



*COMISSÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS*

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

**2009**

## 1. Introdução

O capital levantado pelo capital de risco em 2009 superou o montante que se encontrava sob gestão em 2008. No entanto, o acréscimo ocorrido nos valores sob gestão em 2009 não teve uma correspondência directa nas verbas disponíveis para o financiamento de novos investimentos de capital de risco. Tal resulta de duas situações. A primeira decorre do facto de parte significativa (cerca de 865 milhões de euros) do capital levantado pelos fundos de capital de risco (FCR) em 2009 não ter sido integralmente realizado. A segunda, que originou um acréscimo de cerca de 500 milhões de euros nos valores sob gestão, deve-se essencialmente à transformação de uma sociedade gestora de participações sociais em sociedade de capital de risco (SCR).

Ainda assim, uma vez descontados estes efeitos, verificou-se um acréscimo muito relevante (cerca de 230 milhões de euros) dos investimentos em participações no capital de empresas que se enquadram neste sector de actividade. Este facto é merecedor de realce, em particular num contexto de uma grave crise económico-financeira internacional ainda não debelada, cujos efeitos se têm feito sentir de forma severa no crescimento da economia nacional. Neste particular, o fomento da actividade de capital de risco assume especial relevância para o desenvolvimento da economia nacional (materializado em ganhos de produtividade e numa maior dinâmica do sector exportador). Recorde-se, por memória do relatório referente a 2008, que as empresas com menos de 250 trabalhadores (um dos critérios para a sua classificação como pequenas e médias empresas, que são um alvo prioritário do capital de risco) 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.<sup>1</sup>

Igualmente merecedor de destaque é o facto de a evolução registada nos investimentos efectuados pelos operadores de capital de risco nacionais vir em contra ciclo com as mais recentes tendências europeias. De acordo com dados da *European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA)*, em 2009 foram realizados no espaço europeu investimentos em empresas de capital de risco num montante que ascendeu a 21 mil milhões de euros, valor este que se cifra apenas em 29% dos investimentos que tinham sido efectuados em 2007. No caso português, quando comparados idênticos momentos, constata-se ter ocorrido uma variação do investimento de cerca de 200%.

Foi pois num contexto de acrescida dinâmica do sector que se desenvolveu a actividade de capital de risco em 2009. Esta realidade, associada ao potencial angariado em 2009 para a realização de investimentos futuros, pode vir a revelar-se como peça decisiva para a inversão dos cenários macro-económicos que apontam, no curto e médio prazo, para um crescimento muito moderado do PIB nacional e em rota de divergência com a média da União Europeia.

Atenta a importância estratégica deste sector para a economia nacional, importa pois dar a conhecer ao mercado e demais agentes económicos as linhas fundamentais que caracterizam

---

<sup>1</sup> Dados do Instituto Nacional de Estatística referentes a 2007 (cálculos CMVM).

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

---

a actividade do capital de risco em Portugal. É o que se procura fazer no presente relatório, dando-se assim continuidade a similar documento já emitido em 2008.

## 2. Análise Estatística e Económica

### 2.1. Montantes sob Gestão e Quota de Mercado

Os montantes geridos pelos operadores de capital de risco nacionais (sociedades de capital de risco e outras entidades legalmente habilitadas para o efeito<sup>2</sup> e fundos de capital de risco<sup>3</sup>) aumentaram 111% face a 2008. Tal permitiu que o capital de risco passasse a representar cerca de 2% do PIB nacional, quando em 2008 este peso não atingia 1%. Por sua vez, a expressão dos investimentos realizados em capital de risco no PIB (0,2%) esteve em linha com o verificado na Europa.

**Quadro 1 - Fundos de Capital de Risco e Sociedades de Capital de Risco em Actividade (31/12/2009)**

	N.º	Montante sob Gestão (10 <sup>6</sup> €)	Quota
Fundos de Capital de Risco	50	2.369,5	76,3%
Sociedades de Capital de Risco	27	737,4	23,7%
<b>Total</b>	<b>77</b>	<b>3.106,9</b>	<b>100%</b>

Associado a este crescimento dos valores sob gestão e dos investimentos efectuados em empresas de capital de risco está certamente o facto de se ter verificado um incremento relevante do número de operadores em actividade. Em concreto, existiam em 2009 mais 9 FCR e três entidades gestoras de capital de risco<sup>4</sup> comparativamente a 2008. Também se verificou um acréscimo do número de participantes em FCR os quais, sendo na sua maioria institucionais, totalizavam 326 no final de 2009 (mais 67 do que em 2008). Esta evolução operou-se num contexto de uma significativa crise económico-financeira e em contra ciclo com o verificado no panorama europeu. Considerando o período 2003-2009, observa-se uma taxa média anual de crescimento de 43,4% dos valores geridos, o que é igualmente tradutor da dinâmica do capital de risco nos últimos anos. A utilização deste período de referência motivou-se pelo facto de em 2003 o regime jurídico que enquadra o capital de risco ter sido profundamente reformulado, tendo então sido criado um quadro legal mais propício para o desenvolvimento sustentado deste sector.

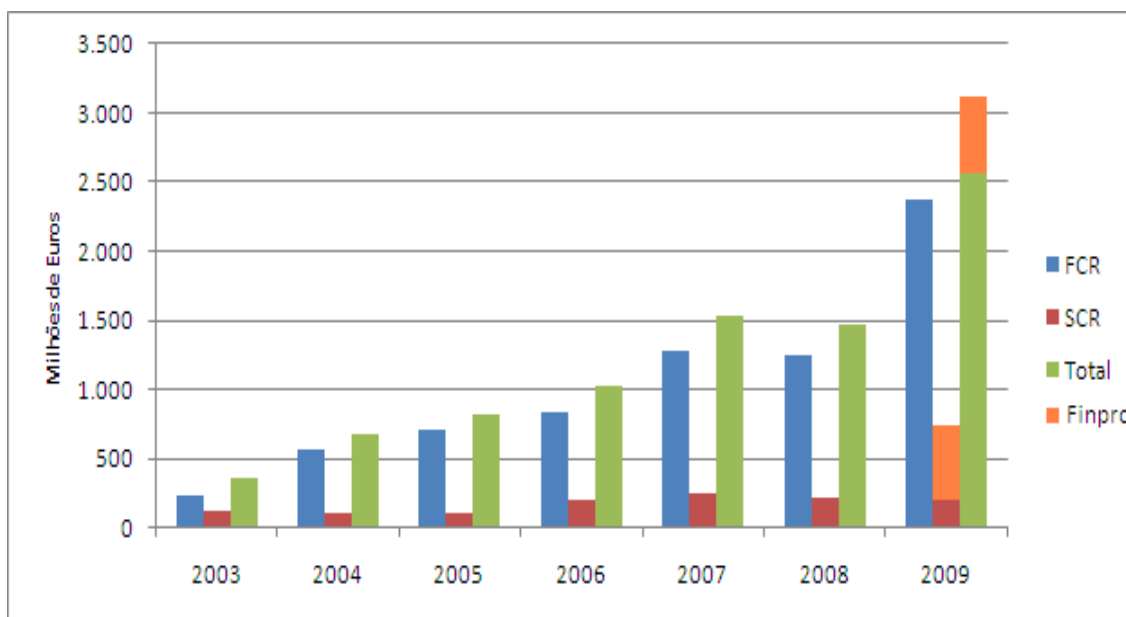
Importa no entanto voltar a frisar que parte significativa do acréscimo dos montantes sob gestão face a 2008 se deve a situações em que foi levantado capital mas em que o mesmo não foi realizado (existindo pois um potencial futuro de investimento). Com igual relevância, a transformação da Finpro-SGPS em sociedade de capital de risco, perto do final de 2009, contribuiu de forma volumosa para o crescimento dos montantes sob gestão.

<sup>2</sup> 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).

<sup>3</sup> Considerando o Valor Líquido Global dos Fundos (VLGF), o qual considera a totalidade do capital subscrito, podendo este não estar efectivamente realizado.

<sup>4</sup> Incluem-se aqui as SCR e outras entidades legalmente habilitadas a gerir FCR.

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



À semelhança do já constatado em 2008, verificou-se um novo aumento relativo da actividade de capital de risco mediante a utilização de veículos de investimento sob a forma contratual (FCR). Este facto seria ainda mais notório se não tivesse ocorrido a já citada transformação da Finpro-SGPS em sociedade de capital de risco, a qual gere um valor próximo dos 520 milhões de euros. Assim, a repartição da quota de mercado entre FCR e SCR situava-se em 2009 em 76,3% e 23,7%, respectivamente, quando em 2003 essas quotas eram de 65,7% e 34,3%.

No Quadro 2 pode observar-se que continua a existir uma concentração significativa do sector em termos de quota de mercado por operador. O indicador CR5 mostra que quase três quartos do valor gerido estão concentrados nas 5 maiores entidades gestoras.<sup>5</sup> Por outro lado, a metade das entidades gestoras que possuem menor quota não chega a representar 4% do mercado. Acresce que a variação do indicador HHI<sup>6</sup> entre 2008 e 2009 (de 836,2 pontos para 1220,79) traduz um aumento do grau de concentração na indústria. Esta situação, que inverte a tendência registada nos últimos anos, é em grande medida motivada pela concentração existente na quota de mercado das SCR onde a Finpro detém cerca de 70% do valor sob administração.

<sup>5</sup> 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.

<sup>6</sup> Soma do quadrado das quotas de mercado de todas as entidades gestoras.

# Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

**Quadro 2 - Quota de Mercado e Dimensão Média dos FCR (31/12/2009)**

Entidade Gestora	Quota de Mercado Global	Quota de Mercado (SCR)	Quota de Mercado (FCR)	N.º FCR Geridos	Dimensão Média dos FCR (10 <sup>6</sup> €)
Caixa Capital - SCR, SA	17,39%	3,65%	21,67%	4	128,3
Finpro, SCR, SA	16,72%	70,43%	0,00%	0	n.a.
ECS - SCR, SA	16,12%	0,81%	20,89%	2	247,5
Explorer Investments - SCR, SA	14,31%	0,95%	18,47%	3	145,9
Espírito Santo Ventures - SCR, SA	8,58%	0,00%	11,26%	4	66,7
Espírito Santo Capital - SCR, SA	6,02%	6,32%	5,93%	3	46,8
InovCapital - SCR, SA	5,36%	3,79%	5,85%	11	12,6
AICEP Capital Global - SCR, SA	4,24%	3,62%	4,43%	4	26,3
Banif Capital - SCR, SA	2,62%	0,18%	3,37%	3	26,7
TC Turismo Capital - SCR, SA	2,10%	0,74%	2,52%	2	29,9
Inter Risco - SCR, SA	1,94%	3,33%	1,51%	2	17,9
BPN Gestão de Activos - SGFIM, SA	0,72%	0,00%	0,95%	1	22,4
Change Partners - SCR, SA	0,54%	0,34%	0,61%	2	7,2
Agrocapital - SCR, SA	0,52%	0,12%	0,64%	1	15,2
Banco Efisa, SA	0,43%	0,00%	0,56%	1	13,3
BCP Capital - SCR, SA	1,00%	3,41%	0,25%	1	6,0
ISQ - SCR, SA	0,36%	0,00%	0,47%	2	5,5
FamiGeste - SCR, S.A.	0,24%	1,00%	0,00%	0	n.a.
Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Crl	0,22%	0,00%	0,29%	1	6,9
Novabase Capital - SCR, SA	0,23%	0,22%	0,23%	1	5,5
Beta - SCR, SA	0,15%	0,35%	0,08%	1	2,0
Drive - SCR, SA	0,06%	0,26%	0,00%	0	n.a.
BIG Capital - SCR, SA	0,04%	0,11%	0,02%	1	0,5
2BPARTNER - SCR, SA	0,02%	0,09%	0,00%	0	n.a.
Naves - SCR, SA	0,03%	0,15%	0,00%	0	n.a.
Centro Venture - SCR, SA	0,02%	0,07%	0,00%	0	n.a.
Enotum Capital - SCR, SA	0,01%	0,04%	0,00%	0	n.a.
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>50</b>	<b>47,4</b>

Não obstante o crescimento dos valores geridos, o que permitiu um acréscimo da dimensão média dos FCR nacionais em cerca de 17 milhões de euros (em 2008 a dimensão média era € 30,5 milhões), a indústria portuguesa compara desfavoravelmente com a média europeia (dimensão média de cerca de € 336 milhões<sup>7</sup>). Acresce que apenas 4 entidades gestoras gerem fundos cuja dimensão média é superior ao valor líquido global médio de todos os FCR.

Em termos de orientação geográfica, 2009 marca uma inversão nos investimentos realizados pelas SCR e pelos FCR. Com efeito, menos de 50% do valor dos investimentos em capital social são realizados em empresas de capital de risco portuguesas (Quadro 3). Recorde-se que em 2008 o valor dos investimentos dirigido para o tecido empresarial nacional ascendia a 85%. Porém, o número de participações em capital social de empresas residentes (515<sup>8</sup>) é significativamente superior ao das empresas não residentes (62). Tal deve-se, uma vez mais, à Finpro que detém uma carteira de investimentos essencialmente orientada para empresas não residentes e com elevado valor unitário de investimento.<sup>9</sup> Assim se explica o enorme

<sup>7</sup> Dados referentes a 2006 (Fonte: EVCA).

<sup>8</sup> Aqui se incluem os investimentos em capital social (490) e em unidades de participação de FCR (25), não equivalendo necessariamente as 488 participações a investimentos em idêntico número de empresas em virtude de diferentes SCR ou FCR poderem intervir numa mesma empresa.

<sup>9</sup> O investimento em três empresas não residentes ascende a cerca de 485 milhões de euros.

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

diferencial de crescimento face a 2008 das participações em capital social de empresas não cotadas não residentes (417,8%) face ao das empresas residentes (43,8%). A situação é oposta quando se trata de participações em capital social de empresas cotadas. As participações em capital social de empresas não residentes ocorrem essencialmente nos Estados Unidos, Espanha, Brasil, França e Reino Unido, predominando os sectores de actividade energéticos, de captação de águas, e financeiro e segurador.

O Quadro 3 permite também concluir, como seria expectável, que as participações em capital social em empresas cotadas assumem uma expressão marginal (3,4%) no contexto das participações totais em capital social<sup>10</sup>. Contrariamente ao sucedido em 2008, os FCR revelaram-se mais activos relativamente às participações em capital social de empresas cotadas residentes. Tal deve-se ao investimento detido em três sociedades cotadas nacionais, designadamente a Martifer, a Vista Alegre Atlantis e a Sumol+Compal. Neste último caso, os FCR detêm 12,5% do capital social da empresa. No investimento em empresas não residentes, conta-se também uma participação numa empresa cotada no mercado nacional (EDP Renováveis).

**Quadro 3 – Montantes sob Gestão por Tipo de Investimento (31/12/2009)**

Unidade: 10<sup>6</sup> €

	SCR	Var. 2009/2008	FCR	Var. 2009/2008	Total	Var. 2009/2008
<b>N.º de Participações (1)</b>	<b>132</b>	<b>-7,0%</b>	<b>445</b>	<b>12,1%</b>	<b>577</b>	<b>7,1%</b>
Em Empresas Residentes	111	-9,0%	404	14,1%	515	8,2%
Em Empresas Não residentes	21	5,0%	41	-4,7%	62	-1,6%
<b>Valor dos Investimentos</b>	<b>673,4</b>	<b>300,4%</b>	<b>1.069,2</b>	<b>47,1%</b>	<b>1.742,6</b>	<b>94,7%</b>
Participações em capital social (cotadas)	10,3	-17,2%	33,9	358,1%	44,2	122,3%
Em Empresas Residentes	10,3	-1,5%	21,0	677,8%	31,3	137,5%
Em Empresas Não residentes	0,0	-100,0%	12,9	174,5%	12,9	92,5%
Participações em capital social (não cotadas)	561,5	525,2%	683,6	49,6%	1.245,1	127,7%
Em Empresas Residentes	60,5	-7,6%	549,2	53,2%	609,7	43,8%
Em Empresas Não residentes	500,9	1961,5%	134,4	36,6%	635,3	417,8%
Outros financiamentos	22,3	45,1%	344,3	34,4%	366,6	35,0%
Em Empresas Residentes	13,6	-4,6%	326,3	31,9%	339,9	29,9%
Em Empresas Não residentes	8,7	690,4%	18,0	104,5%	26,7	169,6%
Investimento em UP de FCR	79,2	57,2%	7,4	17,5%	86,6	52,8%
<b>Depósitos e Outros Meios Líquidos afectos a CR</b>	<b>64,0</b>	<b>21,3%</b>	<b>160,5</b>	<b>8,2%</b>	<b>224,5</b>	<b>11,6%</b>
<b>Capital Subscrito e não Realizado</b>	n.a.	n.a.	1.177,4	276,4%	<b>1.177,4</b>	276,4%
<b>Outros (2)</b>	n.a.	n.a.	-37,6	-158,9%	<b>-37,6</b>	-158,9%
<b>Total</b>	<b>737,4</b>	<b>233,7%</b>	<b>2.369,5</b>	<b>89,3%</b>	<b>3.106,9</b>	<b>111,0%</b>

(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.

A rubrica outros financiamentos é essencialmente composta por suprimentos, prestações acessórias e prestações suplementares, sendo os primeiros a forma predominante de financiamento.<sup>11</sup> Os créditos em mora ou em contencioso<sup>12</sup> representavam no seu conjunto

<sup>10</sup> Acções e quotas.

<sup>11</sup> Além destes, estão ainda incluídos nesta rubrica empréstimos titulados e não titulados, os quais assumem, porém, uma expressão meramente residual.

<sup>12</sup> Não existiam créditos irrecuperáveis.

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

---

2,2% da rubrica outros financiamentos, valor que pode ser considerado relativamente inexpressivo dadas as características de risco associadas a este sector.

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 2009 esse potencial de investimento situava-se em cerca de 45% do total do montante sob gestão (mais de 1.400 milhões de euros), valor significativamente superior ao registado no final de 2008 (cerca de 35%). Este aumento é essencialmente explicado pelo significativo levantamento de capital ocorrido em 2009, em particular nos FCR, sem que grande parte do mesmo tivesse sido subscrito. Já a rubrica outros respeita a outros activos e passivos afectos a investimentos em capital de risco. O seu valor negativo em 2009 traduz uma situação de alavancagem do capital de risco, mediante a contracção de empréstimos para a realização de investimentos.

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

Como análise complementar à desagregação dos montantes sob gestão por tipo de investimento, é de especial importância identificar os sectores de actividade em que os operadores de capital de risco nacionais investem a título principal. Igualmente relevante será saber quais 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, tal como já sucedia em 2008, o sector de actividade em que o capital de risco predominantemente investe é o financeiro e de seguros. Os sectores financeiro e de seguros, o da captação, tratamento e distribuição de água, as indústrias transformadoras e as actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares agregam cerca de 65% das aplicações do capital de risco. Em geral, estes sectores apresentam um valor acrescentado bruto (VAB) por trabalhador superior à média da economia nacional.<sup>13</sup> O quarto e sexto sectores (respectivamente, transportes e armazenagem e energético) que são objecto de maior investimento pelo capital de risco são os que apresentam dos maiores valores 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 8% dos investimentos do capital de risco.<sup>14</sup>

Mantém-se assim a situação já descrita no relatório de 2008, que traduz uma preferência de investimento do capital de risco nacional em sectores de actividade já com algum grau de

---

<sup>13</sup> De acordo com dados colhidos junto do Instituto Nacional de Estatísticas relativos ao final de 2007 (cálculos CMVM, excluindo empresas financeiras e de seguros).

<sup>14</sup> 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 2009

consolidação económica, ainda que nalguns casos o investimento se processe em fase de arranque ou de reestruturação das empresas.

**Quadro 4 – Sectores de Actividade das Empresas Participadas (31/12/2009)**

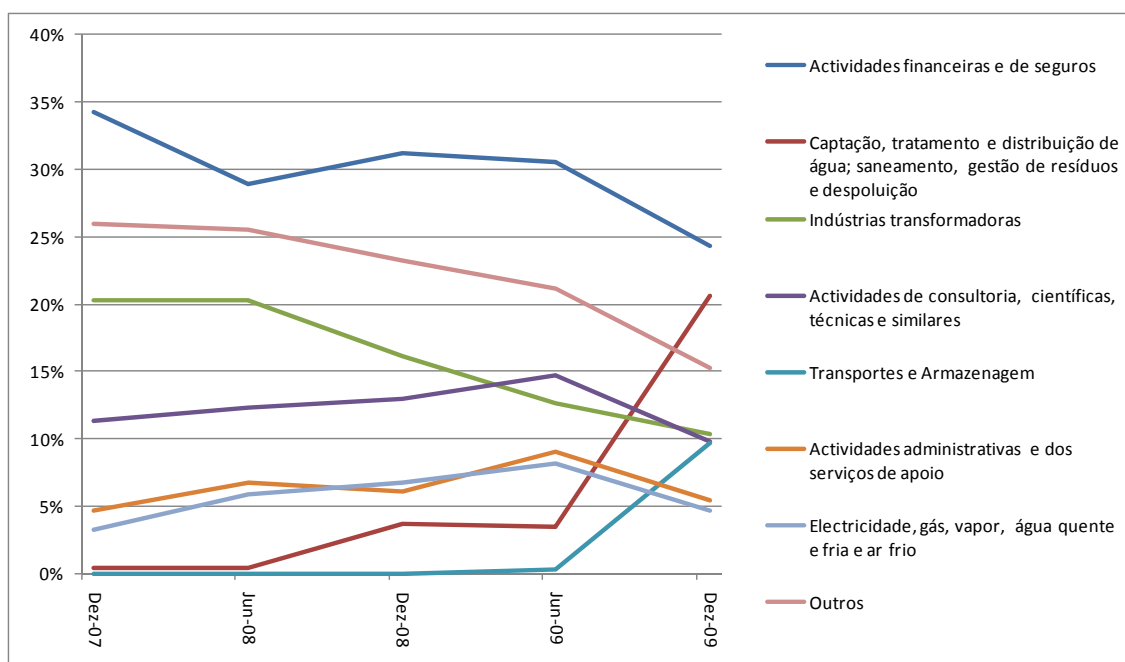
Sectores de Actividade	SCR			FCR			Total		
	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%
Actividades financeiras e de seguros	44	109,87	16,3%	101	313,1	29,3%	145	423,0	24,3%
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	3	328,52	48,8%	7	29,7	2,8%	10	358,2	20,6%
Indústrias transformadoras	28	28,88	4,3%	155	150,8	14,1%	183	179,7	10,3%
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	32	6,54	1,0%	134	164,1	15,3%	166	170,6	9,8%
Transportes e armazenagem	1	164,85	24,5%	1	3,4	0,3%	2	168,3	9,7%
Actividades administrativas e dos serviços de apoio	8	0,57	0,1%	37	94,8	8,9%	45	95,4	5,5%
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	4	0,23	0,0%	15	82,0	7,7%	19	82,2	4,7%
Actividades de informação e de comunicação	14	1,05	0,2%	91	77,2	7,2%	105	78,3	4,5%
Alojamento, restauração e similares	8	2,42	0,4%	35	57,3	5,4%	43	59,7	3,4%
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e mc	12	8,91	1,3%	77	22,8	2,1%	89	31,7	1,8%
Actividades imobiliárias	12	7,22	1,1%	4	17,7	1,7%	16	24,9	1,4%
Construção	3	10,04	1,5%	10	12,0	1,1%	13	22,0	1,3%
Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca	4	0,62	0,1%	12	20,1	1,9%	16	20,7	1,2%
Actividades de saúde humana e apoio social	5	2,93	0,4%	9	13,1	1,2%	14	16,0	0,9%
Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	3	0,59	0,1%	8	10,5	1,0%	11	11,1	0,6%
Outras actividades de serviços	0	0,00	0,0%	5	0,6	0,1%	5	0,6	0,0%
Educação	2	0,15	0,0%	1	0,0	0,0%	3	0,2	0,0%
Indústrias extractivas	0	0,00	0,0%	1	0,0	0,0%	1	0,0	0,0%
<b>Total</b>	<b>183</b>	<b>673,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>703</b>	<b>1.069,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>886</b>	<b>1742,6</b>	<b>100,0%</b>

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

A evolução nos últimos dois anos do peso relativo dos investimentos por sector (Gráfico 2) revela, tal como em 2008, algum recuo nos investimentos em empresas financeiras e do ramo segurador e da indústria transformadora. Por outro lado, a queda do peso relativo do sector energético, para um valor similar ao verificado em Junho de 2008, deve-se não a uma redução absoluta do investimento, mas antes à não realização de investimentos adicionais que tivessem permitido acompanhar o crescimento do capital de risco noutros sectores de actividade. Ao invés, os sectores de captação, tratamento e distribuição de água e de transportes e armazenagem registaram um aumento do seu peso relativo (17,2 p.p. e 9,4 p.p, respectivamente).

**Gráfico 2 - Evolução dos Investimentos por Sectores de Actividade Predominantes**

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009



Em termos europeus os sectores privilegiados pelo capital de risco em termos de investimento foram, por ordem decrescente de importância, os classificados como 'ciências humanas', negócios e produtos industriais e comunicações, os quais no seu conjunto congregaram cerca de 50% do investimento do capital de risco na Europa em 2009.

No que se refere às fases de investimento em que o capital de risco entra nas empresas participadas (Quadro 5), as empresas caracterizadas como estando em 'expansão' representam quase 50% dos investimentos. Tratam-se neste caso de empresas que se encontram numa fase de elevado crescimento que requer a afectação de capital para aumentar a capacidade produtiva e comercial instaladas e o desenvolvimento de novos produtos. Como corolário, são também empresas que apostam na sua internacionalização mediante a presença em novos mercados, o que assume especial importância quando se tratem de empresas portuguesas<sup>15</sup>, uma vez que ao potenciar as exportações da economia nacional contribuem decisivamente para um saldo mais favorável da Balança Comercial e em última instância para o crescimento do PIB.

De forma inovadora relativamente a 2008, a fase de investimento classificada como 'capital de substituição' (compra de acções já existentes a outro investidor de capital de risco ou a outros accionistas) assume-se em 2009 como a segunda mais importante na hierarquia de investimentos do capital de risco ao concentrar cerca de 17% do valor das participações.

Já os investimentos em empresas que estejam em fase de arranque (*start-up*)<sup>16</sup> ou os decorrentes das situações em que a gestão (ou parte da gestão) da empresa, com o apoio de

<sup>15</sup> Uma vez que um pouco mais de 50% do investimento em empresas em fase de expansão é efectuado pela Finpro em empresas domiciliadas no Reino Unido.

<sup>16</sup> Neste estágio as empresas podem estar ainda na sua fase de criação ou ter iniciado recentemente a sua actividade, mas não estão ainda comercialmente activas. Nestas situações, o capital de risco aporta capacidade financeira tendente à investigação (especialmente relevante em empresas de base

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

investidores de capital de risco, adquire a empresa (MBOs) registaram uma perda significativa de peso relativo. Quanto ao primeiro, a redução ocorrida ter-se-á devido ao facto de se ter verificado uma evolução na fase de investimento em que as empresas em carteira se encontravam classificadas para uma fase subsequente, ao que acresceu um investimento líquido muito marginal em empresas em fase de arranque. Também relativamente aos MBOs se verificou um investimento líquido inexpressivo em 2009, situação que esteve em linha com o verificado na Europa onde se registou uma perda de importância relativa deste tipo de investimento em capital de risco, nomeadamente de *buyouts* de grande dimensão.<sup>17</sup>

A dimensão média dos investimentos nestas quatro fases é muito heterogénea. Como seria expectável, dado o grau de desenvolvimento das empresas, o investimento médio em empresas em fase de expansão (cerca de 3,7 milhões de euros) ou em que o capital de risco entra nas empresas através de capital de substituição (cerca de 5,2 milhões de euros) é mais elevado quando comparado com o investimento médio em empresas em fase de arranque (cerca de meio milhão de euros). Já nas empresas em que o capital de risco processa a sua entrada via financiamento de MBOs, o investimento médio (cerca de 1,7 milhões de euros) desceu de forma assinalável face a 2008, o que de alguma forma confirma a realidade europeia de que os poucos investimentos efectuados terão sido de menor dimensão relativa.

### Quadro 5 – Investimento por fases de entrada do Capital de Risco nas Empresas (31/12/2009)

Unidade: 10<sup>6</sup> €

Fases de Investimento	SCR			FCR			Total		
	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%	N.º Participações (1)	Valor	%
Expansão	39	539,9	80,2%	190	317,9	29,7%	229	857,8	49,2%
Capital de substituição	16	17,8	2,6%	42	284,3	26,6%	58	302,1	17,3%
Start-Up	61	10,9	1,6%	303	158,6	14,8%	364	169,5	9,7%
Management-buy-out	16	17,0	2,5%	53	102,0	9,5%	69	119,0	6,8%
Outros	30	85,2	12,7%	10	17,3	1,6%	40	102,5	5,9%
Management-buy-in		0,0	0,0%	10	65,2	6,1%	10	65,2	3,7%
Early-Stage	11	2,0	0,3%	38	47,8	4,5%	49	49,8	2,9%
Turnaround	6	0,3	0,0%	28	44,7	4,2%	34	45,0	2,6%
Seed Capital	4	0,2	0,0%	25	20,5	1,9%	29	20,7	1,2%
Refinanciamento da dívida bancária		0,0	0,0%	4	10,9	1,0%	4	10,9	0,6%
<b>Total</b>	<b>183</b>	<b>673,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>703</b>	<b>1.069,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>886</b>	<b>1.742,6</b>	<b>100,0%</b>

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

O Gráfico 3 evidencia a tendência recente do capital de risco relativamente às fases de investimento nas empresas. Nele se constata que em Dezembro de 2009 se verificou um aumento significativo da importância dos investimentos em empresas em fase de expansão,

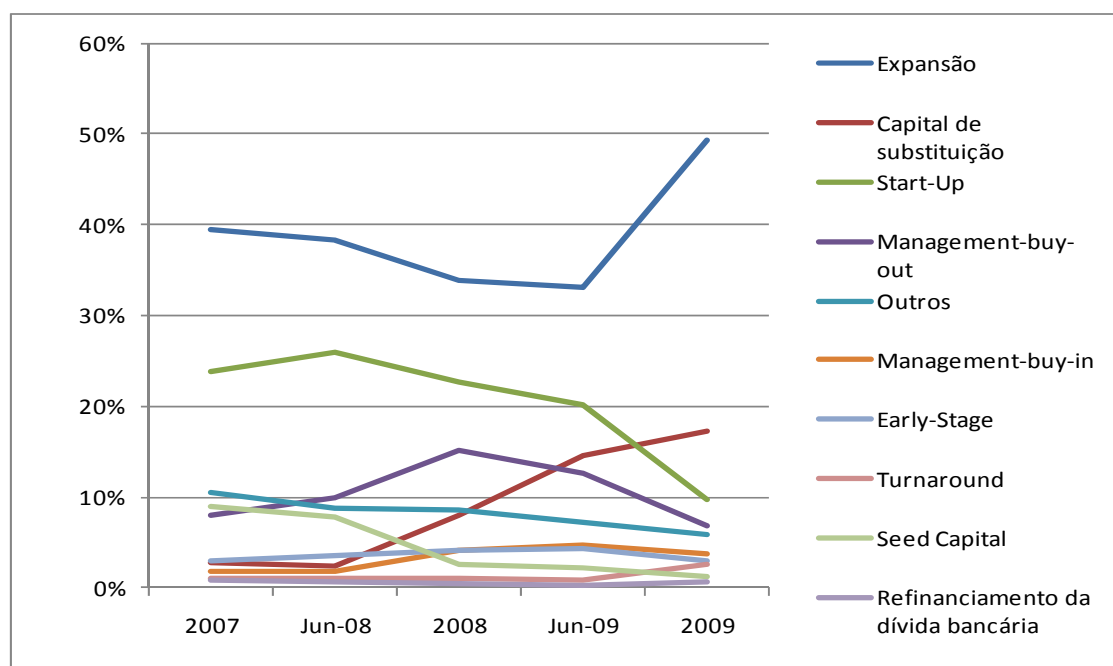
tecnológica), formação profissional, desenvolvimento de produtos e instalação da estrutura comercial. Mais de um décimo do investimento efectuado pelo capital de risco nacional foi direccionado para empresas em fase de arranque. Este tipo de investimento potencia elevadas taxas de retorno, mas, por outro lado, é gerador de uma significativa taxa de não sobrevivência que pode conduzir ao *write-off* do investimento.

<sup>17</sup> De acordo com dados da EVCA de 2009 foram apenas realizadas três operações de MBO com valor superior a mil milhões de euros e outras três com valor situado entre 500 milhões de euros e mil milhões de euros.

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

situação que, no entanto, decorre em grande medida da integração da carteira da Finpro no sector do capital de risco. Já o aumento do peso do capital de substituição resulta de uma tendência que se vem consolidando, sendo este o segmento onde se verificou um maior investimento líquido em 2009. O Gráfico 3 denota ainda a perda de peso relativo do investimento em empresas *start-up* e dos MBOs, sendo ainda de realçar que, em apenas dois anos, o investimento em *seed capital* passou de uma quota de 9% para pouco mais de 2%. Este peso quase negligenciável deste tipo de investimentos<sup>18</sup> decorrerá, entre outras razões, da inexistência de *business angels* registados na CMVM, aos quais compete assumir um papel determinante no fomento de investimentos em *seed capital*.

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



### 2.3. Rotação das Carteiras

Além do capital levantado em cada ano, um indicador relevante da dinâmica do sector do capital de risco é a rotação das carteiras e o investimento líquido efectuado em cada período. A rotação das carteiras é calculada tendo em conta o montante total de operações de aquisição e alienação efectuadas ao longo do ano ou semestre. O investimento líquido é apurado pela diferença entre o montante total de aquisições e alienações nos mesmos períodos.

O Quadro 6 revela que apesar do aumento de mais de 100% nos montantes sob gestão em 2009, o investimento líquido se situou em cerca de 231,7 milhões de euros, ou seja, apenas cerca de 15% do valor que se encontrava sob gestão em 2008. Tal deveu-se ao facto de os

<sup>18</sup> 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.

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

investimentos constantes da carteira da Finpro não terem sido considerados como novas aquisições, bem como à não realização de uma parte significativa do capital levantado pelos FCR (o que deixa porém um potencial significativo de investimento para períodos futuros).

Considerando as operações realizadas, quer por SCR, quer por FCR, a rotação anual das carteiras foi de 28,3% em 2009, valor superior ao verificado em 2008 (21,9%). Da análise das operações de aquisição e alienação realizadas em 2009 conclui-se que o capital de risco efectuou novos investimentos em 104 empresas e desinvestiu totalmente em outras 70. Em 53 situações foi efectuado o reforço de posições accionistas já anteriormente detidas e, ao invés, foi reduzida a participação no caso de 12 empresas.

**Quadro 6 – Transacções e Rotação das Carteiras (Ano de 2009)**

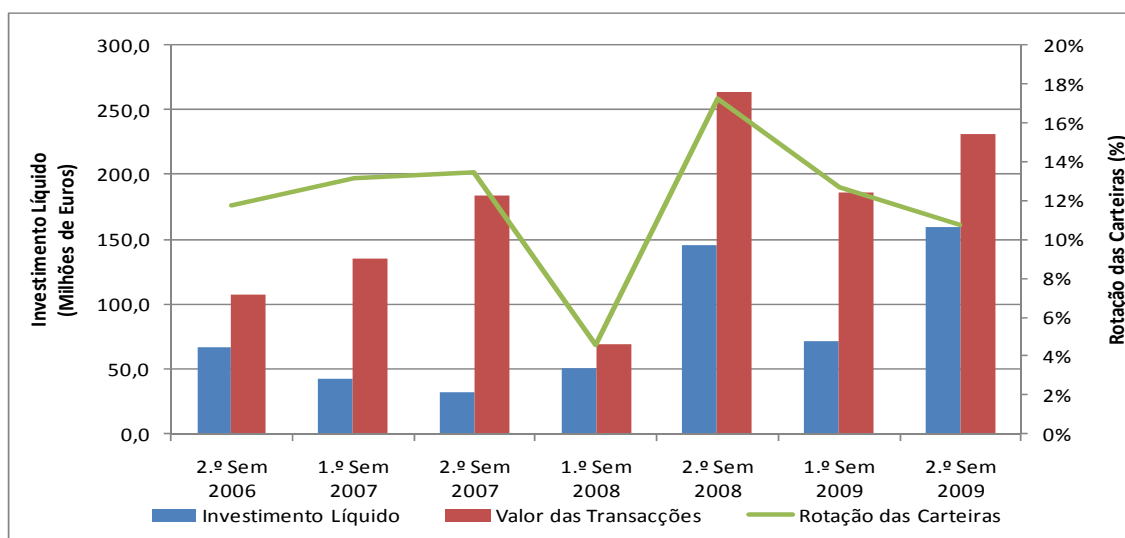
Unidade: 10<sup>6</sup> €

	SCR	FCR	Total
Aquisições	16,3	308,1	324,4
Alienações	58,8	33,9	92,7
Investimento Líquido	-42,5	274,2	231,7
Valor das Transacções	75,2	342,0	417,1
Rotação das Carteiras	34,0%	27,3%	28,3%

O Gráfico 4 apresenta a evolução destes indicadores nos últimos três anos, sendo observável uma tendência de aumento progressivo do investimento líquido, parecendo, em regra, existir uma maior concentração dos investimentos nos segundos semestres de cada ano. Considerando de forma agregada os dois semestres de 2009, constata-se que este foi o ano em que se registou o maior volume de sempre em termos de investimento líquido do capital de risco.

# Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

**Gráfico 4 - Evolução das Transacções e da Rotação das Carteiras**



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 do capital de risco. O Quadro 7 permite concluir que 2009 foi um ano em que prevaleceram os investimentos via capital de substituição (compra de acções já existentes a outro investidor de capital de risco ou a outros accionistas). Com efeito, mais de 90% do investimento líquido concentrou-se nesta forma de entrada do capital de risco nas empresas. Recorde-se que no ano anterior esta fase de investimento tinha registado um investimento líquido negativo. A evolução verificada em 2009 pode traduzir que as dificuldades sentidas nas empresas em geral, fruto da crise económico-financeira, acentuaram o papel do capital de risco enquanto agente especializado na reestruturação de empresas que possam ter em causa a sua viabilidade. Em linha com o já referido anteriormente, constata-se que o valor médio das transacções de capital de substituição é mais elevado do que o das restantes transacções em outras fases de investimento.

**Quadro 7 – Valor das Transacções por Fase de Investimento (Ano de 2009)**

Unidade: 10<sup>3</sup> €

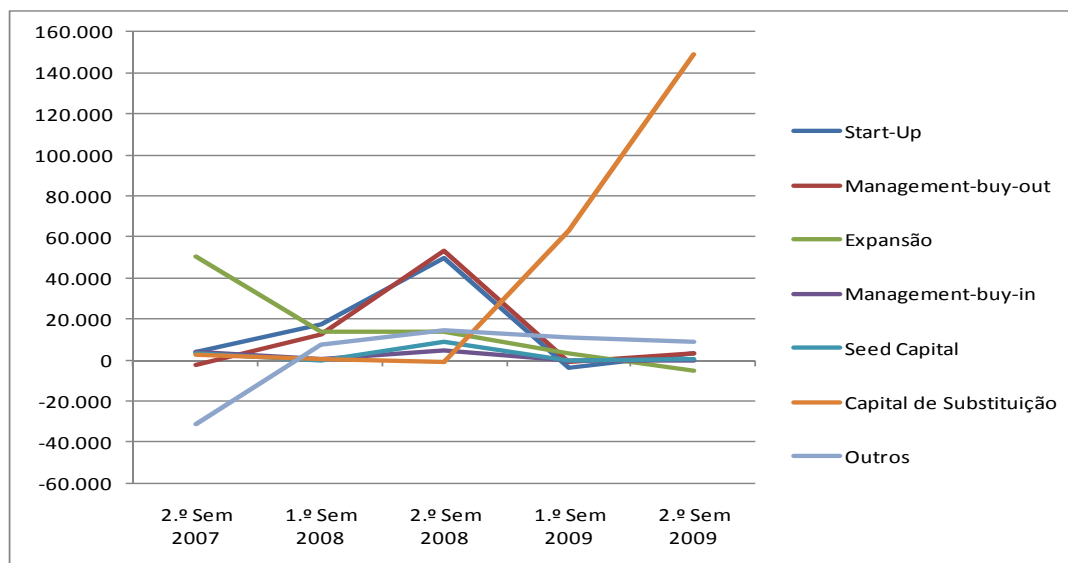
Fase de Investimento	SCR				FCR				Total			
	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transacções	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transacções	Aquisições	Alienações	Investimento Líquido	N.º Transacções
Capital de substituição	150,0	6.246,9	-6.096,9	4	219.231,2	949,4	220.180,6	26	219.381,2	7.196,4	212.184,8	30
Early-stage	4,3	6.081,7	-6.077,4	3	17.180,5	647,8	17.828,3	16	17.184,8	6.729,5	10.455,3	19
Outros	14.745,2	8.053,6	6.691,6	11	0,0	0,0	0,0	1	14.745,2	8.053,6	6.691,6	12
Refinanciamento da dívida bancária	0,0	0,0	0,0	0	2.103,6	0,0	2.103,6	1	2.103,6	0,0	2.103,6	1
Management-buy-out	1.022,0	1.347,7	-325,7	6	2.450,9	139,4	2.590,3	9	3.472,8	1.487,1	1.985,7	15
Turnaround	0,0	642,0	-642,0	4	1.032,0	0,0	1.032,0	3	1.032,0	642,0	390,0	7
Management-buy-in	0,0	0,0	0,0	0	12,5	0,0	12,5	2	12,5	0,0	12,5	2
Seed Capital	191,4	0,0	191,4	3	82,0	279,1	361,1	5	273,4	279,1	-5,7	8
Start-up	235,7	5.474,0	-5.238,3	17	11.681,8	6.541,7	18.223,6	70	11.917,5	12.015,7	-98,2	87
Expansão	0,0	30.968,3	-30.968,3	9	54.268,2	25.335,8	79.604,0	50	54.268,2	56.304,1	-2.035,9	59
<b>Total</b>	<b>16.348,6</b>	<b>58.814,2</b>	<b>-42.465,6</b>	<b>57</b>	<b>308.042,7</b>	<b>33.893,3</b>	<b>341.936,0</b>	<b>183</b>	<b>324.391,3</b>	<b>92.707,5</b>	<b>231.683,8</b>	<b>240</b>

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

Ao invés, registou-se um desinvestimento líquido em empresas em fases de expansão<sup>19</sup>, de arranque ou de *seed capital*.

O Gráfico 5 apresenta a tendência de evolução do investimento líquido por fase de investimento nos últimos cinco semestres, a qual confirma as conclusões anteriormente retiradas, mostrando ainda algum declínio/estabilização do investimento em empresas em fase de expansão, de arranque e das operação de MBOs.

**Gráfico 5 - Evolução do Investimento Líquido por Fase de Investimento**



### 2.4. Detenção de Capital Social nas Empresas Participadas

O capital de risco tem geralmente dois tipos de abordagem quando participa no capital das empresas. Na primeira, usualmente designada por *"hands-off"*, o capital de risco limita-se a aportar capital às empresas. No segundo tipo de abordagem, que tem um carácter mais global, 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 (*"hands on"*).

Apesar de a intervenção na gestão não estar necessariamente dependente da dimensão da posição accionista detida, o Quadro 8 permite concluir que, no final de 2009, em cerca de 17% das participações detidas conjuntamente por sociedades de capital de risco e fundos de capital de risco existia um controlo maioritário accionista (sendo que no caso das SCR existe maior propensão para uma abordagem *"hands on"*). Nestes casos, o capital de risco pode definir por si só as linhas da gestão das empresas em que participa. Por outro lado, em cerca de 47% dos casos as participações não excedem 20% do capital social.

<sup>19</sup> Esta situação só aparentemente contradiz a informação apresentada no Quadro 5, uma vez que a preponderância da fase de expansão na carteira de investimentos do capital de risco resulta da evolução da classificação de empresas que anteriormente se encontravam em outros estágios de desenvolvimento para a fase de expansão.

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

Esta estrutura de detenção de capital social alterou-se de forma sensível face a 2008 no sentido de um maior peso da abordagem *hands on*, uma vez que apenas em 12,5% dos casos o capital de risco detinha uma participação maioritária nas empresas no final daquele ano.

**Quadro 8 – Percentagem de Capital Social Detido nas Empresas Participadas (31/12/2009)**

% Capital Detido	SCR		FCR		Total	
	N.º de Participações	%	N.º de Participações	%	N.º de Participações	%
[0-10[	50	45,0%	93	21,1%	143	25,9%
[10-20[	21	18,9%	95	21,5%	116	21,0%
[20-30[	11	9,9%	62	14,1%	73	13,2%
[30-40[	7	6,3%	53	12,0%	60	10,9%
[40-50[	6	5,4%	61	13,8%	67	12,1%
[50-60[	7	6,3%	14	3,2%	21	3,8%
[60-70[	2	1,8%	13	2,9%	15	2,7%
[70-80[	1	0,9%	14	3,2%	15	2,7%
[80-90[	3	2,7%	10	2,3%	13	2,4%
[90-100]	3	2,7%	26	5,9%	29	5,3%
<b>Total</b>	<b>111</b>	<b>100,0%</b>	<b>441</b>	<b>100,0%</b>	<b>552</b>	<b>100,0%</b>

Em alguns 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). No Quadro 9 constata-se que são marginais 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 63,4% dos casos. Esta percentagem é cerca de 7 p.p. inferior à verificada em 2008, dado que, em termos líquidos, foi realizado investimento em apenas 34 novas participações e que os investimentos já existentes em carteira passaram a deter uma maior antiguidade.

**Quadro 9 – Período de Detenção das Participações em Capital Social (31/12/2009)**

Período detenção (anos)	SCR		FCR		Total	
	N.º Participações	%	N.º Participações	%	N.º Participações	%
[0-2[	29	26,1%	189	42,9%	218	39,5%
[2-4[	19	17,1%	113	25,6%	132	23,9%
[4-6[	21	18,9%	81	18,4%	102	18,5%
[6-8[	10	9,0%	21	4,8%	31	5,6%
[8-10[	14	12,6%	25	5,7%	39	7,1%
>=10	18	16,2%	12	2,7%	30	5,4%
<b>Total</b>	<b>111</b>	<b>100,0%</b>	<b>441</b>	<b>100,0%</b>	<b>552</b>	<b>100,0%</b>

# Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

## 2.5. Estratégias de desinvestimento

Aquando da aquisição de participações no capital das empresas, em regra, os operadores de capital de risco contratualizam os termos em que se processará o desinvestimento. Estes acordos, por norma, prevêem a data de saída e o preço (ou os critérios para a sua definição) a que será efectuado o desinvestimento.

As estratégias de desinvestimento mais utilizadas pelo capital de risco foram a alienação das participações à equipa de gestão ou aos anteriores accionistas e os contratos de venda a prazo anteriormente estabelecidos. Estas duas estratégias representaram cerca de 83% do número de transacções e cerca de 93% do valor das vendas efectuadas pelo capital de risco durante o ano de 2009.

O Quadro 10 revela ainda que o capital de risco continua a não ser utilizado como veículo para trazer empresas para o mercado de capitais, uma vez que, tal como em 2008, em nenhuma situação o desinvestimento se processou mediante alienação em oferta pública inicial. Por outro lado, apenas em 6 casos o desinvestimento se processou com o reconhecimento de uma perda total da participação (*write-off*).

**Quadro 10 – Estratégias de Desinvestimento do Capital de Risco (Ano de 2009)**

Unidade: 10<sup>3</sup>€

	SCR			FCR			Total		
	N.º	Preço Venda	% <sup>(*)</sup>	N.º	Preço Venda	% <sup>(*)</sup>	N.º	Preço Venda	% <sup>(*)</sup>
Venda a terceiros	0	0,0	0,0%	18	6.077,3	17,9%	18	6.077,3	6,6%
Recompra (pela equipa de gestão ou accionistas)	8	7.610,9	12,9%	22	27.126,8	80,0%	30	34.737,7	37,5%
Contrato de venda a prazo	24	51.110,0	86,9%	1	202,9	0,6%	25	51.312,9	55,3%
Não definida	1	93,3	0,2%	3	486,2	1,4%	4	579,5	0,6%
IPO	0	0,0	0,0%	0	0,0	0,0%	0	0,0	0,0%
Write off	3	0,0	0,0%	3	0,0	0,0%	6	0,0	0,0%
<b>Total</b>	<b>36</b>	<b>58.814,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>47</b>	<b>33.893,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>83</b>	<b>92.707,4</b>	<b>100,0%</b>

(\*) Percentagem sobre o montante total das alienações reportadas durante o ano de 2009 (SCR+FCR).

Cerca de 81% das operações de alienação não resultaram em menos valias para as SCR ou FCR (48% resultaram em mais valias, 33 % não geraram nem mais nem menos valias e apenas 19% das transacções foram efectuadas com uma menos valia). Assim, e contrariamente ao sucedido em 2008, o saldo líquido do desinvestimento total efectuado (preço de transacção – preço de aquisição/valorização das diversas participações) foi positivo, ascendo a cerca de 22,7 milhões de euros. Tal terá sido devido a alienação de participações nas quais o capital de risco tinha completado já a sua intervenção de forma a acrescentar valor (o tempo de detenção média das participações alienadas com mais valia foi de 5 anos, sendo que as participações que foram alienadas com menos valias eram em média detidas há pouco mais de um ano). 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 mais valias de cerca de 16 milhões de euros e as *start-up* permitiram um encaixe de mais valias no valor de 6 milhões de euros. Todas as restantes fases de investimento, com excepção do *seed capital*, geraram também mais valias, mas pouco expressivas.

## Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

Já nas operações contratualizadas a prazo tendentes a uma alienação ou compra futura, verifica-se que cerca de 33% e 45% do número de participações detidas em carteira (vivas), respectivamente pelas SCR e FCR, eram objecto deste tipo de contrato.

O valor presente deste tipo de contratos ascende a cerca de 55,5 milhões de euros, ou seja, cerca de 1,8% 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 82% dos contratos a prazo surgiam inscritos nas carteiras com um valor nulo. Por outro lado, 15% encontravam-se registados como tendo um valor presente positivo e cerca de 3% estavam em situação inversa.

No que respeita ao tipo de vinculação assumida nesses contratos (Quadro 11), as opções (isto é, a faculdade de alienar ou adquirir participações em data pré-definida) são mais expressivas, 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 19% dos contratos e a 24% do respectivo valor presente. Refira-se, ainda, que as opções do tipo americano, com exercício a qualquer momento, tinham sido contratualizadas em cerca de 43% das operações, mas apenas representavam 2,9% da valorização em carteira, numa valorização média por operação muito reduzida.

**Quadro 11 – Tipo de Vinculação nas Operações a Prazo Contratualizadas (31/12/2009)**

Tipo de Vinculação	SCR		FCR		Total	
	N.º de Operações	Valorização em Carteira 10 <sup>3</sup> €	N.º de Operações	Valorização em Carteira 10 <sup>3</sup> €	N.º de Operações	Valorização em Carteira 10 <sup>3</sup> €
Opção europeia (exercício na maturidade)	15	340,8	92	4.714,5	107	5.055,3
Opção americana (exercício a qualquer momento)	17	118,3	209	1.495,8	226	1.614,1
Outras opções	16	-679,5	77	36.027,0	93	35.347,5
Obrigação (futuro/forward)	18	643,5	80	12.813,7	98	13.457,2
<b>Total</b>	<b>66</b>	<b>423,1</b>	<b>458</b>	<b>55.051,0</b>	<b>524</b>	<b>55.474,1</b>

O preço é pré-definido à partida em cerca de 5% das operações contratualizadas a prazo (Quadro 12), situação que pode ser tida como natural dadas as especificidades da actividade de capital de risco. Quanto aos critérios de fixação de preço, os mais comuns são a realização de uma avaliação da empresa na data em que o capital de risco pode ou deve exercer o contrato (60% dos casos) ou a pré-definição de uma formula de cálculo associada a indicadores económico-financeiros que adequadamente traduzam o desempenho da empresa (30% dos casos). Nos restantes 5% dos casos caem as situações em que alienação se processará ao valor de mercado na data de exercício. Tal acontece essencialmente nas participações cotadas.

# Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

**Quadro 12 – Critérios para a Fixação de Preço de Operações a Prazo Contratualizadas (31/12/2009)**

Unidade: 10<sup>3</sup> €

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
Valor de mercado na data de exercício	8	0,0	11	0,0	19	0,0
Avaliação a realizar na data de exercício Indexado à performance da empresa, com mínimo e máximo definidos	36	-72,2	283	1.769,4	319	1.697,2
Indexado à performance da empresa	2	138,7	5	0,0	7	138,7
Capitalização do valor de aquisição (indexado à Euribor/IPC)	4	36,2	7	4,6	11	40,8
Preço pré-fixado	6	43,0	23	22.472,6	29	22.515,6
Valorização anual fixa	3	297,8	22	19.850,2	25	20.148,0
Contrato (define fórmula de cálculo)		0,0	2	10.513,6	2	10.513,6
Não identificado	7	-20,4	103	440,6	110	420,2
		0,0	2	0,0	2	0,0
<b>Total</b>	<b>66</b>	<b>423,1</b>	<b>458</b>	<b>55.051,0</b>	<b>524</b>	<b>55.474,1</b>

## 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;<sup>20</sup> (ii) utilização de múltiplos de empresas comparáveis, designadamente em termos de sector de actividade, dimensão e rentabilidade; ou (iii) fluxos de caixa descontados (DCF).<sup>21</sup> É permitida às SCR e aos FCR a aplicação de um factor de desconto de 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).

<sup>20</sup> Existindo este referencial, o mesmo ganha prevalência sobre as outras duas metodologias.

<sup>21</sup> 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 2009

O Quadro 13 permite concluir que, quer em termos de número de participações, quer no que respeita ao valor destas, a metodologia de fluxos de caixa descontados é predominante. O método conservador (manutenção da participação ao seu valor de aquisição até um ano após a sua compra) representa quase 20% do valor dos investimentos. Por sua vez, a utilização de metodologias de avaliação assentes em múltiplos ou em transacções relevantes de empresas similares, apesar de relativamente residual em termos de número de participações (9%), representa 17% do valor dos investimentos.

**Quadro 13 – Metodologias de Avaliação dos Investimentos (31/12/2009)**

Unidade: 10<sup>3</sup> €

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)	539.679,7	80,1%	98	53,6%	286.853,9	26,8%	434	61,7%	826.533,6	47,4%	532	60,0%
Valor de aquisição	2.166,6	0,3%	14	7,7%	337.129,6	31,5%	108	15,4%	339.296,2	19,5%	122	13,8%
Fluxos de caixa descontados (DCF + factor de desconto)	6.696,2	1,0%	25	13,7%	67.840,1	6,3%	42	6,0%	74.536,3	4,3%	67	7,6%
Múltiplos	13.542,9	2,0%	8	4,4%	207.588,8	19,4%	50	7,1%	221.131,7	12,7%	58	6,5%
Preço de mercado	307,8	0,0%	2	1,1%	41.496,3	3,9%	35	5,0%	41.804,1	2,4%	37	4,2%
NAV	84.384,1	12,5%	24	13,1%	7.375,9	0,7%	4	0,6%	91.760,0	5,3%	28	3,2%
Transacções relevantes	4.652,5	0,7%	3	1,6%	70.916,7	6,6%	19	2,7%	75.569,2	4,3%	22	2,5%
Múltiplos (com aplicação do factor de desconto)	17.921,2	2,7%	4	2,2%	41.755,4	3,9%	7	1,0%	59.676,6	3,4%	11	1,2%
Outros <sup>(1)</sup>	0,0	0,0%	3	1,6%	0,0	0,0%	1	0,1%	0,0	0,0%	4	0,5%
Preço de mercado (com aplicação do factor de desconto)	4.044,6	0,6%	2	1,1%	0,0	0,0%	1	0,1%	4.044,6	0,2%	3	0,3%
Transacções relevantes (com aplicação do factor de desconto)	0,0	0,0%	0	0,0%	8.250,0	0,8%	2	0,3%	8.250,0	0,5%	2	0,2%
<b>Total</b>	<b>673.395,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>183</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.069.206,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>703</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.742.602,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>886</b>	<b>100,0%</b>

<sup>(1)</sup> Critério valorimétrico indevidamente reportado.

<sup>(2)</sup> Inclui participações relativas a capital social e outros financiamentos.

A utilização destas metodologias para atribuição do justo valor às participações permite proceder ao cálculo das valias potenciais inerentes aos investimentos. Tal pode ser efectuado mediante a diferença entre os valores inscritos nas carteiras em função da aplicação daquelas metodologias, designadamente os resultantes da aplicação do princípio do justo valor e da utilização do NAV, e o valor de aquisição das participações.

Efectuando este exercício conclui-se que o capital de risco encerra actualmente um potencial de desvalorização de cerca de 2,7% do valor sob gestão. A situação é porém distinta no caso das SCR, em que existem mais valias potenciais, face ao que sucede nos FCR, onde ocorre o inverso. Assim, as SCR têm mais valias potenciais de 2,5%, ao passo que nos FCR as menos valias potenciais ascendem a cerca de 4,4%. Esta situação particular nos FCR pode ser explicada pelo facto de 160 (22,8%) das 703 participações detidas estarem inscritas com um valor de avaliação nulo, sendo que apenas 137 (19,5%) participações estavam registadas como tendo mais valias potenciais. A larga maioria das participações (406 ou 57,7% do total) tinha adstritas menos valias potenciais. 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, uma vez que, em regra, as mais valias são geradas numa fase adiantada do investimento.

# Relatório Anual da Actividade de Capital de Risco em 2009

**Quadro 14 – Valias Potenciais em Carteira (31/12/2009)**

Metodologia de Valorização	Valias Potenciais 10 <sup>3</sup> €		
	SCR	FCR	Total
Valor de aquisição	0	0	0
Preço de mercado	72	-42.385	-42.312
Transacções relevantes	202	7.342	7.544
Múltiplos	2.436	26.993	29.429
Fluxos de caixa descontados (DCF)	10.545	-59.627	-49.082
NAV	186	-341	-155
Valor de aquisição (factor de desconto)	-4.548	-998	-5.546
Preço de mercado (factor de desconto)	0	0	0
Transacções relevantes (factor de desconto)	1.734	0	1.734
Múltiplos (factor de desconto)	0	-2.750	-2.750
Fluxos de caixa descontados (DCF) (factor de desconto)	7.244	-1.857	5.387
Outros	498	-30.100	-29.602
<b>Total</b>	<b>18.370</b>	<b>-103.722</b>	<b>-85.352</b>

<sup>(1)</sup> Critério valorimétrico indevidamente reportado.

## **2.7. Rendibilidade dos Fundos de Capital de Risco e das Sociedades de Capital de Risco**

Em 2009 os FCR tiveram um desempenho bastante assimétrico em termos de rendibilidade das unidades de participação. Dos 40 fundos que estavam simultaneamente em actividade no final de 2008 e 2009, 15 apresentaram rendibilidades positivas e os restantes 25 retornos negativos. A amplitude de variação dos retornos dos diversos fundos é muito significativa, situação que não surpreende dadas as características do sector. O fundo que apresentou um retorno mais favorável proporcionou aos investidores uma taxa de rendibilidade anual de 96,6%. Já o fundo com pior desempenho assistiu a uma quase total erosão do seu património, ao registar uma taxa de rendibilidade anual de -86%. Em termos médios, a rendibilidade de todos os FCR foi de cerca de -6%.

Esta situação torna-se ainda mais preocupante se forem analisados os capitais próprios dos FCR (ou o seu valor líquido global) em confronto com o capital subscrito em cada fundo. Assim, constata-se que apenas 10 dos 50 fundos activos no final de 2009 possuem capitais próprios superiores ao capital subscrito, ou seja, ao longo da sua actividade registam uma rendibilidade acumulada positiva. Ao invés, 80% dos fundos (os restantes 40) estavam em situação inversa.

Nas sociedades de capital de risco a situação é porém distinta. Com efeito, em apenas 6 das 24 SCR em actividade no final de 2009 os capitais próprios eram inferiores ao capital subscrito. Esta situação não traduz necessariamente um melhor desempenho do capital de risco através da forma societária<sup>22</sup>, uma vez que estas sociedades, podendo gerir simultaneamente FCR, e, como tal, contabilizando as comissões de gestão que daí provêm na conta de resultados, podem mitigar ou até inverter o efeito nos capitais próprios de um eventual mau desempenho da gestão da carteira de participações em capital de risco que efectuem via balanço.

<sup>22</sup> Apesar de, como visto anteriormente, as carteiras das SCR terem acumuladas mais valias potenciais.

### 3. Síntese Conclusiva

O ano de 2009 marcou uma etapa muito relevante na evolução do sector do capital de risco nacional. Os valores sob gestão conheceram uma evolução sem precedentes, isto apesar do efeito exógeno da entrada (formal) no sector de um operador que já exercia uma actividade similar, ainda que sob outra forma, bem como do facto de uma fatia significativa do capital levantado em 2009 não ter sido realizado.

Tal situação, além de não ter ainda assim impedido o registo de um elevado investimento líquido em participações de capital de risco, criou um significativo potencial para a realização de investimentos futuros.

Apesar do significativo crescimento dos investimentos em empresas não residentes, tal foi essencialmente devido a uma passagem de carteira, como anteriormente mencionado. Sem este efeito, as participações no capital e outras formas de financiamento das empresas residentes continuariam a ser as mais relevantes.

Os sectores de actividade que possuem produtividades mais elevadas continuam a ser preponderantes nos investimentos realizados pelo capital de risco.

No que respeita às fases de investimento em que o capital de risco processa a sua entrada nas empresas, o ano de 2009 marca também uma reorientação da política de investimentos que é digna de destaque. Apesar de as empresas em fase de expansão continuarem a ser predominantes - o que continua a ser muito relevante na medida em que tal potencie uma maior internacionalização das empresas e o conseqüente aumento das exportações - o investimento via capital de substituição assumiu especial importância no ano. Este facto pode significar que as dificuldades sentidas nas empresas em geral, fruto da recente crise económico-financeira, acentuaram o papel do capital de risco enquanto agente especializado na reestruturação de empresas que possam ver posta em causa a sua viabilidade.

O ano de 2009 fica ainda associado à realização de diversos desinvestimentos que, de uma forma global, geraram mais valias para o sector. Tal situação não vem sendo de todo frequente, podendo significar que algumas das apostas de investimento que o capital de risco efectuou no passado começam a dar já os seus frutos. A continuidade desta tendência afigura-se fundamental para colmatar a situação relativamente deficitária em que o sector vem vivendo nos últimos anos, designadamente em termos de rendibilidades que vêm sendo proporcionadas aos investidores.

Esta menor atractividade dos investimentos em termos de retorno pode explicar o facto de capital de risco não se ter ainda assumido como veículo para trazer empresas ao mercado de capitais. Este desiderato, de todo desejável, deverá ser mantido como meta para fomentar o desenvolvimento, a par, do mercado de capitais e da economia nacionais. Aguarda-se que, entre outros motivos, as mudanças legislativas de cariz fiscal operadas pelo Orçamento do Estado para 2010 possam vir a contribuir para que tal objectivo seja concretizado no médio prazo.

