

# **SOBRE A IDENTIFICAÇÃO DOS FACTORES DE SELECÇÃO, DAS FORMAS DE INTERVENÇÃO E O CONTRIBUTO DAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO EM PORTUGAL**

Maria do Carmo Castro Correia, Instituto Politécnico do Cávado e do Ave

Manuel José da Rocha Armada, Universidade do Minho

## **RESUMO**

Aplicando um questionário bastante alargado e entrevistas semi-estruturadas, tendo por base uma amostra representativa das sociedades de capital de risco (SCR) a operar em Portugal, identificaram-se os factores de selecção que levaram as empresas participadas a solicitar o investimento do capital de risco. Dentro desta temática foram também estudadas as fontes de financiamento das pequenas e médias empresas (PME) e os processos de selecção e critérios usados por estas na escolha das SCR. Uma vez tomada a decisão de investir por parte da SCR, torna-se relevante compreender as suas formas de intervenção nas empresas participadas. Esta temática é importante porque nos permite conhecer, não só os mecanismos de contratação adoptados pelas SCR, mas também as suas actividades pós-investimento. E, como o investimento de capital de risco é temporário, importará também saber, após a saída, qual foi o contributo das SCR para a criação de valor nas empresas participadas.

Palavras-chave: capital de risco; selecção; intervenção; contribuição

## **I – INTRODUÇÃO**

### **1. - Enquadramento Genérico do Tema e sua Relevância Teórico-Empírica**

Apesar de os empresários iniciarem um novo negócio de valor económico potencialmente alto, muitas vezes, acham difícil satisfazer as suas necessidades financeiras através de canais tradicionais. Isto deve-se a vários factores, tais como: incerteza, assimetria de informação, activos intangíveis, qualidade e esforço da equipa de gestão do fundador (Berger e Udell, 1998). Estes problemas podem ser mais severos e mais dispendiosos para as PME devido à sua “natureza fechada” (Fried e Hisrich, 1994).

Em Portugal, é relativamente generalizada a percepção de que existe um problema no financiamento da actividade das PME, quer diga respeito ao financiamento através de capital alheio quer de capital próprio, apesar da pesquisa sobre o capital de risco ser consistente com a proposição de que as SCR são intermediários financeiros muito sofisticados, com capacidade para mitigar problemas de agência (v.g., Cumming, 2002).

Mesmo na Europa, a realização de estudos empíricos sobre o capital de risco é difícil devido à escassez de dados, uma vez que muitas SCR insistem na privacidade da sua informação (Hege et al., 2003).

É conhecida a existência de relativamente pouca literatura a abordar, em particular o modo como os empresários identificam as SCR com capacidades para investirem nos seus projectos e/ou motivação/desejo para tal. Mas, para aumentarem as probabilidades de obterem o financiamento das SCR, os empresários que procuram capital de risco deverão, não só ter um melhor entendimento do processo de tomada de decisão das SCR (Shepherd et al., 2000), mas também entender como as SCR actuam após um investimento, o que irá aumentar a sua probabilidade de seleccionar a SCR supostamente mais adequada (Elango et al., 1995). Deste modo, descrever as formas de intervenção das SCR nas empresas participadas revela-se importante (Kaplan e Strömberg, 2001). Por fim, importa estudar se a intervenção das SCR nas empresas participadas se traduziu em valor acrescentado para estas.

É de salientar que, em nenhum estudo, que se tenha conhecimento, foi encontrada base teórica e/ou empírica que abordasse (num só documento) toda a matéria aqui objecto de análise.

## 2. - Estrutura do Trabalho

Na primeira parte deste trabalho, e após esta breve introdução, é feita uma revisão da literatura (embora de uma forma bastante sintética), a qual versa sobre os três temas aqui objecto de estudo.

No capítulo seguinte define-se a metodologia adoptada, onde se inclui a especificação dos principais objectivos genéricos e específicos a alcançar com a aplicação do questionário.

Na penúltima parte apresentam-se os respectivos resultados empíricos e a análise crítica.

Por fim, evidenciam-se as conclusões, limitações e sugestões para investigação futura.

## II – REVISÃO DA LITERATURA

### 1. – Sobre a identificação dos factores de selecção das SCR

Muitas vezes enfatiza-se a teoria *pecking order* no sentido de explicar a obtenção de financiamento por parte das empresas, assim como as implicações para a estrutura financeira. Contudo, a *pecking order* é considerada como mais apropriada para explicação destes fenómenos relativamente a empresas mais estabelecidas. Há autores que explicam a estrutura financeira das PME usando uma abordagem do ciclo de vida destas. Por exemplo, no estudo de Berger e Udell (1998), as empresas são analisadas à luz do paradigma relativo ao ciclo financeiro de crescimento das empresas, no qual diferentes estruturas de capital são óptimas em diferentes pontos do ciclo.

Mas, é sobretudo na fase de criação das empresas que a estrutura financeira destas se revela com características menos atractivas para a intervenção das SCR. Apesar do financiamento bancário parecer ser a fonte de financiamento mais atractiva (v.g., Berger e Udell, 1998), as duas vias mais vocacionadas para financiar as empresas nessa fase (de criação) são os *business angels* e as SCR, altura em que os projectos geralmente apresentam bastante incerteza (Schefczyk e Gerpott, 2001; Engel, 2002), particularmente se o problema do *moral hazard* é agudo (v.g., Berger e Udell, 1998; Bascha e Walz, 2001). Contudo, constata-se que o capital de

risco não é a forma dominante de financiamento de capital próprio para as empresas na fase inicial dos projectos (Berglund e Johansson, 1999).

Mas, se, por um lado, temos a relutância do capital de risco em investir em empresas *start-up* com potencial de valorização, por outro, temos os próprios empresários a adiar a abordagem às SCR (Florin, 2004), de modo a elevar a sua posição de negociação e a capturar uma maior quota dos lucros totais (Berglund e Johansson, 1999).

Posto isto, há que conhecer o processo de localizar um investidor apropriado. O presente estudo coloca-se na perspectiva da empresa participada aquando a procura<sup>1</sup> da parceria do capital de risco. Isto porque, por um lado, a literatura sobre o capital de risco, ao longo das últimas duas décadas, tem determinado como as SCR seleccionam os empresários, pelo que pouco se sabe como os empresários seleccionam as SCR (Smith, 2001)<sup>2</sup>. Por outro, a maior parte das SCR tem uma estratégia passiva de gerar acordos (Vinig e De Haan, 2002).

O estudo de Smith (2001) foi o primeiro a debruçar-se sobre o processo de selecção e critérios usados pelos empresários na avaliação das SCR. Segundo os resultados do seu estudo, os factores de reputação estão desproporcionadamente representados entre os critérios mais importantes que influenciam a selecção de uma SCR por parte do empresário, na medida em que a reputação das SCR pode ajudar o empresário a ultrapassar assimetrias de informação, o que enfatiza o reconhecimento de que as SCR procuram diferenciarem-se entre si e que o capital de risco representa, para os empresários, mais do que estritamente capital financeiro (Sapienza et al., 1996; Hsu, 2002).

Neste sentido, torna-se importante para os empresários, que procuram capital de risco, entender o processo de tomada de decisão das SCR para posicionarem melhor os seus *business plan* e apresentações, tendo em conta os critérios e preferências de investimento considerados mais críticos para a rendibilidade de um novo projecto (Shepherd et al., 2000). Sendo assim, no que diz respeito aos critérios de investimento das SCR, dum vasto conjunto de estudos, pode-se encontrar critérios com especificidades comuns. Na verdade, a esmagadora maioria dos critérios de investimento utilizados têm em conta aspectos tais como: características do projecto/produto, dos promotores/equipa de gestão, do potencial de saída e financeiras; em que estes dois últimos aspectos poderão ser tratados nos termos do contrato parassocial realizado entre a SCR e a respectiva empresa participada (v.g., Kaplan e Strömberg, 2001, 2002). No que diz respeito às preferências de investimento das SCR, os estudos concluíram que estas definem preferências relativamente à natureza da indústria, aos estádios de desenvolvimento do projecto, ao tamanho do investimento, à localização geográfica e à natureza da tecnologia (v.g., Fried e Hisrich, 1994; Elango et al., 1995; Cumming, 2002).

## **2. – Sobre a identificação das formas de intervenção das SCR nas empresas participadas**

---

<sup>1</sup> No âmbito deste estudo é indiferente se a empresa participada obtém financiamento de capital de risco pela primeira vez ou não.

<sup>2</sup> Um dos pressupostos fundamentais subjacentes a este estudo é que os empresários podem escolher quais as SCR que podem investir nas suas empresas (v.g., Smith, 2001).

Vários estudos examinaram os aspectos da assimetria de informação *ex ante* e *ex post* das SCR (v.g., Sahlman, 1990; Kaplan e Strömberg, 2000, 2001; Bascha e Walz, 2001). E, alguns deles, até referem que estas assimetrias de informação são *double-sided* (v.g., Cable e Shane, 1997; Houben, 2002) e que as três formas (triagem, contrato e supervisão) de mitigar o conflito principal-agente estão interrelacionadas (Kaplan e Strömberg, 2000, 2001). Perante esta situação, o empresário face ao problema de assimetria de informação *ex post*, pode confiar nos factores relacionados com a reputação da SCR (Smith, 1998) e esta, por sua vez, pode controlar o comportamento do empresário através da realização de um contrato e da supervisão e aconselhamento (v.g., Hellmann, 1998; Kaplan e Strömberg, 2000, 2001; Kirilenko, 2001; Cornelli e Yosha, 2002; Kaplan et al., 2003).

No que concerne ao contrato, o seu principal objectivo é alinhar os incentivos dos empresários com os objectivos das SCR (Smith, 1998), distribuindo separadamente direitos de *cash flow* e de controlo entre eles (Gompers, 1995; Kaplan e Strömberg, 2000, 2001, 2002). Importa referir que os principais mecanismos de contratação apontados na literatura referem-se à propriedade da SCR e da empresa participada, às formas de financiamento, ao financiamento faseado e aos principais convénios contratuais.

No que diz respeito à propriedade da SCR e da empresa participada, realce-se que, segundo Fairchild (2002), há uma relação positiva entre poder de negociação do empresário, quota de capital próprio do empresário e o valor da empresa participada. Convém não esquecer que o capital próprio distribuído à SCR fornece incentivos para esta desempenhar actividades de valor acrescentado, mais do que somente minimizar perdas potenciais (Kaplan e Strömberg, 2001). Mas, no funcionamento da empresa, os empresários realizam benefícios privados que não podem ser transferidos para a outra parte, o que choca com o objectivo de maximização dos retornos financeiros por parte da SCR. Perante isto, Hellmann (1998), refere que uma forma natural de resolver este problema é dar aos empresários uma maior proporção no capital próprio da empresa, que efectivamente penaliza comportamentos não-cooperativos, promovendo, desse modo, a cooperação (Sahlman, 1990).

Relativamente às formas de financiamento, tendo em conta os problemas de agência nas decisões de estrutura de capital, é útil considerar um mercado no qual os investidores financiam uma grande variedade de tipos de empresas empresariais e usam um *mix* heterogéneo de formas de financiamento (v.g., capital alheio, capital alheio convertível, capital próprio preferencial, capital próprio preferencial convertível, capital próprio ordinário, *warrants* e combinações destes instrumentos), porque a forma óptima de financiamento depende do problema particular de agência num dado contexto institucional (Cumming, 2002). É por isso que os contratos de capital de risco são heterogéneos, em termos de distribuição de direitos de *cash flow* e de direitos de controlo (Cumming, 2002).

No que se refere ao financiamento faseado, Sahlman (1990:506) refere que “*the most important mechanism for controlling the venture is staging the infusion of capital*”. Na verdade, uma forma das SCR reterem alguma opção de parar, prematuramente, o investimento num projecto é faseando o seu financiamento ao longo das sucessivas rondas (v.g., Gompers, 1995; Sweeting e Wong, 1997). No entanto, o financiamento faseado, por sua vez, pode levar a comportamentos oportunistas quer por parte da SCR, quer por parte do empresário (v.g., Smith, 1998; Bigus, 2002), o que conduz a problemas específicos de *moral hazard* com financiamento de capital próprio. Com efeito, segundo Smith (1998), as SCR podem ter comportamentos oportunistas (v.g., direitos *pre-emptive*, *redemption*, *tag-along*, *drag-along*) e, de acordo com aquele autor, uma forma de os empresários se

protegerem é confiarem no mercado da reputação. Mas, o financiamento faseado também pode levar a comportamentos oportunistas por parte do empresário (Bigus, 2002), sob a forma especial de *moral hazard* empresarial designada de *security incentive*. Segundo este autor, há várias formas de mitigar esta situação. Uma delas é através do financiamento total no início. Bigus (2002) refere também que se pode mitigar o *moral hazard* dos empresários e das SCR, quando as partes acordam *ex-ante* que os termos financeiros de futuras fases devem depender da *performance* de fases anteriores (v.g., Kaplan e Strömberg, 2000). Contudo, esta situação poderá originar outra forma de *moral hazard* empresarial, que surge em consequência do financiamento faseado: *window dressing* (Cornelli e Yosha, 2002). Segundo estes autores um desenho apropriado de títulos convertíveis previne tais comportamentos. Daí que o financiamento de capital de risco seja caracterizado pelo extensivo uso de títulos convertíveis e financiamento faseado (v.g., Bascha e Walz, 2001; Cornelli e Yosha, 2002), fornecendo uma atitude disciplinar (Gompers, 1995).

Por fim, quanto aos principais convénios contratuais, convém referir que o contrato também especifica os direitos de controlo: quem pode tomar decisões, que decisões e em que circunstâncias (Hellmann, 1998; Kaplan e Strömberg, 2000). Sendo assim, podemos ter como principais convénios contratuais: convénios restritivos (v.g., Sahlman, 1990), convénios *earn-out* (v.g., Sahlman, 1990), cláusulas de anti-diluição (v.g., Sahlman, 1990; Kaplan et al., 2003), direitos *pre-emptive* e os direitos de *first-refusal* (v.g., Allen e Song, 2002), cláusulas de *vesting* e de não concorrência (v.g., Kaplan et al., 2003), direitos de *redemption* (v.g., Kaplan e Strömberg, 2000; Houben, 2002).

No que concerne às actividades pós-investimento (a supervisão e o aconselhamento), é comumente aceite que as SCR não só supervisionam as actividades de negócio das suas empresas participadas, como também fornecem serviços adicionais para além do dinheiro, tais como: formulação da estratégia de negócio e planos de marketing; actuar como um *sounding board* para a equipa empresarial; supervisionar a *performance* operacional; supervisionar a *performance* financeira; obter fontes alternativas de financiamento de capital próprio; obter fontes alternativas de financiamento de capital alheio; *interface* com o grupo de investidores; preencher a equipa de gestão *senior* (recrutar e seleccionar); desenhar compensações para os empregados e negociar com clientes e fornecedores. (v.g., MacMillan et al., 1989; Gorman e Sahlman, 1989; Sapienza, 1992; Rosenstein et al., 1993; Ehrlich et al., 1994; Shefczyk e Gerpott, 2001; Jain, 2001; Kaplan e Strömberg, 2001, 2002; Hellmann e Puri, 2002; Bruton et al., 2002; Wang et al., 2002; Busenitz et al., 2004). De toda a panóplia de actividades, há um largo consenso na literatura dos EUA, Europa e Ásia (v.g., MacMillan et al., 1989; Gorman e Sahlman, 1989; Sapienza et al., 1996; Morris et al., 2000; Schefczyk e Gerpott, 2001; Bruton et al., 2002) que as actividades estratégicas (Sapienza, 1992), tais como actuar como *sounding board*, são as mais importantes, quer do ponto de vista das SCR, quer do ponto de vista dos empresários.

Como as SCR não são homogéneas no nível de envolvimento que aplicam nas empresas participadas (v.g., Gorman e Sahlman, 1989; MacMillan et al., 1989; Elango et al., 1995; Lerner, 1995) é vital, para o sucesso da relação entre as partes, que haja um enquadramento entre o nível de envolvimento que a empresa participada pretende e as capacidades e orientação da SCR (Morris et al., 2000; Kaplan e Strömberg, 2002; Busenitz et al., 2004); pois a questão de se ser mais envolvido com as empresas participadas, ou não, depende muito da estratégia de uma particular SCR e dos seus recursos válidos (Sweeting e Wong, 1997). Daí que o estilo *hands-off* das actividades pós-investimento pode facilitar a expansão do capital de risco dadas as limitações dos

recursos internos (Sweeting e Wong, 1997; Schefczyk e Gerpott, 2001; Busenitz et al., 2004). Mas, para que a relação pós-investimento *hands-off* seja bem sucedida é vital que haja uma mútua confiança (Sapienza et al., 1996; Sweeting e Wong, 1997). Daí que é vital entender como se processa o relacionamento entre a SCR e a empresa participada (v.g., Ehrlich et al., 1994), mais concretamente os factores que promovem a cooperação entre as partes (Cable e Shane, 1997), porque uma relação de cooperação entre empresários e as SCR não só é mais importante para a *performance* dos projectos do que o fornecimento de capital de risco em si mesmo, como destruir essa cooperação pode resultar em perda total do investimento (Sweeting e Wong, 1997). Há autores (v.g., Busenitz et al., 2004) que defendem que com comunicações melhores, mais frequentes e mais transparentes entre os empresários e as SCR obtém-se mais escolhas de estratégia cooperativa.

### 3. – Sobre a identificação do contributo das SCR

Há uma vasta literatura sobre o capital de risco cujos autores defendem que os *inputs* não financeiros de uma SCR adicionam valor, chegando mesmo alguns autores a afirmar que a SCR adiciona valor mesmo antes de decidir investir no projecto de investimento, ou seja, defendem que a maior fonte de valor adicionado da SCR está na sua capacidade para originar, triar e avaliar empresas promissoras (v.g., Smith, 1998; Jain, 2001; Hellmann e Puri, 2002; Kaplan e Strömberg, 2002).

Indubitavelmente que existe na literatura um claro reconhecimento de que as SCR acrescentam valor às suas participadas (v.g., MacMillan et al., 1989; Gorman e Sahlman, 1989; Sahlman, 1990; Sapienza, 1992; Rosenstein et al., 1993; Sapienza et al., 1996; Kaplan e Strömberg, 2000; Morris et al., 2000; Kirilenko, 2001; Hellmann e Puri, 2002; Busenitz et al., 2004), ao nível: da credibilidade, reputação e sinalização de qualidade perante terceiros (v.g., Lam, 1991; Lerner, 1995; Berglund e Johansson, 1999; Wang et al., 2002; Bruton et al., 2002; Engel, 2002; Hsu, 2002); do maior profissionalismo na equipa de gestão (v.g., Florin, 2004) e da disciplina (v.g., Jain, 2001; Smith, 2001).

Estas contribuições são traduzidas em *cash flows* incrementais para a empresa em termos de receitas ou diminuição de custos, melhorando a *performance* da empresa participada (Sapienza et al., 1996) e diminuindo o risco dos *cash flows* (Lam, 1991).

Há que lembrar que, segundo alguns autores (v.g., Sweeting e Wong, 1997; Gifford, 1997; Schefczyk e Gerpott, 2001; Jain, 2001), nem todas as SCR adicionam o mesmo valor nas suas participadas. Na verdade, as SCR são heterogéneas não só no que se refere à qualidade dos serviços que fornecem, mas também no que concerne à reputação que transmitem para o exterior (Sahlman, 1990; Gompers, 1995; Hsu, 2002).

## III – DEFINIÇÃO DA METODOLOGIA E CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

### 1. – Amostra

Partindo de várias reuniões com a Associação Portuguesa de Capital de Risco (APCRI) e por via da análise minuciosa dos seus anuários de 2001, 2002 e 2003 (prática largamente utilizada por estudos anteriores, v.g., Bascha e Walz, 2001; Schefczyk e Gerpott, 2001; Allen e Song, 2002; Vinig e Haan, 2002), os quais permitem

aceder a informação de 2000, 2001 e 2002, observou-se que seis SCR poderão ser consideradas representativas de todas as SCR a operar em Portugal. Na verdade, essas seis SCR representam cerca de 75% de todas as empresas participadas; 86% do volume total de fundos geridos e 80% do volume total de fundos aplicados. Pelo que este conjunto significativo de SCR constitui a nossa amostra, sobre a qual irá incidir o presente estudo. Aliás, estudos muito recentes sobre o capital de risco, também incidiram a sua análise tendo como referência a perspectiva das SCR (v.g., Shefczyk e Gerpott, 2001; Kaplan e Strömberg, 2002).

## 2. – Entrevistas exploratórias

Uma vez identificada a amostra representativa das SCR em Portugal e no sentido de elaborar o questionário, estabeleceu-se, em primeiro lugar, contactos com algumas dessas SCR no sentido de disponibilizarem informação (v.g., nome da empresa, telefone e nome da pessoa a contactar) acerca das suas empresas participadas que fossem representativas da sua carteira de investimentos, com o intuito de efectuar entrevistas exploratórias. Este procedimento deve-se ao facto da informação acerca das empresas participadas estar estritamente circunscrita ao domínio das SCR a cujo portfólio pertencem (v.g., Hege et al., 2003).

Pelo que se obteve uma panóplia de empresas participadas muito diversificada, na medida em que diziam respeito a vários sectores de actividade; a várias fases de desenvolvimento; a vários tamanhos de investimento; a vários distritos e tanto a empresas que obtiveram o investimento de capital de risco pela primeira vez, como a empresas que já obtiveram o investimento de capital de risco mais do que uma vez. O cuidado pela diversidade tem sido também uma constante preocupação em estudos anteriores (v.g., Kaplan e Strömberg, 2000, 2002).

Tal como no estudo de Kaplan e Strömberg (2000, 2002) e de Kaplan et al. (2003), houve a preocupação que se obtivesse empresas participadas cujo investimento de capital de risco tivesse terminado recentemente ou que ainda estivesse a decorrer, há pelo menos dois anos (v.g., Bruton et al., 2002). Deste modo, obteve-se 34% dos casos cujo desinvestimento já tinha ocorrido, o mais tardar em 2000; e para 66% dos casos, o investimento do capital de risco ainda estava em curso, tendo iniciado o mais tardar em 1999. Este facto é bom, segundo aqueles autores, por dois motivos: primeiro, denota que a amostra é composta por investimentos recentes, pelo que os resultados irão reflectir as práticas correntes no financiamento de capital de risco; segundo, diminui a probabilidade de as SCR seleccionarem as suas participadas tendo em conta os resultados finais.

Procedeu-se de seguida aos contactos com as empresas participadas, que deram lugar a deslocações individuais às instalações de cada uma delas entre Fevereiro e Julho de 2003. Efectuaram-se, portanto, várias reuniões com elementos que pertenciam, no mínimo, ao conselho de administração (v.g., Hellmann e Puri, 1999; Bruton et al., 2002; Hsu, 2002), o que por si só dificultava a marcação de tais reuniões por questões de agenda dos próprios. O objectivo dessas reuniões pautou-se por auscultar sobre o que cada empresa tinha vivenciado, ou estava a vivenciar, no que se refere às temáticas tratadas neste estudo e, por conseguinte, obter uma base de trabalho que permitisse, conjuntamente com a revisão de literatura, elaborar um questionário que transmitisse, a quem o preenchesse e a quem tratasse os dados, uma aproximação máxima à realidade. Para que se pudesse ter uma linha de orientação e uma base de conversação comum a todas as empresas participadas, procedeu-se a entrevistas semi-estruturadas, para que se pudesse, por um lado, dar liberdade ao entrevistado para relatar casos e pormenores muito específicos, garantindo, por outro, que os mesmos assuntos tivessem sido abordados por todos

os entrevistados. Para que mais tarde se pudesse esclarecer qualquer dúvida, procedeu-se à gravação de todo o teor das entrevistas (permite apreender e entender o seu pensamento cognitivo) (v.g., Hellmann e Puri, 2002), o que obteve total consentimento por parte dos entrevistados, para fins meramente académicos.

### 3. – Elaboração da 1.<sup>a</sup> versão do questionário e pré-teste

Sendo assim, tendo em conta a informação da revisão de literatura e a informação recolhida no terreno passou-se, no âmbito do presente estudo, para a fase de elaboração do questionário, o qual contém questões e opções de resposta que não constam na revisão de literatura, mas que são o resultado da *field research* efectuada.

Das seis SCR representativas do sector em Portugal, seleccionaram-se duas para efectuarem pré-testes, o que conduziu a novas deslocações *in loco* entre Outubro e Novembro de 2003. Este procedimento permitiu que o conteúdo do referido questionário fosse melhorado de uma forma contínua. Aliás, como é prática em vários estudos anteriores (v.g., Vinig e Haan, 2002; Hsu, 2002; Hege et al., 2003).

### 4. – Aplicação da versão definitiva do questionário

Uma vez obtida a versão definitiva do questionário<sup>3</sup>, efectuaram-se novamente deslocações a cada uma das seis SCR referidas, entre Janeiro e Abril de 2004, com o intuito de aplicar o questionário a um representante de cada SCR cuja função fosse, no mínimo, *CEO* ou *CFO* (v.g., Schefczyk e Gerpott, 2001; Hsu, 2002) e com experiência, no terreno, a lidar com as empresas participadas. O questionário foi preenchido presencialmente, em voz alta, e todos os conceitos técnicos subjacentes foram oportunamente esclarecidos. E, para que todas as especificidades de cada uma das SCR, que entretanto fossem relatadas, não fossem descuradas, procedeu-se à gravação de todo o teor da reunião (permite apreender e entender o seu pensamento cognitivo) (v.g., Hellmann e Puri, 1999, 2002), mais uma vez com o consentimento dos inquiridos, para fins meramente académicos.

É conveniente enfatizar que, para responder ao questionário, foi pedido a cada SCR, que constituem a amostra do presente estudo, para se cingirem às opções de resposta que correspondessem às vivências mais comuns no seu portfólio de investimentos, podendo até, em todas as questões, indicar outra opção de resposta que relatasse melhor a realidade dessa carteira de investimentos.

À semelhança dos estudos de Hellmann e Puri (1999), de Bascha e Walz (2001), de Vinig e Haan (2002), de Bruton et al. (2002) e de Cumming (2002), a opção de utilizar questionários com preenchimento presencial e entrevistas semi-estruturadas gravadas deve-se à necessidade de ultrapassar a limitação de baixas respostas ao questionário por carta ou por *e-mail* e à entrevista por telefone. Deste modo, aumentou-se a qualidade dos dados recolhidos. Tal abordagem de pesquisa ultrapassa a frustração inerente que está associada aos questionários por carta ou por *e-mail*, em que, muitas vezes, constata-se que há uma lacuna nos conceitos e terminologia dos *practitioners*, sendo, muitas vezes, percebidos como não compreendidos.

Convém salientar que, à semelhança de Kirilenko (2001), no aspecto específico de análise dos mecanismos de contratação somente se irá focar na ronda inicial de financiamento. E, como, infelizmente os termos dos

---

<sup>3</sup> O questionário poderá ser disponibilizado a quem o solicitar.

contratos não são públicos, as análises têm que se reger por fontes secundárias, confiando no inquérito e na recolha de informação por parte das SCR (v.g., Smith, 1998; Bascha e Walz, 2001; Hege et al., 2003).

Para testar a coerência das respostas, foram colocadas algumas questões de controlo (v.g., III.44 *versus* III.57; III.40 *versus* III.47 e I.A.11).

Tal como no estudo de Cumming (2002), por razões de confidencialidade, os dados não são apresentados por SCR individualmente e usou-se estatísticas descritivas, da mesma forma que nos estudos de Jain (2001) e de Vinig e Haan (2002).

## 5. – Especificação dos Principais Objectivos Genéricos e Específicos

A pesquisa tem por base três objectivos genéricos que correspondem aos três temas tratados na revisão da literatura. Dentro de cada objectivo genérico, decompõem-se os vários objectivos específicos da seguinte forma:

Objectivo 1 - Identificar os factores de selecção que levaram as empresas participadas a solicitar o investimento do capital de risco.

- a) Verificar, quais as fontes de financiamento mais utilizadas pelas empresas participadas antes, durante e após o investimento do capital de risco;
- b) Identificar as razões que levaram as empresas participadas a aderir/procurar o investimento do capital de risco;
- c) Conhecer o que as empresas participadas devem ter em consideração para localizar a SCR adequada;
- d) Identificar os critérios e as preferências de investimento das SCR aquando a análise das propostas de investimento;
- e) Apontar as razões das dificuldades de acesso das empresas portuguesas ao capital de risco.

Objectivo 2 - Identificar as formas de intervenção das SCR nas suas empresas participadas.

- a) Identificar em que fase do ciclo de vida das empresas participadas o recurso ao investimento do capital de risco é mais solicitado;
- b) Conhecer a repartição de propriedade, nas empresas participadas, pelos detentores de capital, antes/durante e após o investimento de capital de risco;
- c) Enumerar cláusulas que constem do contrato parassocial;
- d) Identificar formas de supervisão e actividades pós-investimento desempenhadas pelas SCR nas empresas participadas;
- e) Apontar variáveis a ter em conta no relacionamento entre a SCR e a empresa participada.

Objectivo 3 - Identificar o contributo das SCR, após o desinvestimento, para as empresas participadas.

- a) Identificar o que se denota de diferente nas empresas participadas, após o desinvestimento das SCR.

Sendo assim, a parte II do questionário irá responder ao objectivo 1, a parte III ao objectivo 2 e a parte IV ao objectivo 3.

#### IV – APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS PRINCIPAIS RESULTADOS

É importante referir que não só se irá apresentar a súmula dos resultados, como, para a maior parte dos casos, só se irá expor as opções de resposta que foram mais seleccionadas pelos inquiridos.

Sendo assim, para dar resposta ao Objectivo 1a) temos a questão II.21 do questionário, em que se observa que, antes do investimento da SCR, os sócios/accionistas, utilizam preferencialmente o capital próprio interno (v.g., sócios/accionistas, amigos, família) e o empréstimo bancário de curto prazo como fontes de financiamento. O que demonstra um potencial perigo de falta de liquidez, colocando em causa o equilíbrio financeiro de curto prazo. Durante e após o investimento da SCR, as fontes de financiamento mais utilizadas dizem respeito a origens de fundos com carácter de médio/longo prazo, o que permite às empresas participadas obter melhor solvabilidade e, por conseguinte, melhor equilíbrio financeiro de médio/longo prazo. Deste modo, as empresas participadas conseguem transmitir para o exterior maior credibilidade e garantias.

Realce-se que os *business angels* não foram seleccionados por nenhum dos inquiridos, tendo sido referido por estes que aquela figura não existe formalmente em Portugal.

No que diz respeito ao Objectivo 1b), a resposta à questão II.24 é clara em demonstrar que a iniciativa está, por norma, do lado das empresas participadas. Pelo que na questão II.26 podemos conhecer as principais razões das empresas participadas procurarem o capital de risco, que são, por ordem decrescente de importância: Injectar capital próprio na empresa, usufruir da rede de contactos e recuperar/reestruturar a empresa.

No que concerne ao Objectivo 1c), constata-se, através da questão II.27, que as empresas participadas devem ter em consideração, principalmente, por ordem decrescente de importância, os critérios de investimento das SCR, as preferências de investimento das SCR e o contributo da SCR para além da injeção de fundos.

Para responder ao Objectivo 1d), temos a questão II.31, cujas respostas mais significativas são, com o mesmo grau de importância, as características do promotor, as características do projecto/produto; as características da equipa de gestão e o peso dos capitais próprios internos.

Para dar resposta ao Objectivo 1e), foi colocada a questão II.36, donde se destaca a seguinte opção de resposta: falta de transparência/confusão entre património pessoal e património da empresa.

No que concerne ao Objectivo 2a), constata-se que, através da questão III.42, as fases do ciclo de vida dizem respeito, essencialmente, por ordem decrescente de importância, aos estádios de crescimento, diversificação e maturidade. O que pode revelar, por um lado, a protecção do projecto de investimento por parte do empresário até que esteja em posição de efectuar negociações com as SCR, por outro, a propensão das SCR para investirem somente nas fases *later*.

Para dar resposta ao Objectivo 2b), temos a questão III.44, em que as opções de resposta mais seleccionadas indicam que o capital social das empresas participadas passa cerca de 35% para a posse da SCR, permanecendo o remanescente nas mãos dos promotores/accionistas do projecto. Após o desinvestimento da SCR, a totalidade

da propriedade volta, na maioria dos casos, para as mãos dos promotores, uma vez que a forma de desinvestimento mais comum das SCR é a recompra.

Como resposta ao Objectivo 2c), na questão III.46 verifica-se que as opções mais seleccionadas foram as que se referiam à participação através de acções ordinárias; ao investimento com entrada gradual de fundos durante um determinado prazo; à fracção de propriedade de cada accionista/direito de voto/dividendos e de informação; à representação no Conselho de Administração; às medidas de *performance* explícitas / contratualização do *business plan* e à periodicidade e tipo de informação a fornecer.

Relativamente ao Objectivo 2d) temos a análise à questão III.50, que permitiu que se procedesse à enumeração das actividades que as SCR desempenham nas empresas participadas (questão III.50.a), que se expõem da seguinte forma, por ordem decrescente de importância: A nível estratégico - actuar como um *sounding board* / gerar e discutir ideias e disponibilizar a rede de contactos (nacional e internacional); A nível financeiro - supervisionar a *performance* financeira.

Tendo em conta o Objectivo 2e), observa-se que, através da análise à questão III.53, a intervenção das SCR na gestão rege-se, principalmente, por ordem decrescente de importância, por premissas de confiança/seriedade/transparência e rigor e por ter objectivos bem definidos e clareza no contrato parassocial.

A resposta ao Objectivo 3a) é obtida pela análise da questão IV.59. Por conseguinte, as opções de resposta mais seleccionadas, por ordem decrescente de importância foram: Maior disciplina / rigor / transparência / exigência / profissionalismo e estratégia sustentada / análise de desvios.

A esmagadora maioria das opções de resposta seleccionadas relativamente ao valor acrescentado, são uma consequência das actividades que as SCR desempenham nas suas participadas (questão III.50.a).

## V – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÃO FUTURA

No processo de escolha das SCR, as empresas participadas têm, essencialmente, em conta os critérios de investimento das SCR (v.g.: características do promotor, do projecto, da equipa de gestão).

Nas formas de intervenção das SCR, há a realçar que: a forma de financiamento dominante diz respeito às acções ordinárias; os fundos são entregues de uma forma gradual durante um determinado prazo; as SCR, essencialmente, actuam como um *sounding board*, disponibilizam a rede de contactos e supervisionam a *performance* financeira.

Quanto ao contributo das SCR, estas, para além da injeção de fundos, aportam, essencialmente, maior disciplina, rigor, transparência, exigência e profissionalismo para as suas empresas participadas.

Poder-se-ão apontar algumas críticas ao presente trabalho, uma vez que tal como no estudo de Kaplan e Strömberg (2000) e de Kaplan et al. (2003) não se teve acesso aos contratos parassociais, pelo que a confidencialidade dos dados impõe algumas limitações.

Poder-se-ão apontar algumas sugestões para investigação futura, a saber: Avaliar implicações na *performance ex-post* da empresa participada pelo facto de seleccionar uma particular SCR (Hsu, 2002),

incluindo na amostra tanto desinvestimentos com sucesso como com insucesso (Engel, 2002); Aplicar uma análise multi-período aos contratos parassociais (Ayayi, 2002).

## VI - REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALLEN, F.; SONG, W., 2002, “*Venture Capital and Corporate Governance*”, Wharton Financial Institutions Center 03-05.
- AYAYI, A., 2002, “*Optimal Capital Structure and the Interactions Between New Venture Investment and Venture Capital Finance*”, Faculty of Business, Ryerson University, Working Paper.
- BASCHA, A.; Walz, U., 2001, “*Financing Practices in the German Venture Capital Industry An Empirical Assessment*”, Department of Economics, University of Tübingen, Working Paper.
- BERGER, A. N.; UDELL, G. F., 1998, “*The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*”, *Journal of Banking & Finance*, 22, pp. 613-673.
- BERGLUND, T.; JOHANSSON, E., 1999, “*The Entrepreneur’s Initial Contact with a Venture Capitalist. – Why good projects may choose to wait*”, Swedish School of Economics and Business Administration, Working Paper.
- BIGUS, J., 2002, “*Moral Hazard by Inside Investors in the Context of Venture Financing*”, Working Paper, University of Hamburg.
- BRUTON, D. G.; MANIGART, S.; FRIED, V.; SAPIENZA, H. J., 2002, “*Venture Capitalists in Asia: A Comparison with the US and Europe*”, Vlerick Working Papers 2002/15.
- BUSENITZ, L. W.; FIET, J.O.; MOESEL, D.D., 2004, “*Reconsidering the venture capitalists’ “value added” proposition: An interorganizational learning perspective*”, *Journal of Business Venturing*, article in press.
- CABLE, D. M.; SHANE, S., 1997, “*A Prisoner’s Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships*”, *Academy of Management Review*, 22, pp. 142-176.
- CORNELLI, F.; YOSHA, O., 2002, “*Stage Financing and the Role of Convertible Securities*”, Working Paper, London Business School e Tel Aviv University.
- CUMMING, D. J., 2002, “*Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital*”, School of Business, University of Alberta, Working Paper.
- EHRlich, S. B.; DE NOBLE, A. F.; MOORE, T.; WEAVER, R. R., 1994, “*After the Cash Arrives: A Comparative Study of Venture Capital and Private Investor Involvement in Entrepreneurial Firms*”, *Journal of Business Venturing*, 9, pp. 67-82.
- ELANGO, B.; FRIED, V. H.; HISRIC, R. D.; POLONCHEK, A., 1995, “*How Venture Capital Firms Differ*”, *Journal of Business Venturing*, 10, pp. 157-179.
- ENGEL, D., 2002, “*The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation*”, Centre for European Economic Research, Discussion Paper n.º 02-02.

- FAIRCHILD, R., 2002, "Financial Bargaining Between Managers and Venture Capitalists", Working Paper.
- FLORIN, J., 2004, "Is venture capital worth it? Effects on firm performance and founder returns", *Journal of Business Venturing*, article in press.
- FRIED, V. H.; HISRICH, R. D., 1994, "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making", *Financial Management*, 23, pp. 28-37.
- GOMPERS, P. A., 1995, "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", *The Journal of Finance*, 50, pp. 1461-1489.
- GORMAN, M.; SAHLMAN, W. A., 1989, "What Do Venture Capitalists Do?", *Journal of Business Venturing*, 4, pp. 231-248.
- HEGE, U.; PALOMINO, F.; SCHWIENBACHER, A., 2003, "*Determinants of Venture Capital Performance: Europe and the United States*", HEC School of Management, Tilburg University, University of Namur, Working Paper.
- HELLMANN, T., 1998, "The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts", *Rand Journal of Economics*, 29, pp. 57-76.
- HELLMANN, T.; PURI, M., 1999, "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", Stanford University, Working Paper.
- HELLMANN, T.; PURI, M., 2002, "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence", *The Journal of Finance*, 1, pp. 169-197.
- HOUBEN, E., 2002, "*Venture Capital, Double-sided Adverse Selection, and Double-sided Moral Hazard*", Working Paper, University of Kiel.
- HSU, D. H., 2002, "What do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?", University of Pennsylvania Wharton School Working Paper.
- JAIN, B. A., 2001, "Predictors of Performance of Venture Capitalist-Backed Organizations", *Journal of Business Research*, 52, pp. 223-233.
- KAPLAN, S. N.; MARTEL, F.; STRÖMBERG, P., 2003, "*How do Legal Differences and Learning Affect Financial Contracts?*", NBER Working Paper n.º w10097.
- KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P., 2000, "*Financial Contracting Meets the Real World: An Empirical Study of Venture Capital Contracts*", Working Paper, University of Chicago.
- KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P., 2001, "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring", *The American Economic Review*, 91, pp. 426-430.
- KAPLAN, S. N.; STRÖMBERG, P., 2002, "*Characteristics, Contracts and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*", Working Paper, University of Chicago.
- KIRILENKO, A. A., 2001, "Valuation and Control in Venture Finance", *The Journal of Finance*, LVI, pp. 565-587.

- LAM, S. S., 1991, "Venture Capital Financing: A Conceptual Framework", *Journal of Business Finance and Accounting*, 18, pp. 137-149.
- LERNER, J., 1995, "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms", *The Journal of Finance*, 50, pp. 301-318.
- MACMILLAN, I. C.; KULOW, D. M.; KHOYLIAN, R., 1989, "Venture Capitalists' Involvement in their Investments: Extent and Performance", *Journal of Business Venturing*, 4, pp. 27-47.
- MORRIS, M. H.; WATLING, J. W.; SCHINDEHUTTE, M., 2000, "Venture Capitalist Involvement in Portfolio Companies: Insights from South Africa", *Journal of Small Business Management*, 38, pp. 68-77.
- ROSENSTEIN, J.; BRUNO, A. V.; BYGRAVE, W. D.; TAYLOR, N. T., 1993, "The CEO, Venture Capitalists, and the Board", *Journal of Business Venturing*, 8, pp. 99-113.
- SAHLMAN, W. A., 1990, "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, 27, pp. 473-521.
- SAPIENZA, H. J., 1992, "When do Venture Capitalists Add Value?", *Journal of Business Venturing*, 7, pp. 9-27.
- SAPIENZA, H. J.; MANIGART, S.; VERMEIR, W., 1996, "Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries", *Journal of Business Venturing*, 11, pp. 439-469.
- SCHEFCZYK, M.; GERPOTT, T. J., 2001, "Management Support for Portfolio Companies of Venture Capital Firms: An Empirical Study of German Venture Capital Investments", *British Journal of Management*, 12, pp. 201-216.
- SHEPHERD, D. A.; ETTENSON, R.; CROUCH, A., 2000, "New Venture Strategy and Profitability: A Venture Capitalist's Assessment", *Journal of Business Venturing*, 15, pp. 449-467.
- SMITH, D.G., 1998, "Venture Capital Contracting in the Information Age", *The Journal of Small and Emerging Business Law*, V.2, 1, pp. 133-174.
- SMITH, G., 2001, "How Early Stage Entrepreneurs Evaluate Venture Capitalists", Northwestern School of Law of Lewis & Clark College, Working Paper.
- SWEETING, R. C.; WONG, C. F., 1997, "A UK "Hands-off" Venture Capital Firm and the Handling of Post-Investment Investor-Investee Relationships", *Journal of Management Studies*, 34, pp. 125-152.
- VINIG, T.; DE HAAN, M., 2002, "How do Venture Capitalists Screen Business Plans – Evidence from the Netherlands and the US", Working Paper, University of Amsterdam.
- WANG, C. K.; WANG, K.; LU, Q., 2002, "Do Venture Capitalists Add Value? A Comparative Study between Singapore and US", *Applied Financial Economics*, 12, pp. 581-588.