operações a Prazo Contratualizadas (detalhe)	50
Quadro 16 - Metodologias de Avaliação dos Investimentos	51
Quadro 17 - Valias potenciais em Carteira - SCR e FCR	52

1. Sumário Executivo

O montante gerido pelos operadores de capital de risco nacionais aumentou 21,8% em 2010, ascendendo a cerca de 2,4 mil milhões de euros. Este valor representava aproximadamente 1,4% do PIB nacional. O aumento dos montantes geridos deve-se à evolução positiva do valor das participações e à canalização de novos capitais para o sector. O investimento líquido efectuado no período (diferença entre aquisição e alienação de participações) totalizou 103 milhões de euros. No final de 2010 encontravam-se registadas na CMVM 30 entidades gestoras de capital de risco.

As aplicações de capital de risco na Europa ascendiam a 523 mil milhões de euros no final de 2010, o que traduz um aumento de 40% face ao ano anterior. Aquele valor representava 4,4% do PIB da União Europeia. Por sua vez, a diferença entre a aquisição e a alienação de participações em empresas financiadas ascendeu a aproximadamente 26 mil milhões de euros, existindo 1.696 operadores de capital de risco em actividade no final daquele ano. Os operadores europeus de capital de risco tinham disponíveis como potencial de investimento (*overhang*) cerca de 100 mil milhões de euros, enquanto em Portugal esse potencial era inferior a 1% daquele valor. A dimensão média dos fundos de capital de risco nacionais (31,5 milhões de euros) era cerca de 10 vezes inferior à média europeia do sector.

Continua a verificar-se uma concentração do valor sob gestão pelos operadores de capital de risco nacionais. Cerca de 1,6 mil milhões de euros, ou 68,5% do montante gerido, encontrava-se concentrado em cinco sociedades. Estas sociedades eram responsáveis por 56,5% do número de participações em empresas financiadas pelo capital de risco.

O valor investido em empresas nacionais financiadas pelo capital de risco situou-se em 61,8% do total das participações. No entanto, o valor médio do investimento por participação era consideravelmente inferior ao investimento médio realizado em empresas não residentes. No quadro europeu, o rácio de investimento em empresas locais por operadores de capital de risco domiciliados nessa mesma jurisdição situou-se em cerca de 75%.

Os fundos de capital de risco (FCR) têm vindo a intervir preferencialmente no sector de actividade que engloba as empresas financeiras e de seguros, e não no das empresas que produzam bens transaccionáveis. Nas sociedades de capital de risco (SCR) o sector

de actividade com maior valor investido foi o da captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição. Este sector, orientado fundamentalmente para a optimização de recursos naturais e para a minimização de impactos ambientais, não se insere igualmente entre aqueles que produzem bens susceptíveis de dinamizar as exportações e, por essa via, o crescimento da economia portuguesa. Porém, a evolução registada denota que a indústria transformadora constituiu um destino preferencial do capital de risco no último ano. Este sector é por excelência produtor de bens transaccionáveis, sendo por isso uma alavanca fundamental para o fomento do equilíbrio da balança comercial. No panorama europeu, os sectores de actividade que predominaram foram os classificados como 'ciências humanas', 'comunicações' e 'bens de consumo e retalho', que congregaram 41% do valor gerido pelo capital de risco.

O valor acrescentado bruto por trabalhador dos quatro sectores mais representativos dos investimentos do capital de risco é cerca de 50% superior à média da economia nacional. Por outro lado, o valor investido nos sectores em que este indicador de produtividade relativa é inferior à média nacional representou em 2010 somente 20% dos investimentos do capital de risco. O investimento no sector da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca representou apenas 1,5% (31 milhões de euros) da carteira do capital de risco. Continua assim a verificar-se um direccionamento dos investimentos para sectores de actividade com maiores índices de produtividade. Ademais, ainda que nalguns casos o investimento se processe nas fases de incubação ou de arranque das empresas ('*venture capital*', que corresponde a 16,3% dos investimentos), o capital de risco intervém essencialmente mediante apoio à expansão, recuperação e reestruturação de empresas ('*private equity*', que respeita a 83,7% dos investimentos).

As empresas caracterizadas como estando em 'expansão' representaram cerca de 39,8% do valor das carteiras dos operadores nacionais. Trata-se de empresas que se encontram numa fase de actividade que requer a afectação de capital para aumentar a capacidade produtiva e comercial instaladas e o desenvolvimento de novos produtos. As fases de investimento classificadas como 'capital de substituição' (compra de acções já existentes a outro investidor de capital de risco ou a outros accionistas) e '*turnaround*' (disponibilização de financiamento a empresas que experimentaram dificuldades, com o objectivo de permitir a sua reestruturação e viabilização económicas) assumiram um peso de 22,7%. Esta percentagem constitui um máximo histórico e não será alheia à deterioração das condições económicas nos últimos três anos que terão colocado em

situação de dificuldade financeira diversas empresas. A intervenção do capital de risco nestas empresas revela-se fundamental na conjuntura recente, designadamente porque o mercado de crédito bancário sofreu fortes constrangimentos e se registou, ao mesmo tempo, uma subida muito significativa do custo do capital alheio. Por fim, o investimento em empresas em fase de incubação (*'seed capital'*) continuou a ser pouco expressivo.

Esta evolução esteve em linha com o registado no cenário europeu, uma vez que as fases de *'replacement capital'*, *'turnaround/rescue'* e *'buy-outs'* registaram um aumento significativo de quota, tendo os valores investidos em empresas com esta natureza aumentado cerca de 50% face a 2009.

O capital de risco efectuou investimentos em 128 empresas (aquisições totais ou parciais) e desinvestiu em outras 59 (em 37 casos totalmente e nos demais parcialmente). Em 11 situações foi efectuado o reforço de posições accionistas já anteriormente detidas (*'follow-on-investment'*). No sector europeu do capital de risco a taxa de *'follow-on-investment'* (56%) – isto é, o peso das participações adquiridas em empresas em que o operador de capital de risco já detinha anteriormente participação face ao número total de participações adquiridas – foi muito superior à registada em Portugal (9%).

O investimento líquido em empresas enquadradas nas fases de investimento *'start-up'* ou *'early stage'* ascendeu a 93,2 milhões de euros, ou seja, 90,5% do investimento líquido efectuado. Esta situação permitiu que o peso destas duas fases de investimento na estrutura da carteira do capital de risco tivesse aumentado 4,1 p.p. face a 2009. Registou-se um desinvestimento líquido em empresas em fases de expansão, naquelas anteriormente intervencionadas via *'management-buy-out'* (MBO) e de *'seed capital'* que, no seu conjunto, ascendeu a 15,6 milhões de euros.

No final de 2010 cerca de 18% das participações detidas por sociedades de capital de risco e fundos de capital de risco proporcionavam o controlo maioritário das sociedades participadas. Verifica-se igualmente que o capital de risco assegura mais frequentemente o controlo da totalidade ou quase totalidade do capital quando estão em causa pequenas empresas, do que em situações em que em empresas de maior dimensão cujo controlo total ou quase total exigiria um maior volume de investimentos.

O capital de risco continuou a não ser utilizado para levar novas empresas ao mercado de capitais. Em 2010, o desinvestimento das participações em empresas de capital de

risco via oferta pública inicial (IPO) foi nulo. A nível do capital de risco europeu ocorreram 19 IPO em 2010, correspondentes a um valor total de 968 milhões de euros.

No que se refere ao desinvestimento com perda total de valor (*write-off*), verificou-se um incremento no número de operações face a 2009 (14 casos em 2010), o que equivale a uma taxa de *default* de 14,1%. No sector do capital de risco europeu essa taxa foi de 1,3%.

Ainda que com menor relevância face a 2009, os resultados do desinvestimento em 2010 totalizaram cerca de 9,7 milhões de euros. As empresas em fase de expansão representaram cerca de 64,8% (6,3 milhões de euros) das mais-valias, enquanto as empresas na fase de '*seed capital*' proporcionaram mais-valias de cerca de 3,3 milhões de euros (33,9% do realizado). As demais fases de investimento não apresentaram perdas ou ganhos relevantes, excepto no que respeita à das empresas em fase de arranque ('*start-up*') que geraram menos-valias de cerca de 1,1 milhões de euros.

O sector do capital de risco nacional encerrava no final de 2010 um potencial de desvalorização (apurado pela diferença entre a valorização e o valor de aquisição das participações) de cerca de 1,8% do valor sob gestão (valor que compara com os 4,9% de potencial desvalorização registados em 2009). A situação continua a ser distinta no caso das SCR, em que existem mais-valias potenciais (3,8%), relativamente ao que ocorre nos FCR, onde se registam menos-valias potenciais (4,4%). Nos FCR, esta situação é explicada pelo facto de 254 das 826 participações detidas estarem inscritas com um valor de avaliação nulo. Apenas 157 participações traduziam mais-valias potenciais. A maioria das participações (414, ou 50,2% do total) tinha adstritas menos-valias potenciais.

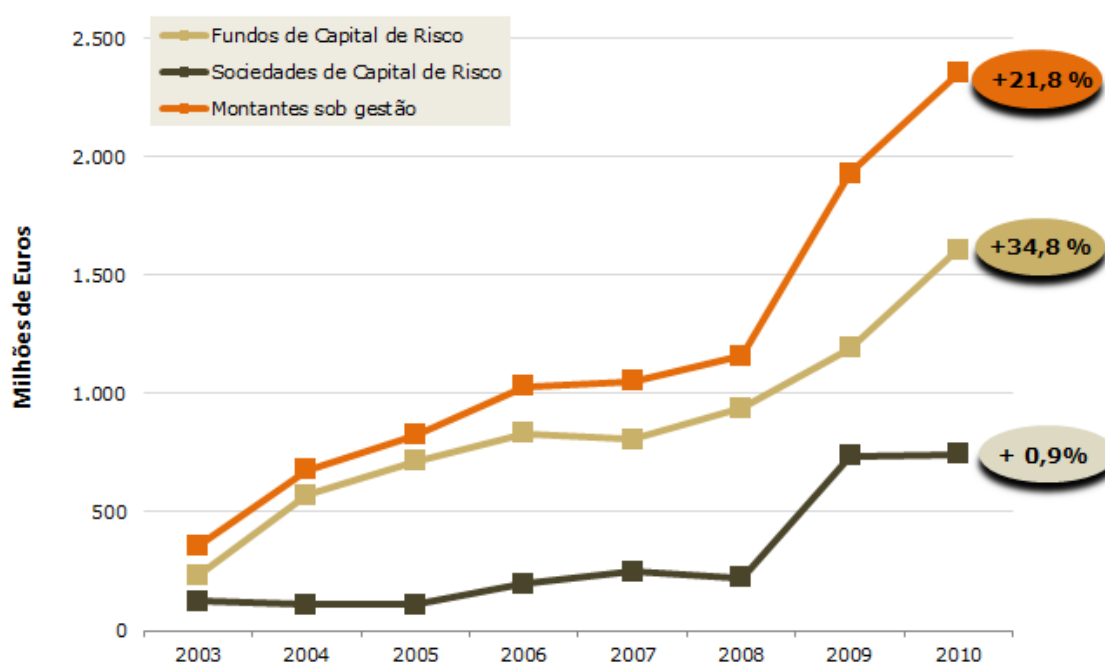
Os primeiros seis meses de 2011 revelam que o sector do capital de risco nacional tem mantido alguma dinâmica, uma vez que neste período foram constituídos cinco novos fundos de capital de risco (no seu conjunto com um capital inicial superior a 50 milhões de euros) e foi criada uma nova sociedade de capital de risco.

2. Análise Estatística e Económica

2.1. Montantes sob Gestão

O montante global sob gestão dos operadores de capital de risco nacionais^{1 2} aumentou 21,8% em 2010 (cerca de 421,6 milhões de euros). O montante sob gestão³ totalizava em 31 de Dezembro de 2010 cerca de 2,4 mil milhões de euros. Importa referir que, como resultado da adopção do novo sistema de normalização contabilística (SNC), em vigor desde 01 Janeiro de 2010⁴, o valor líquido global dos fundos (VLGF) deixou de incorporar o capital subscrito e não realizado.⁵

Gráfico 1 - Evolução dos montantes sob gestão (valores de final do ano)



Fonte: CMVM

¹ Sociedade de Capital de Risco, Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco e outras entidades legalmente habilitadas para o efeito.

² Os dados cuja fonte citada nos gráficos e quadros seja a CMVM, foram obtidos através dos anexos previstos no Regulamento da CMVM Nº 1/2008.

³ Onde 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.

⁴ O SNC aprovado pelo Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de Julho passou a ser aplicado a partir de 1 de Janeiro de 2010.

⁵ Neste sentido e por forma a se obter uma equivalência face aos valores difundidos em relatórios anteriores (2007 a 2009), procedeu-se ao ajuste do VLGF dos fundos de capital de risco dos anos antecedentes deduzindo ao VLGF então divulgado o capital subscrito e não realizado.

O aumento do valor sob gestão deve-se a múltiplos factores, nomeadamente i) à realização, em 2010, de capital outrora subscrito em FCR; ii) ao registo de três novos fundos (+ 20,5 milhões de euros)⁶; iii) à constituição de uma nova sociedade de capital de risco; e iv) ao aumento do valor das participações detidas pelas carteiras geridas quer pelos fundos quer pelas sociedades de capital de risco. Estes diversos movimentos traduziram-se num incremento do valor sob gestão de 416,5 milhões de euros (+34,8%) nos fundos de capital de risco e de 6,4 milhões de euros (+0,9%) nas sociedades de capital de risco em 2010. No que respeita às aplicações dos valores sob gestão dos operadores de capital de risco, registou-se um o saldo líquido positivo de investimentos, traduzido pela diferença de cerca de 103 milhões de euros entre aquisições e alienações de participações.

A actividade de capital de risco no contexto europeu aumentou, segundo a *European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA)*, cerca de 40%, em grande parte resultante do investimento líquido registado em 2010. A EVCA estimava ainda que o sector de capital de risco tinha disponível, no final de 2010, cerca de 100 mil milhões de euros como base potencial de investimento em empresas a financiar via capital de risco.⁷

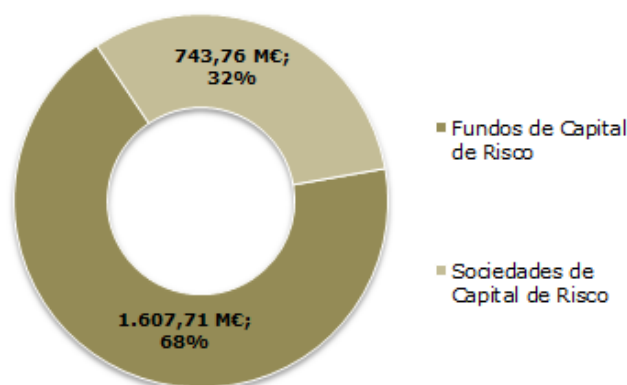
⁶ Em 2010 foram liquidados dois fundos de capital de risco, valorizados em 31 de Dezembro de 2010 em cerca de 1,5 milhões de euros.

⁷ Salvo indicação em contrário, as referências ao capital de risco em termos europeus têm a EVCA como fonte de informação.

2.2. Quotas de Mercado

A distribuição do montante sob gestão pelos operadores de capital de risco sofreu uma ligeira alteração face ao verificado no ano anterior. No final 2010, o montante gerido pelos fundos de capital de risco representava cerca de 68% (+6 p.p.) do valor das participações (e outros investimentos) em empresas de capital de risco.⁸ Também o número de participantes em FCR aumentou, totalizando 379 no final de 2010 (+16,3% face a 2009).

Gráfico 2 – Distribuição do montante sob gestão em 31 de Dezembro de 2010



Fonte: CMVM

Continuou a verificar-se uma concentração do montante sob gestão.⁹ O indicador CR5 revela que 68,5% (cerca de 1,6 mil milhões de euros) do montante gerido pelos operadores de capital de risco se encontrava concentrado em cinco sociedades. Estas sociedades eram responsáveis por 56,5% (467 em 826) das participações em empresas financiadas pelo capital de risco e outros investimentos realizados em 2010. Neste conjunto, uma sociedade não gere qualquer fundo (apenas tem participações directas via balanço) e outra apenas gere três fundos de capital de risco¹⁰, não detendo qualquer participação directa. A quota de mercado das 10 maiores sociedades representou 91,4% do valor global sob gestão, sendo os demais 20 operadores responsáveis por apenas 8,6% do referido montante.

⁸ As percentagens relativas a 2009 foram ajustadas após a dedução do montante relativo ao "Capital subscrito e não realizado". Assim as novas ponderações para 2009 para os FCR e SCR, foram de 62% e 38%, respectivamente. No relatório divulgado em 2009 estas representavam, respectivamente, 76% e 24%.

⁹ Ver detalhe das participações no "Quadro 2 – Quota de Mercado e Dimensão média dos FCR" (em anexo).

¹⁰ Respectivamente, Finpro, SCR, SA e Explorer Investments, SCR, SA.

A variação do indicador HHI entre 2009 e 2010 (de 1220,79 para 1222,05 pontos) mostra que o grau de concentração na indústria se manteve praticamente inalterado. Esta situação é em grande medida motivada pela concentração existente na quota de mercado das SCR (onde a Finpro detinha cerca de 70,9% do valor sob administração).

Apenas 10 entidades gestoras de fundos de capital de risco¹¹ geriam fundos com dimensão (VLGF) superior ao valor líquido global médio de todos os FCR. Os 15 FCR nestas condições equivaliam a 77,8% (1,3 mil milhões de euros) do valor sob gestão. A dimensão média de todos os 51 fundos sob gestão (cerca de 31,5 milhões de euros) foi superior à verificada em 2009 (+32,2%)¹², mas encontrava-se ainda cerca de 10 vezes abaixo da média europeia do sector.

¹¹ No final 2010 estavam registadas na CMVM 30 entidades identificadas como gestoras de capital de risco (27 sociedades, 2 instituições de crédito e uma sociedade gestora de fundos de investimentos).

¹² Face à adopção do novo plano de contas e ao ajuste do VLGF dos fundos para o exercício de 2010, procedeu-se à dedução do "capital subscrito e não realizado" ao respectivo VLGF de 2009 por forma a tornar comparáveis os dados. Assim, a dimensão média corrigida dos FCR para ano de 2009 foi de 19,8 milhões de euros.

2.3. Tipo e Origem das Participações

Em 2010 verificou-se um significativo incremento do valor investido em empresas portuguesas financiadas pelo capital de risco. De facto, quando comparados os montantes sob gestão aplicados em empresas residentes contabilizados no final de 2010 e 2009, verificou-se um aumento na ordem dos 26,8% e 5,5%, respectivamente, na participação em capital de empresas residentes cotadas¹³ e não cotadas, e um incremento de 79,6% do montante aplicado em empresas residentes através de outras formas de investimento.¹⁴ ¹⁵ O valor investido em participações em capital social (e/ou outros investimentos) de empresas portuguesas atingiu, no final de 2010, cerca de 61,8% (1,3 mil milhões de euros) do total das participações (2,1 mil milhões de euros). Esta evolução é significativa, uma vez que põe novamente enfâse no envolvimento do capital de risco em empresas nacionais, contrariando o movimento verificado entre 2008 e 2009 (de 85% das participações para menos de 50%). No entanto, se considerarmos o valor médio das participações¹⁶ este está consideravelmente aquém do valor médio investido em empresas não residentes. No final de 2010 o número de participações em capital social de empresas residentes era de 530¹⁷, significativamente superior ao das não residentes (66 empresas).¹⁸ Tal como verificado em 2009, a relevância do valor investido em empresas não residentes deve-se ao peso das participações detidas pela Finpro, que detinha uma carteira de investimentos essencialmente orientada para empresas não residentes e com elevado valor unitário.¹⁹

Numa análise mais pormenorizada verificou-se que, com a excepção das empresas sedeadas no Reino Unido, que representam 24,2% das participações em capital de risco e que derivam dos investimentos da Finpro, o valor investido pelo capital de risco concentrava-se em participações em empresas domiciliadas nos Estados Unidos, Luxemburgo, Espanha e Brasil.²⁰

¹³ As empresas cotadas eram Conduril, Ibersol, Vista Alegre/Atlantis, Sumol + Compal e EDP Renováveis.

¹⁴ Outros investimentos de capital incluem prestações acessórias (PA), empréstimos titulados (ET), empréstimos não titulados (ENT), prestações suplementares (PS), adiantamento por conta de capital (ACC) e suprimentos (S).

¹⁵ Ver detalhe no "Quadro 3 - Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento" (em anexo).

¹⁶ O total do investimento face ao número de empresas de capital de risco.

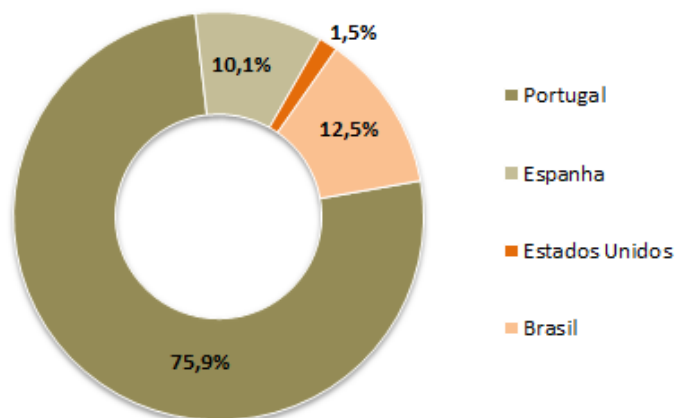
¹⁷ 455 via FCR e 85 via SCR.

¹⁸ 42 via FCR e 24 via SCR.

¹⁹ Em Dezembro de 2010 a carteira de investimentos da Finpro estava valorizada em cerca de 527,4 milhões de euros (22,4% do montante sob gestão em 2010).

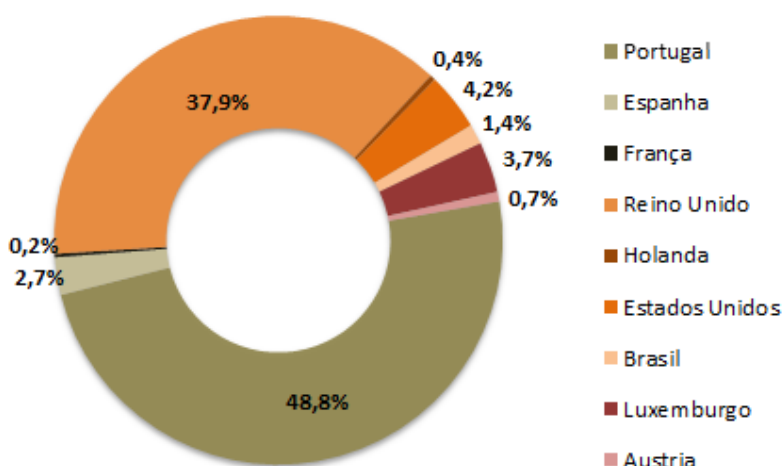
²⁰ Ver detalhe no "Quadro 4 - Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento e País" (em anexo).

Gráfico 3 - Distribuição do valor investido em participações de empresas cotadas (Final de 2010).



Fonte: CMVM

Gráfico 4- Distribuição do valor investido em participações de empresas não cotadas (Final de 2010)



Fonte: CMVM

A rubrica depósitos e outros meios líquidos afectos ao capital de risco, que reflecte o potencial de investimento futuro em participação de capital de risco, aumentou cerca de 15,8% face a 2009 (+35,4 milhões de euros).²¹ Em termos relativos, o peso deste montante diminuiu ligeiramente face a 2009, representando cerca de 12,4% do montante afecto ao investimento em 2010 (2,1 mil milhões de euros).²² Esta situação reflecte o aumento do valor do investimento em empresas de capital de risco realizado em 2010.

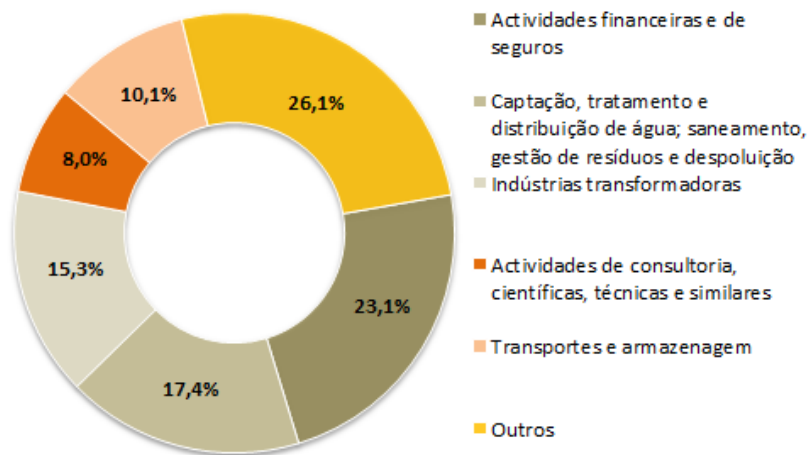
²¹ Em 2009 o montante da rubrica "Depósitos e Outros Meios Líquidos afecto a CR" foi de 224,5 milhões de euros, enquanto em 2010 atingiu 259,9 milhões de euros. Ver detalhe no "Quadro 3 - Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento" (em anexo).

²² Em 2009 a representatividade desta rubrica foi de 12,9%, correspondendo a 1,7 mil milhões de euros de investimento.

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

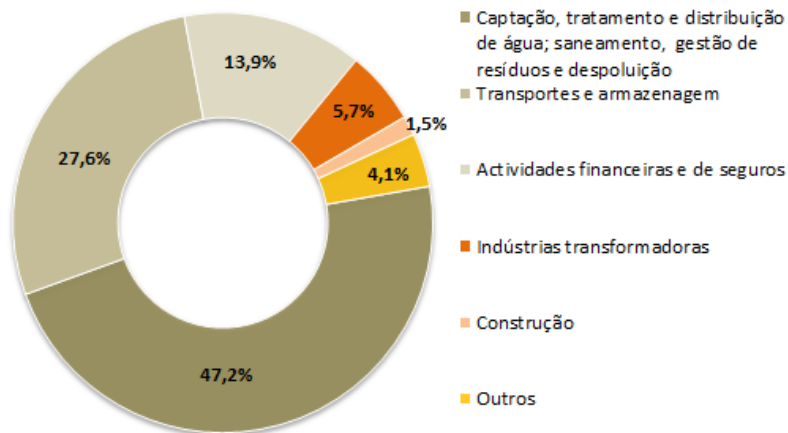
O capital de risco tem dirigido os seus investimentos preferencialmente para o sector de actividade que engloba as empresas financeiras e de seguros, em empresas que não produzem bens transaccionáveis. Esta situação é devida essencialmente aos investimentos efectuados pelos fundos de capital de risco. Ao invés, nas sociedades de capital de risco o sector de actividade com maior valor investido é o da captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição. Este sector, orientado fundamentalmente para a optimização de recursos naturais e para a minimização de impactos ambientais, não se insere igualmente entre aqueles que produzem bens transaccionáveis e que se podem constituir como factores decisivos para a dinamização das exportações da economia portuguesa.

Gráfico 5 – Distribuição do valor investido por sectores de actividade (Final de 2010)



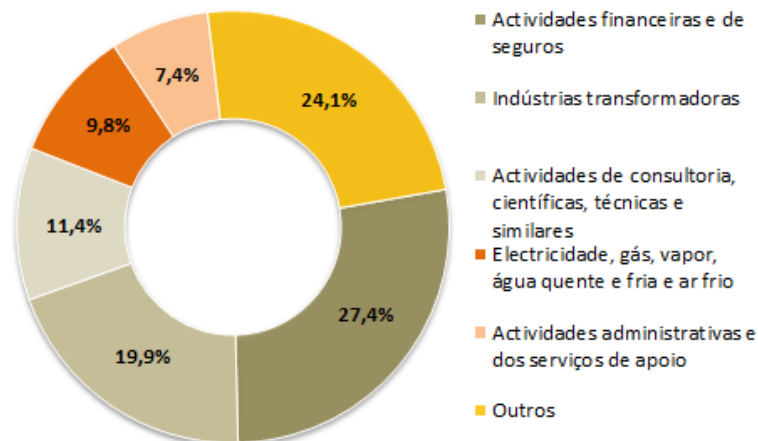
Fonte: CMVM

Gráfico 6 – Distribuição do valor investido por sectores de actividade pelas SCR (Final de 2010)



Fonte: CMVM

Gráfico 7 – Distribuição do valor investido por sectores de actividade pelos FCR (Final de 2010)



Fonte: CMVM

Os quatro principais sectores de actividade em que o capital de risco efectua as suas aplicações representam cerca de dois terços da respectiva carteira de investimentos registada no final de 2010. O valor acrescentado bruto (VAB) por trabalhador destes sectores é cerca de 50% superior à média da economia nacional.²³ Acresce que o sexto sector de actividade (electricidade, gás, vapor, águas quente e fria e ar frio) mais representativo na carteira de investimentos do capital de risco é o que apresenta o valor mais elevado para aquele indicador. O VAB por trabalhador deste sector é cerca de 15

²³ Fonte: Instituto Nacional de Estatística, dados relativos a 2009 (cálculos CMVM, excluindo empresas financeiras e de seguros).

vezes superior à média da economia nacional, o que é explicado pelo facto de se tratar de um sector de actividade pouco intensivo em mão-de-obra e, simultaneamente, ter uma elevada capacidade de geração de valor. Por outro lado, o valor da carteira de investimentos em sectores em que este indicador de produtividade relativa é inferior à média nacional (construção, comércio por grosso e a retalho e reparação de veículos automóveis e motociclos, alojamento, restauração e similares, actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares, actividades administrativas e dos serviços de apoio, educação e actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas) representou em 2010 somente 16,7% da carteira de investimentos do capital de risco.²⁴ Já o valor investido no sector da agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca representava apenas 1,5% (30,7 milhões de euros) da carteira do capital de risco no final de 2010. Verifica-se, assim, que capital de risco nacional tem direccionado os seus investimentos para sectores de actividade com índices de produtividade mais elevados, e ainda que nalguns casos (16,3%) este se processe nas fases de incubação ou de arranque das empresas, o capital de risco intervém essencialmente nas empresas mediante apoio à sua expansão.

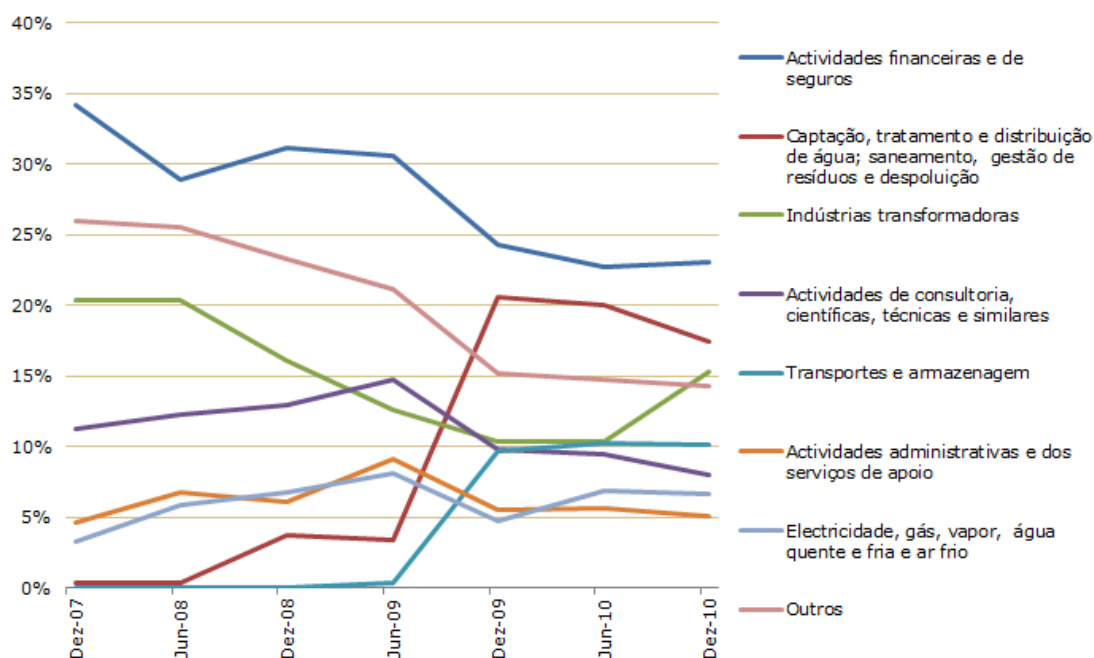
A evolução nos últimos três anos do peso relativo dos sectores de actividade (Gráfico 8) revela uma diminuição significativa no valor investido em empresas financeiras e do ramo segurador e da indústria transformadora. O valor investido em empresas da indústria transformadora apresenta um peso que é inferior em 5 p.p. ao registado em 2007, mas a evolução registada entre 2009 e 2010 denota que este sector constituiu um destino preferencial do capital de risco no último ano. Sendo por excelência um dos maiores contribuintes para a produção de bens transaccionáveis, o sector transformador é uma alavanca fundamental para o fomento das exportações nacionais e, concomitantemente, para a recuperação do crescimento da economia portuguesa.

O aumento do peso dos sectores de captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição e de transportes e armazenagem entre 2007 e 2010 deveu-se à transformação de uma SGPS em sociedade de capital de risco em 2009. A carteira de investimentos desta sociedade está concentrada nestes dois sectores - representando 85,7% dos investimentos do capital de risco nestas áreas de actividades e 27,5% do valor global dos investimentos efectuados pelo sector do capital de risco - o que justifica o expressivo aumento do peso daqueles dois sectores em 2009

²⁴ Estes sectores foram responsáveis em 2009 por cerca de 50% do VAB da totalidade das empresas não financeiras nacionais.

e a sua estabilização em 2010 e revela que não existiu um particular redireccionamento dos investimentos do capital de risco para estas áreas de actividade.

Gráfico 8 - Evolução dos investimentos por sectores de actividade



Fonte: CMVM

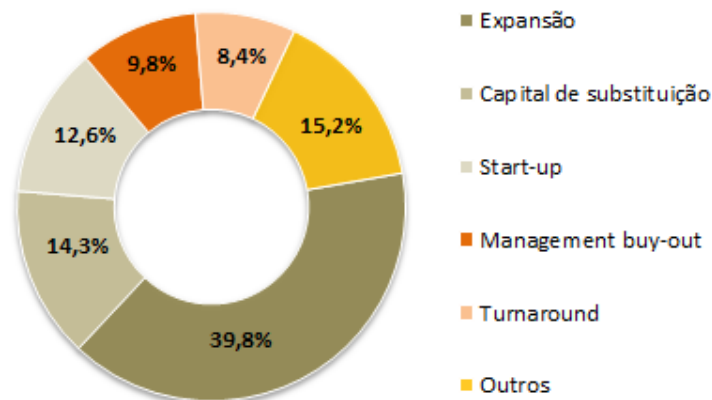
No panorama europeu, os sectores de actividade que predominaram foram os classificados como 'ciências humanas', 'comunicações' e 'bens de consumo e retalho', que congregaram 41% do valor gerido pelo capital de risco.

No que diz respeito às fases de investimento em que o capital de risco processa a sua entrada nas empresas participadas (Gráfico 9), as empresas caracterizadas como estando em 'expansão' representam cerca de 39,8% do valor investido no final de 2010 (50% em 2009).²⁵ Trata-se de empresas que se encontram numa fase de actividade que requer a afectação de capital para aumentar a capacidade produtiva e comercial instaladas e o desenvolvimento de novos produtos.

²⁵ Ver detalhe "Quadro 6 - Valor Investido por Fases de Entrada do Capital de Risco nas Empresas (Final de 2010)" (em anexo).

Gráfico 9 - Distribuição do valor investido por fases de entrada do capital de risco nas empresas

(Final de 2010)



Fonte: CMVM

As fases de investimento classificadas como 'capital de substituição' (compra de acções já existentes a outro investidor de capital de risco ou a outros accionistas) e 'turnaround'²⁶ (disponibilização de financiamento a empresas que experimentaram dificuldades comerciais, com o objectivo de permitir a sua reestruturação e viabilização económicas) assumiram um peso conjunto de 22,7%. Esta percentagem constitui um máximo histórico e não será alheia à deterioração das condições económicas nos últimos três anos que terá colocado em causa a viabilidade de diversas empresas. A intervenção do capital de risco nestas empresas revela-se fundamental na conjuntura recente, designadamente porque o mercado de crédito bancário sofreu fortes constrangimentos e registou, ao mesmo tempo, uma subida muito significativa dos custos de financiamento.²⁷

Nos casos em que a respectiva gestão (ou parte da gestão), com o apoio de investidores de capital de risco, adquire o capital da empresa (MBO), o valor investido registou um ganho significativo de peso face a 2009. Este movimento indicia que, eventualmente, também em algumas empresas que atravessaram dificuldades, a gestão em funções apostou na sua capacidade de criação de valor e de recuperação das empresas em causa.

Esta evolução esteve em linha com o registado no cenário europeu, uma vez que as fases de investimento 'replacement capital', 'turnaround/rescue' e 'buy-outs' registaram um ganho significativo de quota, tendo os valores investidos em empresas com esta

²⁶ Também designada por 'rescue'.

²⁷ Esta conclusão é reforçada pelo facto do peso da fase de investimento 'refinanciamento da dívida bancária' ter evoluído de 0,6% para 2,3% entre 2009 e 2010.

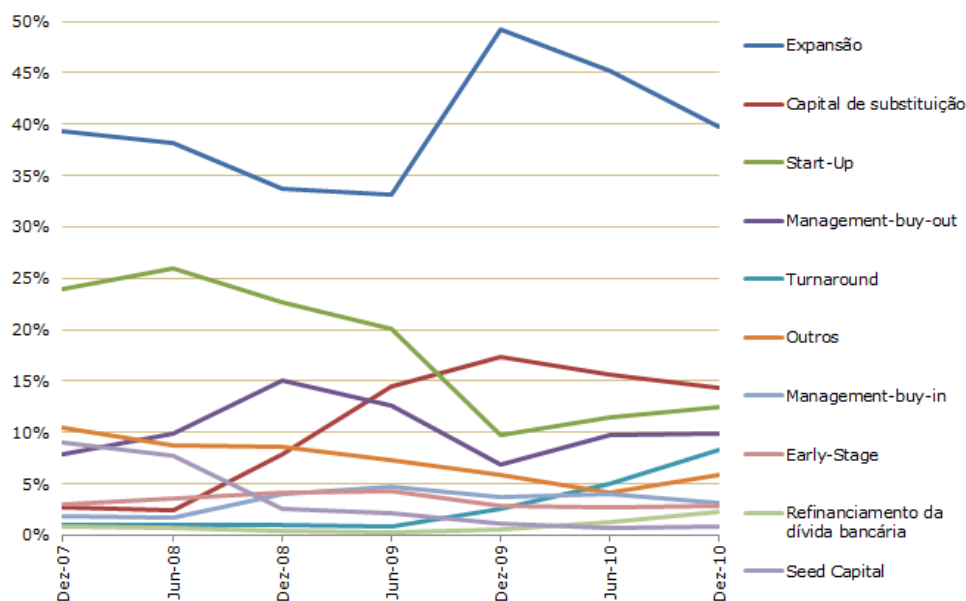
natureza aumentado cerca de 50% face a 2009 (30 p.p. apenas no último trimestre de 2010).

No final de 2010 o investimento médio em empresas em fase de expansão (3,3 milhões de euros), em que o capital de risco entra nas empresas através de capital de substituição ou via *'turnaround'* ou em que o capital de risco processa a sua entrada nas empresas via financiamento de MBO (em ambos os casos 2,8 milhões de euros) é relativamente homogéneo e bastante superior ao de outras fases de investimento (e.g. quando comparado com o investimento médio em empresas em fase de arranque, que ascende apenas a cerca de setecentos mil euros).

O gráfico seguinte mostra a evolução do valor investido pelo capital de risco relativamente às fases em que se encontravam as empresas intervencionadas. Além dos movimentos já denotados anteriormente, importa destacar outros dois. O primeiro respeita ao peso, que continua a ser quase negligenciável, dos investimentos em *'seed capital'*.²⁸ A inexistência de *'business angels'* registados na CMVM, aos quais compete assumir um papel determinante no fomento de investimentos desta natureza, pode justificar este facto. O segundo diz respeito à intervenção do capital de risco nas empresas via refinanciamento da dívida bancária. Apesar de em 2010 se ter registado um ganho do peso desta fase de investimento face a 2009 (+1,7 p.p.), a intervenção do capital de risco continua a utilizar pouco esta forma de participação no investimento.

²⁸ 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.

Gráfico 10 - Evolução do investimento por fases de entrada do capital de risco nas empresas



Fonte: CMVM

2.5. Investimento Líquido e Rotação das Carteiras

O investimento líquido efectuado em cada período e a rotação das carteiras constituem indicadores relevantes para aferir a dinâmica do capital de risco. O investimento líquido é apurado pela diferença entre o montante total de aquisições e alienações. A rotação das carteiras é calculada através do quociente entre o somatório das operações de aquisição e alienação efectuadas ao longo do ano ou do semestre e o valor sob gestão no período precedente.²⁹

Em 2010 o investimento líquido situou-se em cerca de 103 milhões de euros (232 milhões de euros em 2009)³⁰, 5,3% do valor que se encontrava sob gestão em 2010 (15% em 2009).³¹ O investimento líquido foi mais elevado nos fundos de capital de risco (+107,9 milhões de euros) do que nas sociedades de capital de risco (investimento líquido negativo de 4,9 milhões de euros).

²⁹ No caso dos FCR, o respectivo VLGf foi deduzido do capital subscrito e não realizado, conforme explicado na nota de rodapé 7.

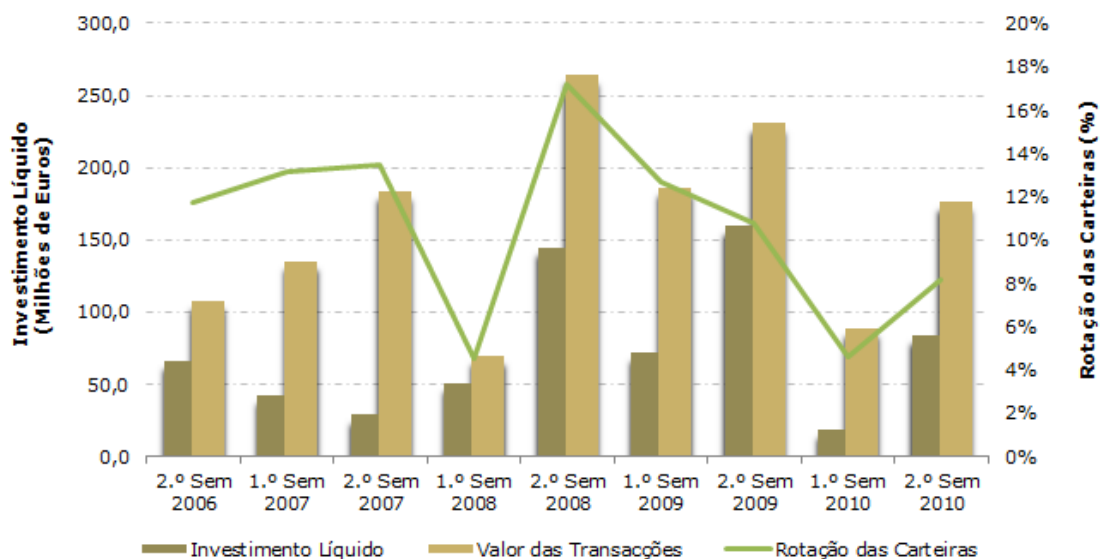
³⁰ Ver detalhe "Quadro 7 - Transacções e Rotação das Carteiras" (em anexo).

³¹ Para efeitos de uma adequada comparabilidade, o valor sob gestão em 2009 foi deduzido do capital subscrito e não realizado dos fundos de capital de risco.

Se forem consideradas as operações realizadas quer por SCR quer por FCR constata-se que a rotação anual das carteiras de investimento em capital de risco ascendeu a 13,8% em 2010 (28,3% em 2009). Analisadas em detalhes as operações de aquisição e alienação realizadas em 2010, conclui-se que o capital de risco efectuou investimentos em 128 empresas (aquisições totais ou parciais) e desinvestiu em outras 59 (em 37 casos totalmente e nos demais parcialmente). Em 11 das situações de aquisição foi efectuado o reforço de posições accionistas já anteriormente detidas (*'follow-on-investment'*).

O Gráfico 11 apresenta a evolução destes indicadores nos últimos quatro anos. Posteriormente a um aumento progressivo do investimento líquido até 2009 (existindo, em regra, uma maior concentração dos investimentos nos segundos semestres de cada ano), o investimento líquido diminuiu de forma considerável em 2010. Agregando os dois semestres de 2010 conclui-se que o investimento líquido do capital de risco se situou em valores próximos dos verificados em 2006 e apenas ligeiramente superiores aos de 2007.

Gráfico 11 - Evolução do investimento líquido, das transacções e da rotação das carteiras



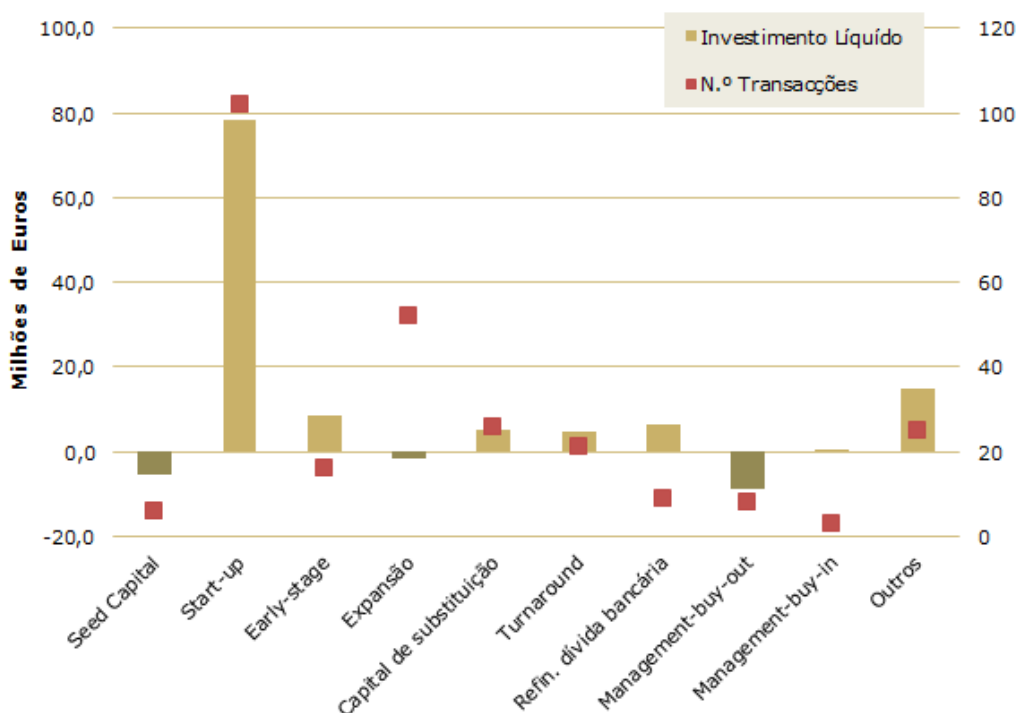
Fonte: CMVM

A desagregação das transacções realizadas pelo capital de risco de acordo com as diversas fases de investimento permite avaliar os estágios de desenvolvimento das empresas em que se tem verificado uma maior ou menor preponderância dos investimentos líquidos do capital de risco. O ano de 2010 fica marcado pela concentração dos investimentos líquidos em empresas em fase de arranque ou inicial da sua actividade (*'start-up'* ou *'early stage'*). O investimento líquido em empresas nestas fases ascendeu a

86,8 milhões de euros, ou seja, 84,3% do total do investimento líquido efectuado pelo sector em 2010. Esta situação permitiu verificar um aumento significativo destas duas fases de investimento face a 2009 (10,4 milhões de euros).

Gráfico 12 - Investimento líquido e número de transacções por fase de investimento

(1º e 2º Semestres de 2010)



Fonte: CMVM

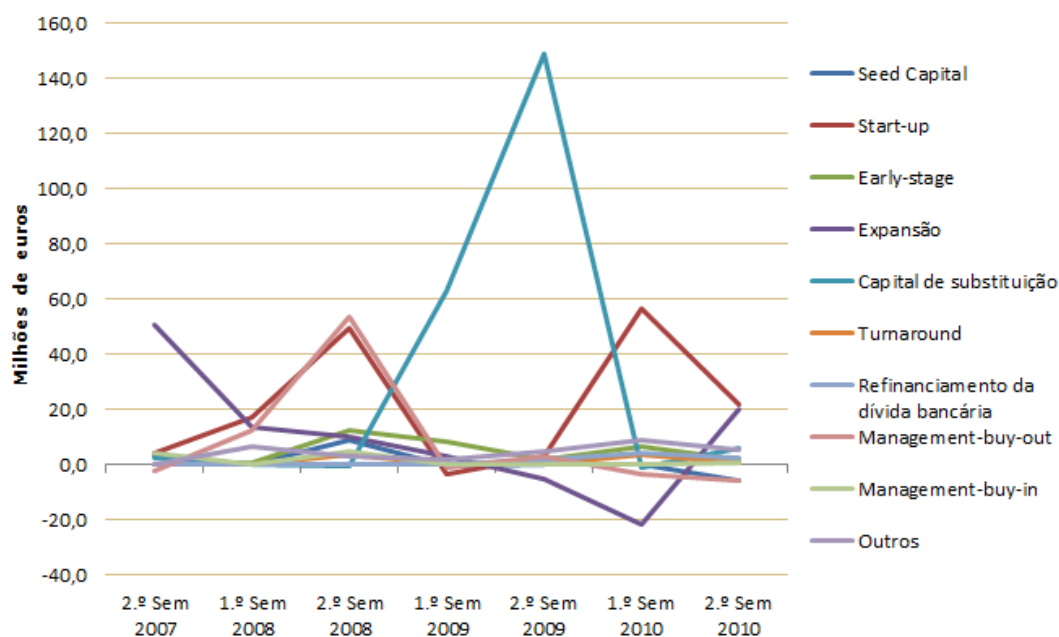
Registou-se um desinvestimento líquido em empresas em fases de expansão, naquelas anteriormente intervencionadas via MBO e de 'seed capital' que, no seu conjunto, ascendeu a 15,6 milhões de euros.

O Gráfico 13 apresenta a tendência semestral de evolução do investimento líquido por fase de investimento.³² As conclusões anteriormente expressas são bem evidenciadas quanto ao aumento do investimento em empresas em fase de arranque, bem como relativamente ao desinvestimento em empresas em fase de expansão. Neste último caso, no segundo semestre de 2010, foi invertida a tendência de queda do investimento líquido que se verificava desde 2007. Todavia, não foi suficiente para compensar o desinvestimento líquido ocorrido no primeiro semestre de 2010, pelo que o investimento

³² A variação registada entre 2008 e 2010 na fase de investimento 'capital de substituição' reflecte a inclusão da Finpro no sector de capital de risco em 2009.

líquido para o conjunto do ano em empresas em fase de expansão foi de -1,5 milhões de euros.

Gráfico 13 - Evolução do investimento líquido por fase de investimento (1º e 2º Semestres de 2010)



Fonte: CMVM

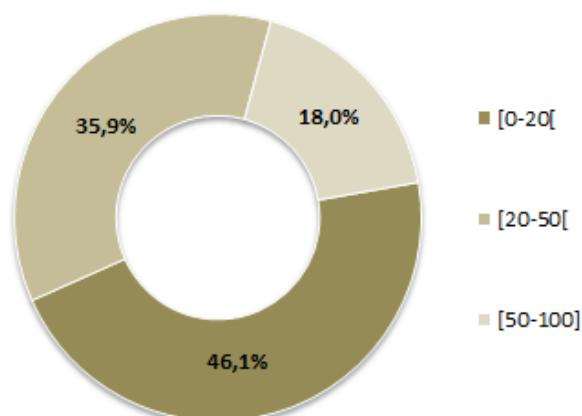
2.6. Detenção de Capital Social nas Empresas Participadas

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

Apesar de a influência sobre a gestão das empresas participadas não depender exclusivamente da dimensão da posição accionista, no final de 2010 cerca de 18% do número de participações detidas por sociedades de capital de risco e fundos de capital de risco proporcionavam o controlo maioritário das sociedades participadas.³³

³³ Em 2009, o controlo accionista do capital de risco ocorria em cerca de 17% das participações detidas.

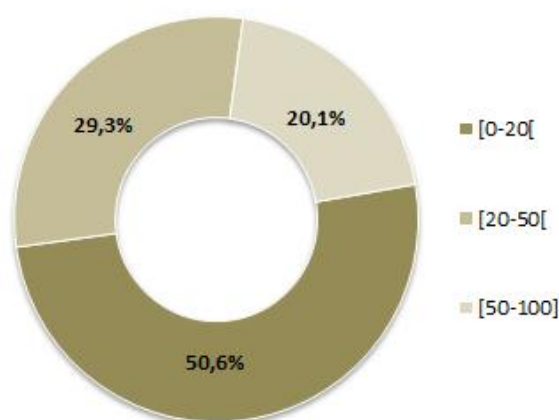
Gráfico 14 - Participação no capital social das empresas (% do número de participações – Final de 2010)



Fonte: CMVM

O domínio accionista do capital de risco nas empresas participadas ganha uma relevância ligeiramente acrescida se for aferido em função do valor total das participações (20,1%). Mais de três quartos deste valor estão concentrados em participações entre os 50% e 60% (investimentos em 25 empresas). As participações superiores a 90%, apesar de expressivas em termos de número de empresas participadas (investimentos em 44 empresas), são meramente residuais quando perspectivadas pela dimensão das empresas participadas. Isto significa que nas empresas de maior dimensão e que, como tal, requerem um maior volume de investimento, o capital de risco procura assegurar o controlo accionista na medida do estritamente necessário e que nas empresas de menor dimensão o domínio accionista é quase total.

Gráfico 15 - Participação no capital social das empresas (% Valor das participações – Final de 2010)



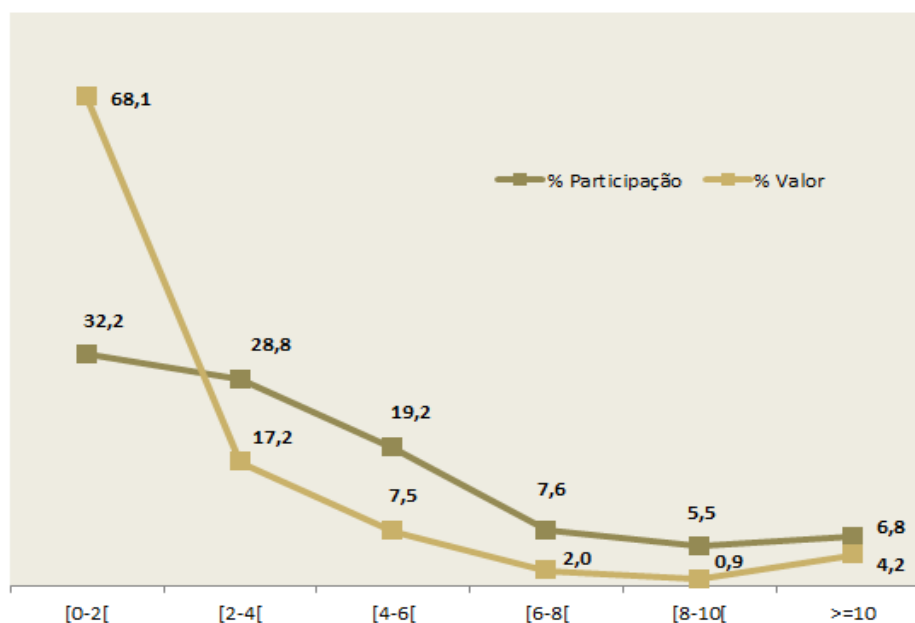
Fonte: CMVM

As posições accionistas que não excediam 20% do capital social das empresas participadas, aferidas pelo número de participações accionistas ou pelo valor das empresas objecto de investimento, representavam, respectivamente, 46,1% e 50,6%.

Em termos de número de participações detidas, existe maior propensão para uma detenção maioritária do capital social quando o investimento é efectuado por fundos de capital de risco. Contudo, quando se avalia a posição accionista tendo por base o valor da empresa participada é nas sociedades de capital de risco que se verifica um maior peso deste tipo de actuação. Esta situação deve-se essencialmente às características da carteira de uma sociedade de capital de risco, cujo valor sob gestão representa mais de dois terços (70,9%) do valor gerido por SCR e 22,4% do total do sector do capital de risco.

Em algumas situações a detenção de participações pelo capital de risco está limitada temporalmente (10 e 5 anos, seguidos ou interpolados, para os investimentos efectuados, respectivamente, por SCR ou ICR). Assim, são residuais os casos em que as participações são detidas por um prazo superior a 10 anos. Já a detenção de participações por um prazo até quatro anos sucede em 61% dos casos.³⁴ Esta percentagem é 2,4 p.p. inferior à registada em 2009.

Gráfico 16 - Participação no capital social das empresas (% em número e valor das participações)



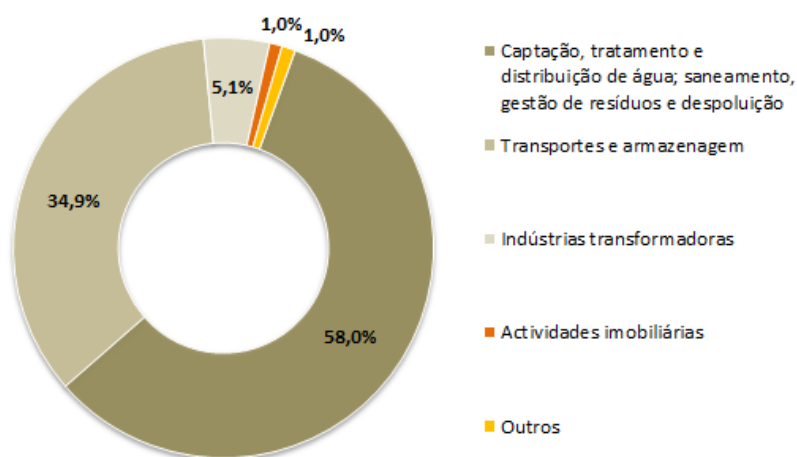
Fonte: CMVM

³⁴ Ver Detalhe "Quadro 10 - Período de detenção das Participações em Capital Social" (em anexo).

Note-se, contudo, que se o prazo de detenção das participações for aferido pela dimensão das empresas financiadas pelo capital de risco o panorama altera-se de modo significativo. Com efeito, mais de 85% das participações passam a estar contempladas nas maturidades até quatro anos. Esta situação deve-se, em grande medida, à carteira de uma sociedade de capital de risco que integrou o sector em 2009, cujos investimentos efectuados com maturidade até dois anos influenciavam de forma decisiva os dados globais do sector.³⁵

Nos gráficos 17 e 18 detalha-se, por sector de investimento, as participações em capital social detidas até dois anos, respectivamente nas SCR e FCR. No caso das SCR, 93,1% do valor das participações tem uma antiguidade em carteira inferior a dois anos. Como já referido, tal deve-se aos investimentos de uma SCR que estão concentrados nos sectores captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição e de transportes e armazenagem. Caso esta sociedade não fosse considerada para efeito de determinação da antiguidade das participações, a percentagem do valor das participações detidas por um prazo inferior a dois anos desceria para cerca de 12,2% e as participações detidas entre 8 e menos de 10 anos passariam de 0,2% para cerca de 2,3%. As participações superiores a 10 anos representavam 29,4% (2,3% em 2009).

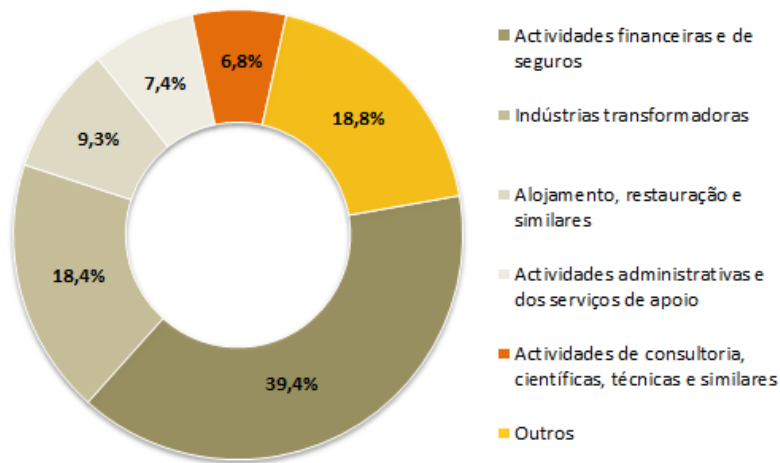
Gráfico 17 - Distribuição do valor investido por sectores de actividade predominantes nas SCR (período de detenção inferior a 2 anos) - Final de 2010



Fonte: CMVM

³⁵ Esta sociedade já existia anteriormente mas assumia a forma de uma SGPS.

Gráfico 18 - Distribuição do valor investido por sectores de actividade predominantes nos FCR (período de detenção inferior a 2 anos) - Final de 2010



Fonte: CMVM

No caso dos FCR, 50,2% do valor das participações tem um prazo de detenção até dois anos e está essencialmente concentrado nos sectores relacionados com actividades financeiras e de seguros, bem como a indústria transformadora. Em grande medida essas participações são provenientes de carteiras de fundos criados entre 2009 e 2010.

2.7. Estratégias de Desinvestimento

O montante do desinvestimento em participações de empresas de capital de risco em 2010 reduziu-se 12,4% (11,5 milhões de euros) mas ocorreram mais 16 transacções do que em 2009. Em termos globais foram executadas 99 transacções de desinvestimento, equivalentes a 81,2 milhões de euros.³⁶

Diferentemente do verificado em 2009, a estratégia de desinvestimento com maior relevância, em termos de valor, foi a alienação das participações à equipa de gestão ou accionistas (50,4%). A segunda maior percentagem (46,9%) e também com o maior número de operações (40) foi a estratégia de venda a terceiros.³⁷ Ambas representaram em 2010 cerca de 74,7% das operações realizadas e 97,4% do montante alienado. A nível europeu, no mesmo período, os desinvestimentos foram essencialmente efectuados em mercado e via troca de participações entre operadores de capital de risco de diferente dimensão.

À semelhança do verificado nos últimos anos, o capital de risco continua a não ser utilizado para introdução de novas empresas no mercado de capitais. Em 2010, o desinvestimento das participações em empresas financiadas por capital de risco pelas entidades gestoras portuguesas via oferta pública inicial (IPO) foi nulo. A nível europeu ocorreram 19 operações (IPO) com um valor total de 968 milhões de euros.³⁸ Nas 497 participações detidas no final de 2010 pelas entidades gestoras de fundo de capital de risco, apenas 152 (30,6%) se encontram valorizadas por montantes superiores a 500.000 euros³⁹; 75,7% destas participações (115) representam uma percentagem superior a 10% do capital das empresas de capital de risco. Já nas 109 participações detidas pelas sociedades de capital de risco, 24 (22,0%) apresentavam uma valorização superior a 500.000 euros e 70,8% destas (17) identificavam uma percentagem do capital superior a 10%. Assim, o potencial de desinvestimento futuro nestas 132 participações reúne as condições necessárias para a sua admissão à negociação, por exemplo, no *EasyNext*.⁴⁰

³⁶ Ver detalhe das operações no "Quadro 11 – Estratégias de Desinvestimento do Capital de Risco" (em anexo).

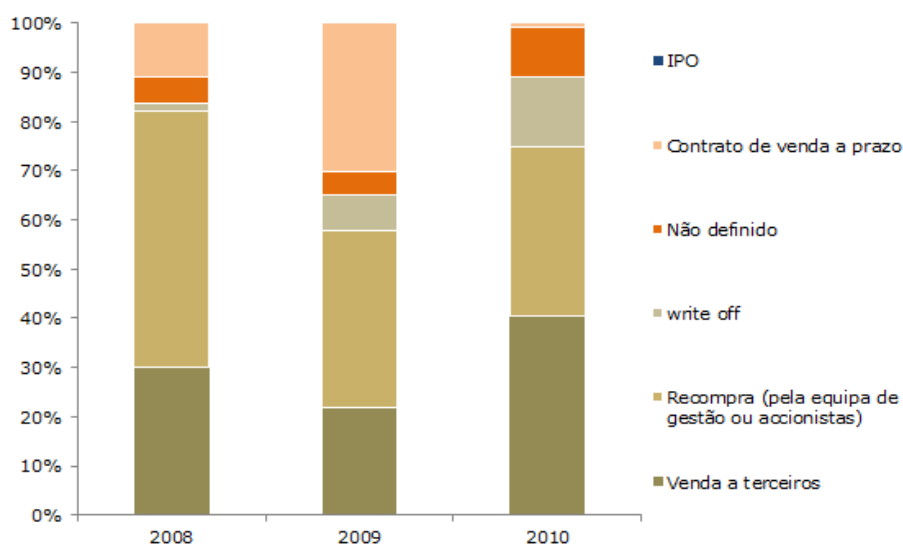
³⁷ Em 2009 esta estratégia de desinvestimento representou apenas 6,6% (6,1 milhões de euros) das participações alienadas.

³⁸ EVCA, Barómetro da primavera de 2011. Em 2009 o valor do desinvestimento do capital de risco via IPO rondou os 1,4 mil milhões de euros, tendo sido realizadas 67 operações.

³⁹ O capital social das 17 empresas admitidas à negociação no *EasyNext* varia entre 0,38 e 10 milhões de euros, sendo que nenhuma destas empresas foi alvo de intervenção via capital de risco.

⁴⁰ O regulamento n.º 2 (*Rulebook 2*) da *Euronext* estabelece que a admissão à negociação no segmento *EasyNext* pode ser requerida por quem detenha um mínimo de 10% do capital social. Ademais, conforme mencionado na nota de rodapé supra, a empresa admitida presentemente neste segmento e cujo valor do

Gráfico 19 – Evolução do tipo de estratégias de desinvestimento (peso do número de desinvestimentos)



Fonte: CMVM (informação relativa aos 1º e 2º semestres de cada ano)

No que se refere ao desinvestimento com perda total do investimento (*write-off*), verificou-se um incremento no número de operações, tendo-se registado um total de 14 situações em 2010 (o que equivale a uma taxa de *default* de 14,1%).⁴¹ No entanto, como referido na secção seguinte, cerca de 30,8% das participações detidas pelos FCR nacionais encontram-se inscritas em carteira com um valor nulo, o que permite pressupor que a percentagem de *write-off* seja diferente. Na Europa a taxa de *default* (*write-offs*) foi de cerca de 1,3% em 2010.

Considerando o resultado das operações de investimento em capital de risco em 2010, verificou-se que cerca de 73,7% não resultaram em menos-valias para os operadores de capital de risco nacionais. Com uma menor relevância face aos valores apurados em 2009⁴², os resultados do desinvestimento⁴³ em 2010 foram positivos, totalizando cerca de 9,7 milhões de euros.

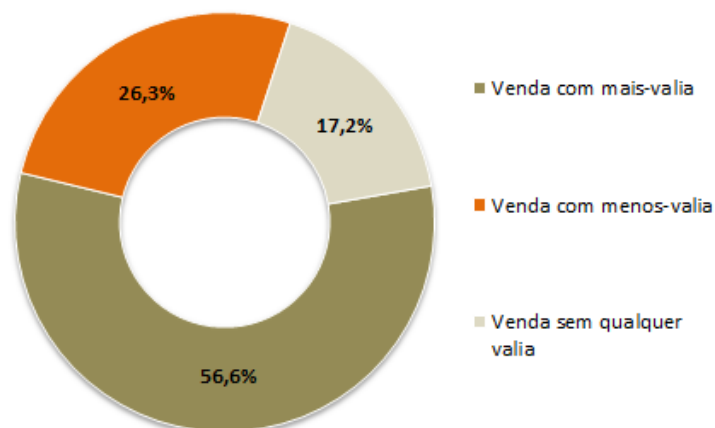
capital social é o mais baixo dentre as restantes situa-se abaixo do limiar dos 500.000 euros referido (contrariamente ao que sucede para as empresas admitidas ao mercado regulamentado, não existe no *EasyNext* qualquer exigência de valor mínimo de capital social para efeitos de admissão à negociação).

⁴¹ Um incremento de 6,9 p.p. face 2009, ou seja, 14 operações em 2010 face a 6 operações em 2009. A taxa de *default* foi calculada mediante o quociente entre o número de participações alineadas por um valor até € 3 e o número total de alineações verificado no mesmo período.

⁴² Em 2009 o saldo líquido do desinvestimento foi de cerca de 22,7 milhões de euros.

⁴³ Resultado da diferença entre o preço de transacção e a valorização das participações.

Gráfico 20 - Distribuição do desinvestimento em função das valias obtidas na transacção (Final de 2010)



Fonte: CMVM (info. relativa aos 1º e 2º semestres)

Relativamente ao período de detenção das participações, e em concordância com o referido na secção anterior⁴⁴, o desinvestimento realizado apresenta uma maturidade média de cerca de dois anos.⁴⁵ No que respeita às fases de investimento em que se encontrava o capital de risco aquando da alienação das participações, as empresas em fase de expansão representavam cerca de 64,8% (6,3 milhões de euros) do montante obtido com mais-valias, enquanto as empresas na fase *'seed capital'* proporcionaram um encaixe de cerca de 3,3 milhões de euros (33,9% do realizado).⁴⁶

As demais fases não apresentaram ganhos ou perdas de montante significativo, excepto as *'start-up'* que, ao contrário do verificado em 2009, produziram uma menos-valia de cerca de 1,1 milhões de euros.⁴⁷

Nas operações contratualizadas a prazo, o valor presente dos contratos totalizou cerca de 94,9 milhões de euros (4,0% do valor sob gestão dos operadores de capital de risco).⁴⁸ Este valor encontra-se porém subestimado em virtude de, na maioria dos casos, os contratos não apresentarem valores actualizados (cerca de 77,0% dos contratos a prazo surgiam inscritos nas carteiras com um valor nulo ou negativo).⁴⁹

⁴⁴ A maior percentagem das participações, bem como do valor investido pelos operadores de capital de risco, tem uma maturidade de cerca de dois anos.

⁴⁵ Nas menos-valias este período é, em média, de um ano.

⁴⁶ Ver Detalhe "Quadro 12 – Desinvestimento em Capital de Risco por Fase de Investimento (em anexo).

⁴⁷ Em 2009 as empresas alienadas nesta fase de investimento permitiram um encaixe de cerca de 6 milhões de euros.

⁴⁸ Em 2009 esta percentagem equivalia a 4,9% dos cerca de 1,9 mil milhões de euros sob gestão.

⁴⁹ Em 2009 esta situação representava 83% dos contratos inscritos.

No que respeita ao tipo de vinculação assumida nesses contratos, as opções⁵⁰ representaram cerca de 70% dos contratos realizados em 2010 (515).⁵¹

Quanto ao critério de fixação do preço das operações a prazo, pré-definido à partida, a maioria das operações remete para as tipologias 'avaliação'⁵² (60,1% dos contratos) e para 'fórmula de cálculo definida em contrato' (22,4% dos casos). Os contratos que representam o maior montante financeiro, cerca de 40,9 milhões de euros (43,1% do montante contratualizado), encontram-se indexados à Euribor (capitalização do valor de aquisição).

2.8. Metodologias de Avaliação das Carteiras

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

Na determinação do justo valor dos investimentos 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 é determinado com recurso a uma de três metodologias: (i) o 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,⁵³ (ii) a utilização de múltiplos de empresas comparáveis, designadamente em termos de sector de actividade, dimensão e rendibilidade, ou (iii) fluxos de caixa descontados (DCF).⁵⁴ É permitido às SCR e aos FCR a aplicação de um factor de desconto até 10% sobre o justo valor. Tratando-se de investimentos em unidades de participação de FCR, o justo valor corresponderá ao último valor patrimonial disponível (NAV).

O método conservador prescreve que a valorização dos investimentos seja efectuada ao seu valor de aquisição, o que só pode perdurar até 12 meses após a aquisição da

⁵⁰ A faculdade de alienar ou adquirir participações em data pré-definida.

⁵¹ Ver detalhe das operações no "Quadro 13 – Tipo de Vinculação nas Operações a Prazo" (em anexo).

⁵² Que consiste na avaliação da participação ao valor de mercado na data da transacção.

⁵³ Existindo este referencial, o mesmo ganha prevalência sobre as outras duas metodologias.

⁵⁴ Os créditos e outros instrumentos de dívida devem ser avaliados obrigatoriamente de acordo com esta metodologia.

participação, sem prejuízo da verificação de situações supervenientes inerentes à empresa ou ao mercado forçar a avaliação pelo justo valor.

Uma vez que a quase totalidade das participações detidas pelo capital de risco respeita a empresa não cotadas, a determinação do justo valor é efectuada mediante uma das três metodologias atrás mencionadas, sendo predominante aquela em que se actualizam os fluxos de caixa futuros da empresa participada (DCF).⁵⁵ Este método é utilizado em 64,6 % do número de participações detidas, que correspondem a 55,8% dos investimentos do capital de risco.⁵⁶

A utilização de metodologias de avaliação assentes em múltiplos ou em transacções relevantes de empresas similares, apesar de relativamente inexpressiva em termos de número de participações (12,4%), representa no entanto quase o dobro em termos do valor dos investimentos (20,0%). Esta situação pode ser explicada pelo facto de nas empresas de maior dimensão se encontrar mais facilmente disponível informação sobre as condições de negócios concretizados que possam servir de referencial à avaliação de participações, bem como estas serem em maior número e mais homogéneas por forma a permitir uma utilização fidedigna da metodologia assente em múltiplos.

O método conservador (manutenção da participação ao seu valor de aquisição até um ano após a sua compra) representa 17,2% do valor dos investimentos e 16,1% do número de participações. Estas percentagens traduzem, respectivamente, uma diminuição e um aumento de 2,3 p.p. face a 2009. Estes movimentos de sentido oposto podem ser explicados pelo aumento da maturidade das participações mantidas em carteira, em conjunto com a dinâmica proveniente de novas aquisições ocorridas em 2010 não ter sido suficiente para compensar os investimentos que entretanto forçosamente migraram para outro método de avaliação que não o conservador. Isto significa que as participações outrora avaliadas pelo método conservador representavam, globalmente, um maior valor de investimento do que o das participações entretanto assumidas pelo capital de risco em 2010, avaliadas de acordo com o mesmo método.

A utilização das metodologias referidas para determinação do justo valor das participações permite proceder ao cálculo das valias potenciais inerentes aos investimentos em carteira. Tal pode ser efectuada mediante a diferença entre os valores inscritos nas carteiras em função da aplicação do princípio do justo valor e da utilização

⁵⁵ Ver Detalhe "Quadro 16 – Metodologias de Avaliação dos Investimentos" (em anexo).

⁵⁶ Apenas em cerca de 15% dos casos as empresas de capital de risco fizeram uso da prerrogativa de poder ser aplicado um factor de desconto de 10%.

do NAV, e o valor de aquisição das participações. Conclui-se que o sector do capital de risco encerra actualmente um potencial de desvalorização de cerca de 1,8% do valor sob gestão. Esta situação traduz uma alteração relevante face a 2009, dado que a desvalorização potencial das carteiras ascendeu nesse ano a 4,9% do valor sob gestão pelo capital de risco.⁵⁷

Tal como em 2009, a situação continua a ser distinta no caso das SCR, em que existem mais-valias potenciais, relativamente ao que ocorre nos FCR, onde existem menos-valias potenciais. Assim, as SCR têm mais-valias potenciais de 3,8%, ao passo que nos FCR as menos-valias potenciais ascendem a cerca de 4,4%.⁵⁸ Nos FCR, esta situação é explicada pelo facto de 254 (30,8%) das 826 participações detidas estarem inscritas com um valor de avaliação nulo. Por outro lado, apenas 157 (19,0%) participações traduziam mais-valias potenciais. A maioria das participações (414, ou 50,2% do total) tinha adstritas menos-valias potenciais.

Contudo, dever-se-á ter em conta 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. A simples constatação do potencial de desvalorização não pode desconsiderar esses acordos de saída, bem como a fase em que se encontram os investimentos, uma vez que, em regra, as mais-valias, a existirem, são geradas numa fase adiantada do investimento.

⁵⁷ Em 2009 as valias potenciais foram de -85,4 milhões de euros, face a um montante sob gestão de 1.742,6 milhões de euros (4,9%).

⁵⁸ Enquanto o potencial de desvalorização dos FCR permaneceu imutável face a 2009, já no caso das SCR o potencial de valorização aumentou 1,3 p.p..

Anexos



**Relatório Anual da Actividade de
Capital de Risco
2010**

Quadro 1 - Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em Actividade (31/12/2010)

Unidade: 10⁶ Euro

	N.º Soc. Gestoras	Montante sob Gestão	Quota
Fundos de Capital de Risco	51	1.607,7	68,4%
Sociedades de Capital de Risco	27	743,8	31,6%
Total	78	2.351,5	100,0%

Fonte: CMVM

Quadro 2 - Quota de Mercado e Dimensão Média dos FCR (31/12/2010)

Unidade: 10⁶ Euro

Entidade Gestora	Quota de Mercado Global	Quota de Mercado (SCR)	Quota de Mercado (FCR)	N.º FCR Geridos	Dimensão Média dos FCR	N.º FCR Geridos 2009	Dimensão Média FCR em 2009	Δ Dimensão Média FCR
Finpro, SCR, SA	22,4%	70,9%	0,0%	0	-	0	-	-
Caixa Capital - SCR, SA	17,7%	3,0%	24,6%	4	98,7	4	85,6	15,3%
Explorer Investments - SCR, SA	12,6%	0,0%	18,4%	3	98,8	3	63,4	55,8%
ECS - SCR, SA	8,4%	0,8%	11,9%	2	95,3	2	32,3	194,9%
InovCapital - SCR, SA	7,4%	3,5%	9,1%	11	13,3	11	11,9	12,2%
Espírito Santo Capital - SCR, SA	5,7%	7,3%	5,0%	3	26,5	3	25,2	5,2%
Espírito Santo Ventures - SCR, SA	5,7%	0,0%	8,3%	4	33,2	4	15,7	111,2%
AICEP Capital Global - SCR, SA	5,3%	3,5%	6,2%	4	24,8	4	26,3	-5,4%
Banif Capital - SCR, SA	3,7%	0,2%	5,4%	3	28,9	3	10,6	174,2%
TC Turismo Capital - SCR, SA	2,5%	0,7%	3,3%	2	26,5	2	29,9	-11,3%
Inter Risco - SCR, SA (Nova)	1,8%	0,1%	2,5%	2	20,3	0	-	-
BCP Capital - SCR, SA	1,3%	3,4%	0,3%	1	4,8	1	6,0	-18,7%
BPI PE, SCR (ex. Inter Risco - SCR) (nova desg)	1,1%	3,4%	0,0%	0	-	1	32,8	-
BPN Gestão de Activos - SGFIM, SA	0,9%	0,0%	1,4%	1	22,0	1	22,4	-2,0%
Change Partners - SCR, SA	0,7%	0,7%	0,7%	2	5,8	2	7,2	-18,9%
Agrocapital - SCR, SA	0,7%	0,1%	0,9%	1	15,2	1	15,2	-0,1%
Banco Efisa, SA	0,5%	0,0%	0,7%	1	11,6	1	13,3	-12,4%
ISQ - SCR, SA	0,4%	0,0%	0,6%	2	4,9	2	5,5	-11,8%
FamiGeste - SCR, S.A.	0,3%	1,0%	0,0%	0	-	0	-	-
Novabase Capital - SCR, SA	0,3%	0,2%	0,3%	1	4,9	1	5,5	-11,3%
Beta - SCR, SA	0,2%	0,4%	0,1%	1	1,5	1	2,0	-21,8%
PATRIS Capital - SCR, SA	0,1%	0,0%	0,2%	1	2,9	1	0,0	-
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, CRL	0,1%	0,0%	0,2%	1	2,7	1	5,0	-45,3%
Drive - SCR, SA	0,1%	0,3%	0,0%	0	-	0	-	-
Naves - SCR, SA	0,1%	0,2%	0,0%	0	-	0	-	-
ONETIER PARTNERS SCR (Ex. Big Capital)	0,0%	0,1%	0,0%	1	0,1	1	0,5	-80,2%
2BPARTNER - SCR, SA	0,0%	0,1%	0,0%	0	-	0	-	-
Enotum Capital - SCR, SA	0,0%	0,0%	0,0%	0	-	0	-	-
Centro Venture - SCR, SA	0,0%	0,0%	0,0%	0	-	0	-	-
Critical Ventures - Sociedade de Capital de Risco, SA	0,0%	0,0%	0,0%	0	-	0	-	-
Total	100,00%	100,00%	100,00%	51	31,5	50	19,8	59,0%

Fonte: CMVM

Quadro 3 – Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento (31/12/2010)

Unidade: 10⁶ Euro

	SCR	Δ 2010/2009	FCR	Δ 2010/2009	Total	Δ 2010/2009
N.º de Participações ⁽¹⁾	130	-1,5%	501	12,6%	631	9,4%
<i>Em Empresas Residentes</i>	106	-4,5%	459	13,6%	565	9,7%
<i>Em Empresas Não residentes</i>	24	14,3%	42	2,4%	66	6,5%
Valor dos Investimentos	673,3	0,0%	1.421,6	32,9%	2.094,8	20,2%
Participações em capital social (cotadas)	16,8	62,7%	35,5	4,7%	52,3	18,3%
<i>Em Empresas Residentes</i>	10,3	-0,4%	29,4	40,1%	39,7	26,8%
<i>Em Empresas Não residentes ⁽³⁾</i>	6,5	n.a.	6,1	-53,0%	12,6	-2,4%
Participações em capital social (não cotadas)	554,4	-1,3%	762,8	11,6%	1.317,2	5,8%
<i>Em Empresas Residentes</i>	45,7	-24,5%	597,6	8,8%	643,3	5,5%
<i>Em Empresas Não residentes</i>	508,7	1,6%	165,2	22,8%	673,9	6,1%
Outros financiamentos	25,6	14,6%	616,5	78,9%	642,1	75,0%
<i>Em Empresas Residentes</i>	15,1	10,7%	595,7	82,5%	610,8	79,6%
<i>Em Empresas Não residentes</i>	10,5	20,9%	20,8	15,3%	31,3	17,1%
Investimento em UP de FCR	76,4	-3,6%	6,8	-7,8%	83,2	-4,0%
Depósitos e Outros Meios Líquidos afectos a CR	70,5	10,1%	189,4	18,0%	259,9	15,8%
Capital Subscrito e não Realizado	n.a.	n.a.	0,0	-100,0%	0,0	-100,0%
Outros ⁽²⁾	n.a.	n.a.	-3,3	-91,2%	-3,3	-91,2%
Total	743,8	0,9%	1.607,7	-32,2%	2.351,5	-24,3%

⁽¹⁾ inclui apenas participações em capital social e em unidades de participação de FCR (21 no caso das SCR e 4 no caso dos FCR).

⁽²⁾ outros activos afectos ao investimento em capital de risco, incluindo empréstimos obtidos.

⁽³⁾ O valor do investimento em capital social de empresas não residentes (cerca de 6,5M€) em 2010 aumentou em 65.192,3754% face as centenas de euros investidos em 2009.

Fonte: CMVM

Quadro 4 – Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento e País (31/12/2010)

Unidade: 10³ Euro

	SCR	FCR	Total	%
Total do Investimento	673.259,1	1.391.681,1	2.064.940,1	100,0
Participação em empresas Cotadas	16.826,5	35.499,7	52.326,1	2,5
Empresas Residentes	10.307,1	29.431,4	39.738,5	1,9
Empresas Não-Residentes	6.519,3	6.068,3	12.587,6	0,6
Espanha	0,1	5.291,1	5.291,2	0,3
Estados Unidos	0,0	777,2	777,2	0,0
Brasil	6.519,3	0,0	6.519,3	0,3
Participação em empresas Não-Cotadas	554.443,2	762.784,1	1.317.227,4	63,8
Empresas Residentes	45.708,9	597.618,4	643.327,3	31,2
Empresas Não-Residentes	508.734,4	165.165,7	673.900,1	32,6
Espanha	11.825,1	23.929,0	35.754,1	1,7
França	101,6	3.169,2	3.270,7	0,2
Reino Unido	494.371,1	4.347,3	498.718,4	24,2
Holanda	0,0	5.000,0	5.000,0	0,2
Estados Unidos	449,1	54.274,2	54.723,3	2,7
Brasil	0,0	19.007,6	19.007,6	0,9
Luxemburgo	1.987,5	46.126,7	48.114,2	2,3
Austria	0,0	9.087,4	9.087,4	0,4
Republica Checa	0,0	224,5	224,5	0,0
Outros Investimentos	101.989,4	593.397,3	695.386,6	33,7

Fonte: CMVM

Quadro 5 – Sectores de Actividade das Empresas Participadas (31/12/2010)

Unidade: 10⁶ Euro

Sectores de Actividade	SCR			FCR			Total		
	N.º Partic. (¹)	Valor	%	N.º Partic. (¹)	Valor	%	N.º Partic. (¹)	Valor	%
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	4	0,7	0,1	11	30,0	2,1	15	30,7	1,5
Indústrias extractivas	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Indústrias transformadoras	31	38,3	5,7	195	283,0	19,9	226	321,3	15,3
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	3	0,1	0,0	17	139,6	9,8	20	139,8	6,7
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	3	318,0	47,2	7	46,8	3,3	10	364,7	17,4
Construção	3	10,0	1,5	11	20,4	1,4	14	30,5	1,5
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	10	4,4	0,6	77	27,9	2,0	87	32,3	1,5
Transportes e armazenagem	1	185,8	27,6	5	26,3	1,9	6	212,1	10,1
Alojamento, restauração e similares	16	4,9	0,7	38	83,6	5,9	54	88,5	4,2
Actividades de informação e de comunicação	13	1,2	0,2	100	54,5	3,8	113	55,6	2,7
Actividades financeiras e de seguros	42	93,6	13,9	140	389,6	27,4	182	483,2	23,1
Actividades imobiliárias	17	6,9	1,0	6	27,4	1,9	23	34,3	1,6
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	28	5,3	0,8	155	161,8	11,4	183	167,2	8,0
Actividades administrativas e dos serviços de apoio	10	1,3	0,2	38	105,1	7,4	48	106,3	5,1
Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Educação	2	0,2	0,0	1	0,0	0,0	3	0,2	0,0
Actividades de saúde humana e apoio social	5	1,9	0,3	8	13,0	0,9	13	14,9	0,7
Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	3	0,8	0,1	14	12,0	0,8	17	12,7	0,6
Outras actividades de serviços	0	0,0	0,0	3	0,5	0,0	3	0,5	0,0
Actividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico e actividades de produção das famílias para uso próprio	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Actividades dos organismos internacionais e outras instituições extra-territoriais	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Total	191	673,3	100,0	826	1.421,6	100,0	1.017	2.094,8	100,0

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

Fonte: CMVM

Quadro 6 – Valor Investido por Fases de Entrada do Capital de Risco nas Empresas (31/12/2010)

Unidade: 10⁶ Euro

Fases de Investimento	SCR			FCR			Total		
	N.º Partic. (¹)	Valor	%	N.º Partic. (¹)	Valor	%	N.º Partic. (¹)	Valor	%
Venture Capital	78	39,7	5,9%	407	302,2	21,3%	485	341,9	16,3%
Seed Capital	4	0,2	0,0%	25	17,1	1,2%	29	17,4	0,8%
Start-up	46	36,2	5,4%	338	226,8	16,0%	384	263,0	12,6%
Early stage	28	3,3	0,5%	44	58,3	4,1%	72	61,6	2,9%
Private Equity	113	633,6	94,1%	419	1.119,4	78,7%	532	1.752,9	83,7%
Expansão	37	536,6	79,7%	213	296,6	20,9%	250	833,2	39,8%
Capital de substituição	17	20,1	3,0%	40	279,2	19,6%	57	299,3	14,3%
Turnaround	5	0,0	0,0%	58	175,4	12,3%	63	175,4	8,4%
Refinanciamento da dívida bancária	0	0,0	0,0%	20	48,2	3,4%	20	48,2	2,3%
Management buy-out	16	16,0	2,4%	57	190,2	13,4%	73	206,1	9,8%
Management buy-in	0	0,0	0,0%	12	67,5	4,7%	12	67,5	3,2%
Outros	38	60,9	9,0%	19	62,4	4,4%	57	123,3	5,9%
Total	191	673,3	100%	826	1.421,6	100%	1.017	2.094,8	100%

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

Fonte: CMVM

Quadro 7 – Transacções e Rotação das Carteiras (31/12/2010)

Unidade: 10⁶ Euro

	SCR	FCR	Total
Aquisições	25,4	158,8	184,2
Alienações	30,3	50,9	81,2
Investimento Líquido	-4,9	107,9	103,0
Valor das Transacções	55,7	209,8	265,4
Rotação das Carteiras	7,5%	17,6%	13,8%

Fonte: CMVM

Quadro 8 – Valor das Transacções por Fase de Investimento

Unidade: 10³ Euro

Fase de Investimento	SCR				FCR				Total			
	Aquisições	Alienações	Invest. Líquido	N.º Trans.	Aquisições	Alienações	Invest. Líquido	N.º Trans.	Aquisições	Alienações	Invest. Líquido	N.º Trans.
Start-up	2.374,8	591,6	1.783,2	22	79.949,6	3.348,5	76.601,1	80	82.324,4	3.940,1	78.384,3	102
Outros	4.248,0	7.546,5	-3.298,5	9	19.113,9	998,9	18.114,9	16	23.361,9	8.545,5	14.816,4	25
Early-stage	0,0	0,0	0,0	1	8.468,4	49,6	8.418,8	15	8.468,4	49,6	8.418,8	16
Refinanciamento da dívida bancária	0,0	0,0	0,0	0	6.660,1	0,0	6.660,1	9	6.660,1	0,0	6.660,1	9
Capital de substituição	7.446,4	563,6	6.882,8	16	5.984,9	7.823,0	-1.838,1	10	13.431,3	8.386,6	5.044,7	26
Turnaround	0,0	0,0	0,0	0	10.948,2	6.230,8	4.717,4	21	10.948,2	6.230,8	4.717,4	21
Management-buy-in	0,0	0,0	0,0	0	603,0	0,1	602,9	3	603,0	0,1	602,9	3
Expansão	11.315,1	15.920,3	-4.605,1	6	26.355,9	23.256,0	3.100,0	46	37.671,1	39.176,2	-1.505,2	52
Seed Capital	0,0	0,0	0,0	0	220,0	5.506,6	-5.286,6	6	220,0	5.506,6	-5.286,6	6
Management-buy-out	0,0	5.659,2	-5.659,2	1	536,3	3.712,2	-3.175,8	7	536,3	9.371,4	-8.835,1	8
Total	25.384,3	30.281,2	-4.896,9	55	158.840,4	50.925,6	107.914,7	213	184.224,7	81.206,9	103.017,8	268

Fonte: CMVM

Quadro 9 - Percentagem do Capital Social Detido nas Empresas Participadas (Ano de 2010)

% Capital Detido	SCR			FCR			Total		
	N.º de Participações	% Part.	% Valor	N.º de Participações	% Part.	% Valor	N.º de Participações	% Part.	% Valor
[0-10[	49	45,4	39,1	101	20,3	22,4	150	24,8	29,4
[10-20[	18	16,7	2,4	111	22,3	34,7	129	21,3	21,2
[20-30[	14	13,0	1,3	80	16,1	14,2	94	15,5	8,8
[30-40[	6	5,6	19,5	56	11,3	18,9	62	10,2	19,2
[40-50[	7	6,5	0,2	54	10,9	2,1	61	10,1	1,3
[50-60[	6	5,6	36,2	19	3,8	2,6	25	4,1	16,6
[60-70[	2	1,9	0,8	13	2,6	0,6	15	2,5	0,7
[70-80[	1	0,9	0,1	12	2,4	0,2	13	2,1	0,1
[80-90[	2	1,9	0,0	10	2,0	0,8	12	2,0	0,5
[90-100]	3	2,8	0,4	41	8,2	3,6	44	7,3	2,2
Total	108	100,0	100,0	497	100,0	100,0	605	100,0	100,0

Fonte: CMVM

Quadro 10 - Período de Detenção das Participações em Capital Social

Período detenção (anos)	SCR			FCR			Total		
	N.º Participações	% Part.	% Valor	N.º Participações	% Part.	% Valor	N.º Participações	% Part.	% Valor
[0-2[	28	25,9	93,1	167	33,6	50,2	195	32,2	68,1
[2-4[	15	13,9	1,2	159	32,0	28,7	174	28,8	17,2
[4-6[	18	16,7	1,8	98	19,7	11,6	116	19,2	7,5
[6-8[	15	13,9	1,4	31	6,2	2,5	46	7,6	2,0
[8-10[	12	11,1	0,2	21	4,2	1,4	33	5,5	0,9
>=10	20	18,5	2,3	21	4,2	5,6	41	6,8	4,2
Total	108	1,0	100,0	497	100,0	100,0	605	1,0	100,0

Fonte: CMVM

Quadro 11 - Estratégia de Desinvestimento do Capital de Risco

Unidade: 10³ Euro

	SCR			FCR					
	N.º Transacções	Preço Venda	% ⁽¹⁾	N.º Transacções	Preço Venda	% ⁽¹⁾	N.º Transacções	Preço Venda	% ⁽¹⁾
Contrato de venda a prazo	0	0,0	0,0	1	1.300,8	2,6	1	1.300,8	1,6
Recompra (pela equipa de gestão ou accionistas)	10	6.923,8	22,9	24	34.043,9	66,9	34	40.967,7	50,4
Venda a terceiros	13	23.333,5	77,1	27	14.768,7	29,0	40	38.102,2	46,9
IPO	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Não definido	1	20,1	0,1	9	806,6	1,6	10	826,7	1,0
write off ⁽²⁾	5	3,9	0,0	9	5,6	0,0	14	9,5	0,0
Total	29	30.281,2	100,0	70	50.925,6	100,0	99	81.206,9	100,0

⁽¹⁾ Percentagem sobre o montante total das alienações reportadas durante o ano de 2010 (SCR+FCR).

⁽²⁾ Estão aqui incluídas as operações que, ainda que tendo um preço de transacção, foram objecto de reporte como sendo um desinvestimento via *write-off*, bem como, aquelas que não identificadas como tal apresentaram valores de transacção iguais ou inferiores a 3 euros.

Fonte: CMVM (informação relativa aos 1º e 2º semestres)

Quadro 12 – Desinvestimentos do Capital de Risco por Fase de Investimento

Unidade: Euro

Fase de Investimento	SCR			FCR			Total		
	N.º Transacções	Preço Venda	%	N.º Transacções	Preço Venda	%	N.º Transacções	Preço Venda	%
Seed Capital	0	0,0	0,0	3	3.301.956,4	34,5	3	3.301.956,4	33,9
Start-up	22	36.802,7	20,1	24	-1.175.804,7	-12,3	46	-1.139.002,0	-11,7
Early-stage	1	-269.998,5	-147,6	1	0,0	0,0	2	-269.998,5	-2,8
Expansão	6	60.201,4	32,9	26	6.259.448,7	65,4	32	6.319.650,1	64,8
Capital de substituição	16	-35.657,6	-19,5	6	-23.764,6	-0,2	22	-59.422,2	-0,6
Turnaround	0	0,0	0,0	6	1.031.080,0	10,8	6	1.031.080,0	10,6
Refin. dívida bancária	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0	0	0,0	0,0
Management-buy-out	1	18,3	0,0	2	-933,3	0,0	3	-915,0	0,0
Management-buy-in	0	0,0	0,0	1	0,0	0,0	1	0,0	0,0
Outros	9	391.592,3	214,0	1	178.118,4	1,9	10	569.710,7	5,8
Total	55	182.958,7	100,0	70	9.570.100,9	100,0	125	9.753.059,6	100,0

Fonte: CMVM (informação relativa aos 1º e 2º semestres)

Quadro 13 - Tipo de Vinculação nas Operações a Prazo Contratualizadas (Ano de 2010)

Unidade: 10³ Euro

Tipo de Vinculação	SCR		FCR		Total	
	N.º de Operações	Valorização em Carteira	N.º de Operações	Valorização em Carteira	N.º de Operações	Valorização em Carteira
Opção europeia (exercício na maturidade)	10	255,6	96	11.965,1	106	12.220,7
Opção americana (exercício a qualquer momento)	9	74,0	177	2.821,7	186	2.895,7
Outras opções	6	-58,6	63	66.218,2	69	66.159,5
Obrigação (futuro/forward)	30	703,9	124	14.227,7	154	14.931,7
Total	55	974,9	460	95.232,7	515	96.207,6

Fonte: CMVM

Quadro 14 - Critério para a Fixação de Preço de Operações a Prazo Contratualizadas

Unidade: 10³ Euro

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
Múltiplo	0	0,0	2	0,0	2	0,0
Valor de mercado	0	0,0	8	188,2	8	188,2
Avaliação	33	691,0	276	2.731,3	309	3.422,3
Indexado à performance da empresa, com mín e máximo definidos	2	87,0	5	4.597,5	7	4.684,5
Indexado à performance da empresa	4	-58,6	5	-5,5	9	-64,1
Capitalização do valor de aquisição (indexado à Euribor)	6	45,4	25	40.860,6	31	40.905,9
Valor de aquisição	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Preço fixo	3	210,2	27	28.696,6	30	28.906,8
Valorização anual fixa	0	0,0	2	17.042,9	2	17.042,9
Contrato (define fórmula de cálculo)	7	0,0	108	1.121,1	115	1.121,1
Indexado aos subsídios recebidos	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Omisso, não identificado.	0	0,0	2	0,0	2	0,0
Total	55	974,9	460	95.232,7	515	96.207,6

Fonte: CMVM

Quadro 15 - Critério para a Fixação de Preço de Operações a Prazo Contratualizadas (detalhe)

Unidade: 10³ Euro

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
	C	V	C	V	Total	C	V	C	V	Total		
Múltiplo	0	0	0,0	0,0	0,0	1	1	0,0	0,0	0,0	2	0,0
Valor de mercado	0	0	0,0	0,0	0,0	1	1	13,7	174,5	188,2	2	188,2
<i>sem valor definido</i>	0	0	0,0	0,0	0,0	0	6	0,0	0,0	0,0	6	0,0
Avaliação	0	21	0,0	691,0	691,0	5	69	-172,8	2.904,2	2.731,3	95	3.422,3
<i>sem valor definido</i>	0	12	0,0	0,0	0,0	77	125	0,0	0,0	0,0	214	0,0
Indexado à performance da empresa, com mín e máximo definidos	0	1	0,0	87,0	87,0	0	2	0,0	4.597,5	4.597,5	3	4.684,5
<i>sem valor definido</i>	0	1	0,0	0,0	0,0	0	3	0,0	0,0	0,0	4	0,0
Indexado à performance da empresa	0	3	0,0	-58,6	-58,6	0	1	0,0	-5,5	-5,5	4	-64,1
<i>sem valor definido</i>	0	1	0,0	0,0	0,0	0	4	0,0	0,0	0,0	5	0,0
Capitalização do valor de aquisição (indexado à Euribor)	0	1	0,0	45,4	45,4	0	9	0,0	40.860,6	40.860,6	10	40.905,9
<i>sem valor definido</i>	0	5	0,0	0,0	0,0	0	16	0,0	0,0	0,0	21	0,0
Valor de aquisição	0	0	0,0	0,0	0,0	0	0	0,0	0,0	0,0	0	0,0
Preço fixo	0	2	0,0	210,2	210,2	8	8	20.880,8	7.815,8	28.696,6	18	28.906,8
<i>sem valor definido</i>	0	1	0,0	0,0	0,0	3	8	0,0	0,0	0,0	12	0,0
Valorização anual fixa	0	0	0,0	0,0	0,0	0	2	0,0	17.042,9	17.042,9	2	17.042,9
Contrato (define fórmula de cálculo)	0	0	0,0	0,0	0,0	2	37	1.033,3	87,7	1.121,1	39	1.121,1
<i>sem valor definido</i>	2	5	0,0	0,0	0,0	9	60	0,0	0,0	0,0	76	0,0
Indexado aos subsídios recebidos	0	0	0,0	0,0	0,0	0	0	0,0	0,0	0,0	0	0,0
Omisso, não identificado.	0	0	0,0	0,0	0,0	0	2	0,0	0,0	0,0	2	0,0
Total	2	53	0,0	974,9	974,9	106	354	21.755,1	93.993,4	95.232,7	515	96.207,6

Número Total de Contratos com valor definido	0	28
% face ao total de contratos	0,0%	50,9%

17	132
3,7%	28,7%

177
34,4%

Fonte: CMVM

Quadro 16 - Metodologias de Avaliação dos Investimentos

Unidade: 10³ Euro

Metodologia de Valorização	SCR				FCR				Total			
	Valorização		Participações ⁽¹⁾		Valorização		Participações ⁽¹⁾		Valorização		Participações ⁽¹⁾	
	Montante	%	N.º	%	Montante	%	N.º	%	Montante	%	N.º	%
Valor de aquisição	7.225,15	1,1	15	7,9	352.716,85	24,8	149	18,0	359.942,00	17,2	164	16,1
Preço de mercado	6.789,92	1,0	2	1,0	43.982,77	3,1	32	3,9	50.772,69	2,4	34	3,3
Transacções relevantes	323,09	0,0	3	1,6	83.225,68	5,9	36	4,4	83.548,77	4,0	39	3,8
Múltiplos	12.578,32	1,9	7	3,7	269.129,53	18,9	68	8,2	281.707,85	13,4	75	7,4
Fluxos de caixa descontados (DCF)	545.549,93	81,0	101	52,9	472.014,99	33,2	477	57,7	1.017.564,92	48,6	578	56,8
NAV	77.397,61	11,5	22	11,5	19.199,86	1,4	7	0,8	96.597,48	4,6	29	2,9
Valor de aquisição (factor de desconto)	0,00	0,0	0	0,0	0,00	0,0	0	0,0	0,00	0,0	0	0,0
Preço de mercado (factor de desconto)	109,19	0,0	2	1,0	691,15	0,0	1	0,1	800,34	0,0	3	0,3
Transacções relevantes (factor de desconto)	0,00	0,0	0	0,0	675,00	0,0	1	0,1	675,00	0,0	1	0,1
Múltiplos (factor de desconto)	12.678,74	1,9	3	1,6	40.061,58	2,8	8	1,0	52.740,32	2,5	11	1,1
Fluxos de caixa descontados (DCF) (factor de desconto)	10.607,11	1,6	32	16,8	139.874,96	9,8	47	5,7	150.482,07	7,2	79	7,8
Outros ⁽²⁾	0,00	0,0	4	2,1	0,00	0,0	0	0,0	0,00	0,0	4	0,4
Total	673.259,06	100,0	191	100,0	1.421.572,36	100,0	826	100,0	2.094.831,42	100,0	1.017	100,0

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

⁽²⁾ Critério valorimétrico indevidamente reportado.

Fonte: CMVM

Quadro 17 - Valias potenciais em Carteira – SCR e FCR

Unidade: 10³ Euro

Metodologia de Valorização	Valias Potenciais		
	SCR	FCR	Total
Valor de aquisição	0,0	4.138,7	4.138,7
Preço de mercado	-315,3	-51.228,4	-51.543,8
Transacções relevantes	49,7	2.479,1	2.528,8
Múltiplos	3.249,7	87.396,4	90.646,1
Fluxos de caixa descontados (DCF)	19.018,0	-90.058,1	-71.040,1
NAV	778,0	11,9	789,9
Valor de aquisição (factor de desconto)	0,0	0,0	0,0
Preço de mercado (factor de desconto)	107,0	12,3	119,4
Transacções relevantes (factor de desconto)	0,0	-75,0	-75,0
Múltiplos (factor de desconto)	5.578,4	819,8	6.398,2
Fluxos de caixa descontados (DCF) (factor de desconto)	4.668,4	-23.703,8	-19.035,4
Outros ⁽¹⁾	-4.548,1	0,0	-4.548,1
Total	28.585,8	-70.207,2	-41.621,4

⁽¹⁾ Critério valorimétrico indevidamente reportado.

Fonte: CMVM