



**UNIVERSIDADE DE ÉVORA**

**ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS**

DEPARTAMENTO DE GESTÃO

***Business Angels: a forma como o empresário, o investidor e a empresa influenciam o montante investido***

***Alexandre Jorge Barros da Cruz***

Orientação: Prof<sup>a</sup> Doutora Elisabete Gomes Santana Félix

**Mestrado em Gestão**

Área de especialização: *Finanças*

Dissertação

Évora, 2016



**UNIVERSIDADE DE ÉVORA**

**ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS**

DEPARTAMENTO DE GESTÃO

***Business Angels: a forma como o empresário, o investidor e a empresa influenciam o montante investido***

***Alexandre Jorge Barros da Cruz***

Orientação: Prof<sup>a</sup> Doutora Elisabete Gomes Santana Félix

**Mestrado em Gestão**

Área de especialização: *Finanças*

Dissertação

Évora, 2016

## Dedicatória

Dedico esta dissertação aos meus pais, pelo incentivo e pelo apoio demonstrado em todas as minhas decisões, e por me facultarem os meios necessários para que pudesse prosseguir com os meus estudos.

Quero também deixar a minha homenagem ao meu fiel amigo de quatro patas, Bruce, que infelizmente me deixou durante a realização deste trabalho, e em quem eu sempre pensei nos momentos de maior aflição.

## **Resumo**

Este estudo pretende determinar a influência das características do empresário, das características do investidor e das características da empresa sobre o montante inicialmente investido pelos BA. Para esse efeito, recorreu-se a uma amostra extraída da base de dados da *Kauffman Foundation*, cujos dados dizem respeito a BA dos E.U.A.. Analisaram-se as estatísticas descritivas e as hipóteses foram testadas através de seis modelos de regressão linear múltipla. Os resultados obtidos mostram que seis dos nove fatores identificados dizem respeito ao empresário e à equipa de gestão.

## **Palavras-chave:**

Business Angels, Investimento, Características do Empresário, Características do Investidor, Características da Empresa.

# **The entrepreneurs' profile determines Business Angels' investment? – The Portuguese case.**

## **Abstract**

This study aims to determine the influence of entrepreneur characteristics, investor characteristics and the characteristics of the company on the amount initially invested by BA. For this purpose, we used a sample extracted from Kauffman Foundation database, whose data refer to BA from the United States of America. We performed descriptive statistics and hypotheses were tested through six models of multiple linear regression. The results show that six of the nine factors identified are related to the entrepreneur and management team.

## **Keyword:**

Business Angels, Investment, Entrepreneur Characteristics, Investor Characteristics, Company Characteristics.

## **Agradecimentos**

Gostaria de agradecer à Professora Elisabete Félix, pela orientação prestada durante a realização do trabalho, e também pelo interesse e disponibilidade manifestados.

Agradeço também a toda a equipa docente do Departamento de Gestão, pelos conhecimentos transmitidos e pela excelência na qualidade do ensino.

Por último, agradeço à minha família e amigos, pelo apoio que sempre me deram, especialmente à minha mãe, pela enorme paciência, e pelo incansável apoio, que tão importantes foram para mim durante todo este processo.

## ÍNDICE

<b>Índice de Figuras .....</b>	<b>8</b>
<b>Índice de Tabelas .....</b>	<b>9</b>
<b>Listagem de Abreviaturas ou Siglas .....</b>	<b>10</b>
<b>Capítulo 1 – INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha .....	12
1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos.....	14
1.3. Metodologia .....	15
1.4. Estrutura do Trabalho.....	16
<b>Capítulo 2 - REVISÃO BIBLIOGRÁFICA .....</b>	<b>18</b>
2.1. Introdução .....	18
2.2. Enquadramento.....	24
2.3. Quem são os BA? Como investem?.....	30
2.4. <i>Fatores que influenciam a decisão de investimento</i> .....	34
2.4.1. <i>O empresário e a equipa de gestão</i> .....	36
2.4.2. <i>Características do produto/serviço</i> .....	37
2.4.3. <i>O mercado</i> .....	38
2.4.4. <i>Critérios Financeiros</i> .....	39

2.4.5. <i>O Plano de Negócios e a apresentação do empresário</i> .....	40
<b>Capítulo 3 – Metodologia de Investigação</b> .....	<b>44</b>
3.1. Objetivos e Hipóteses .....	44
3.2. A amostra .....	47
3.3. As variáveis de estudo.....	50
3.4. O modelo empírico.....	58
<b>Capítulo 4 – Análise de Resultados</b> .....	<b>62</b>
4.1. Caracterização da amostra e análise descritiva .....	62
4.2. Análise dos resultados dos modelos empíricos .....	71
<b>Capítulo 5 – Conclusões</b> .....	<b>86</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>91</b>



## ÍNDICE DE FIGURAS

	Pág.
Figura nº1: Dependência bancária na Europa e nos E.U.A.....	19
Figura nº2: Proveniência dos fundos de capital de risco.....	26
Figura nº3: Investimento em capital de risco (mercado informal).....	27
Figura nº4: Coinvestimento no mercado informal de capital de risco.....	27
Figura nº5: Percentagem de investimentos por região.....	28
Figura nº6: Percentagem de investimentos por setor.....	29
Figura nº7: Percentagem de montantes investidos por região.....	29
Figura nº8: Percentagem de montantes investidos por setor.....	30

## ÍNDICE DE TABELAS

	Pág.
Tabela nº1: Enumeração das variáveis e respetivas nomenclaturas.....	55
Tabela nº2: Intervalos das variáveis do grupo <i>Características do Investidor</i> .....	56
Tabela nº3: Intervalos das variáveis do grupo <i>Características da Empresa</i> .....	57
Tabela nº4: Resumo dos impactos das variáveis observados na literatura e expectativas para o presente trabalho.....	58
Tabela nº5: Evolução na validação dos pressupostos dos modelos de regressão linear múltipla.....	60
Tabela nº6: Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo <i>Características do Investidor</i> .....	62
Tabela nº7: Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo <i>Características da Empresa</i> .....	64
Tabela nº8: Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo <i>Características do Empresário</i> , subgrupo <i>Natureza do Investimento</i> .....	66
Tabela nº9: Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo <i>Características do Empresário</i> , subgrupo <i>Equipa de Gestão</i> .....	66
Tabela nº10: Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo <i>Características do Empresário</i> , subgrupo <i>Riscos do Investimento</i> .....	66
Tabela nº11: Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo <i>Características do Empresário</i> , subgrupo <i>Perceção do Investidor sobre o Empresário</i> .....	67
Tabela nº12: Matriz de Correlações.....	73
Tabela nº13: Resultados empíricos dos modelos de regressão linear múltipla.....	74
Tabela nº14: Resumo dos impactos das variáveis independentes sobre o montante investido pelos BA.....	85

## LISTAGEM DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

AIPP – Angel Investor Performance Project  
AnosEmpre – Anos do Empresário  
AnosExpSet – Anos de Experiência no Setor  
AnosInvest – Anos como Investidor  
BA – Business Angels  
BAN - Business Angels Network  
CEmpresa - Características da Empresa  
CEmpresário - Características do Empresário  
CfRápido – *Cash-flow* Rápido  
CInvestidor - Características do Investidor  
Coinv – Número de Coinvestidores  
CTécnico – Conhecimento Técnico  
dEarlySt – Variável *dummy* sobre o Tipo de Investimento (1 = *Early Stage*)  
DurCicloInv – Duração do Ciclo de Investimento  
E.U.A. – Estados Unidos da América  
ExpEquipaGes – Experiência da Equipa de Gestão  
ExpProfGE – Experiência Profissional em Grandes Empresas  
FormAcad – Formação Acadadémica  
GrupoInv – Grupo de Investidores  
InvestInicial – Investimento Inicial  
NovosObj – Novos Objetivos  
NumEmpFund – Número de Empresas Fundadas  
ObjExist – Objetivos Existentes  
PosCrescim – Posicionar Crescimento  
ReferOutros – Referências de Outros  
REmpresa – Risco da Empresa  
REquipaGes – Risco da Equipa de Gestão  
RFinanceiro – Risco Financeiro  
RMercado – Risco de Mercado  
ROI - *Return On Investment*  
SBA - *Small Business Administration*  
SCR – Sociedades de Capital de Risco

*SEC - United States Securities and Exchange Commission*

SeguirPlano – Seguir o Plano

TInvest – Total de Investimentos

TSaídas – Total de Saídas

VC – *Venture Capitalists*

# CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

## 1.1. Enquadramento do Tema e Justificações da Escolha

O capital de risco constitui, desde meados da década de cinquenta, uma de entre as diversas possibilidades de financiamento a que empresas e empresários podem recorrer para obter capital, quer seja para criar e desenvolver novas empresas ou produtos, quer se destine a expandir ou diversificar um negócio já existente.

Esta forma de financiamento surgiu no continente americano e, atualmente, encontra-se espalhada um pouco por todo o mundo, tendo-se consolidado na década de oitenta como uma fonte de financiamento com certa relevância, sobretudo nos maiores mercados de capital de risco: o mercado norte-americano e o mercado europeu.

Sucintamente, o mercado de capital de risco divide-se em dois grandes domínios. O primeiro, e aquele que ocupa ainda hoje uma posição de maior destaque, é o mercado formal de capital de risco. Este tipo de financiamento é disponibilizado por associações institucionalizadas, cujo mercado é regulamentado. O segundo mercado de capital de risco é o mercado informal, em que investidores privados (*Business Angels*) investem o seu próprio dinheiro, num mercado com menos restrições.

Nos Estados Unidos da América (E.U.A.), a regulamentação do mercado de capital de risco fica a cargo da *U. S. Securities and Exchange Commission* (SEC), um organismo governamental cujo campo de ação abrange três áreas fundamentais do investimento: Educação, Política e Assistência. O objetivo fundamental deste órgão é o de supervisionar os investimentos e evitar a fraude, de acordo com o estipulado nas leis federais da constituição americana.

Ao abrigo das leis federais, mais concretamente, do *Securities Act of 1933*<sup>1</sup> e das suas respetivas emendas, a atividade de investimento é regulamentada da seguinte forma:

---

<sup>1</sup> Fonte: *U.S. Securities and Exchange Commission*

*“(...) uma empresa ou fundo privado não poderá oferecer ou vender títulos a menos que a transação tenha sido registada na SEC.”; “Certas ofertas de valores mobiliários que estão isentas de registo podem apenas ser oferecidas, ou compradas por indivíduos que são investidores acreditados.”.*

Esta última transcrição traduz a separação entre as denominadas Sociedades de Capital de Risco (SCR) e os investidores privados. O mesmo documento define também o conceito de investidor acreditado, que engloba todas as pessoas que:

- *“tenham obtido rendimentos que ultrapassem os 200.000\$ (300.000\$ juntamente com um cônjuge) em cada um dos dois anos anteriores, e que seja razoavelmente expectável o mesmo para o presente ano”* ou;

- *“possuam um património líquido superior a 1\$ milhão, isoladamente ou juntamente com um cônjuge (excluindo o valor da residência principal da pessoa)”*.

Desta forma, os *Business Angels* (BA) podem investir de forma privada, de forma individual ou em grupo, estando apenas sujeito à regulamentação governamental, mas não tendo que obedecer a outras diretivas institucionais, dado que podem não estar institucionalizado como estão, por exemplo, os indivíduos que investem mediante SCR, no mercado formal de capital de risco.

Em ambas as vertentes, o capital de risco mantém-se uma temática atual e interessante, que pode contribuir fortemente para o desenvolvimento económico, desenvolvendo e evoluindo o tecido empresarial e criando postos de trabalho. Em períodos de elevada agitação económica e financeira, em que o acesso ao financiamento por via dos intermediários financeiros tradicionais (bancos) se torna mais complicado, o capital de risco pode ser uma alternativa credível, fiável e capaz.

Obter financiamento por parte destes investidores privados está sujeito a uma série de condições. O investimento privado pode ser influenciado por diversos fatores. Um elemento fundamental no processo de investimento por via de BA é o empresário que recebe o investimento, bem como a equipa de gestão do negócio, que possuem um conjunto de características que serão avaliadas pelos BA e que poderão determinar o

montante que será investido. Outros fatores prendem-se com o próprio investidor: o seu perfil de investimento e as suas características pessoais também poderão influenciar o seu investimento. Da mesma forma, também a própria empresa, com o tipo de atividade que desenvolve ou pretende vir a desenvolver, o setor em que compete ou pretende competir e as perspetivas de crescimento que manifesta poderão ser determinantes, em termos da decisão de investimento dos BA e do montante que envolve todo o processo.

A literatura nesta área é extensa, sendo possível identificar uma grande quantidade de características que podem estar presentes na generalidade dos empresários. De facto, a forma como tais características influenciam a decisão de investimento por parte de BA também tem sido estudada: há características que facilitam o investimento, mas outras parecem ser um entrave. É importante referir que não existe um padrão-tipo capaz de sintetizar quais são as características ideais que o empresário deve possuir quando se apresenta junto de potenciais investidores. Se bem que existem características dos empresários que são mais ou menos comuns e bem-vistas pelos BA, também estes últimos as valorizam de diferentes formas. Como tal, tudo dependerá da ponderação que cada investidor atribui a cada variável. Outros trabalhos ressaltam a importância do processo de investimento e da forma como o investidor atua durante toda a operação. O tipo de empresa que recebe o investimento, o mercado em que se desenvolve a sua atividade e os recursos financeiros necessários constituem outros dos temas abordados na literatura e que poderão influenciar o investimento dos BA.

## **1.2. Formulação do Problema e dos Objetivos**

Existem diversos fatores, relacionados com os empresários que requerem o investimento, com a empresa que recebe o investimento e com o investidor que o disponibiliza, que podem determinar o montante que é inicialmente investido pelos BA. Com o presente trabalho, procura-se estudar o impacto destes fatores na decisão de investimento levada a cabo pelos BA, no que concerne ao montante que é efetivamente disponibilizado aos empresários que o requerem. O problema de estudo que se coloca é o seguinte: quais são os fatores que determinam o montante inicialmente investido pelos

BA, e de que forma o fazem? Este estudo também provoca o surgimento das seguintes questões de investigação:

As características do empresário, as características do investidor e as características da empresa influenciam o montante inicialmente investido pelos BA? Se sim, de que forma o fazem?

O objetivo geral deste trabalho consiste em determinar a influência das características do empresário, das características do investidor e das características da empresa no montante inicialmente investido pelos BA. Como já foi referido, o empresário e a equipa de gestão surgem em muitos estudos realizados por outros investigadores que, ao longo do tempo, se têm debruçado sobre esta temática e salientado a importância da mesma. Por outro lado, uma vez que se pretende determinar a influência que se exerce sobre o montante inicialmente investido, devem igualmente ser tidos em conta outros fatores. Como tal, o primeiro objetivo específico consiste em identificar as características do empresário que influenciam o montante inicialmente investido pelos BA. O segundo objetivo específico consiste em identificar as características do investidor que influenciam o montante inicialmente investido pelos BA. Por último, o terceiro objetivo específico consiste em identificar as características da empresa que influenciam o montante inicialmente investido pelos BA.

Para o alcance dos objetivos do presente trabalho, foram criadas vinte hipóteses de trabalho.

### **1.3. Metodologia**

A fim de determinar a influência das características do empresário, das características do investidor e das características da empresa sobre o montante inicialmente investido pelos BA, recorreu-se à base de dados da *Kauffman Foundation*, criada no âmbito do *Angel Investment Performance Project (AIPP)*, um programa cujo objetivo consiste em facilitar o acesso ao estudo dos BA. Foi selecionada uma amostra que inclui cento e oitenta observações, com informações sobre cento e um BA. As



observações foram organizadas em três grupos: *Características do Investidor*, *Características da Empresa* e *Características do Empresário*. Este último grupo divide-se ainda em quatro subgrupos: *Fonte do Investimento*; *Equipa de Gestão*; *Riscos do Investimento* e; *Perceção do Investidor sobre o Empresário*.

A determinação da influência deste conjunto de características sobre o montante investido pelos BA foi estudada através de seis modelos de regressão linear múltipla incluindo, cada um dos modelos, uma combinação de variáveis distinta, mantendo-se apenas como elemento comum a variável dependente, *InvestInicial*.

#### **1.4. Estrutura do Trabalho**

A presente dissertação consta de cinco capítulos. O primeiro capítulo é introdutório, onde se encontra um breve enquadramento do tema central da dissertação e das razões por trás da escolha do mesmo. Segue-se a formulação do problema de estudo, a apresentação dos objetivos do trabalho e a metodologia utilizada para o seu desenvolvimento.

O segundo capítulo integra a revisão de literatura realizada pelo mestrando, e consta de quatro subcapítulos, sendo que o último se divide em cinco pontos. Sucintamente, discutem-se as possibilidades de financiamento para os empresários, distinguem-se investidores privados formais de investidores privados informais, comenta-se a forma de atuação dos BA e efetua-se um breve enquadramento dos mercados de capital de risco (formal e informal).

No terceiro capítulo apresenta-se a metodologia utilizada na elaboração da dissertação, bem como os instrumentos de recolha de dados, base de dados e a respetiva amostra, constituída para a análise da influência das características do empresário, das características do investidor e das características da empresa sobre o montante inicialmente investido pelos BA dos E.U.A..

O quarto capítulo corresponde à análise e discussão dos resultados obtidos, onde se caracteriza a amostra, se comentam as estatísticas descritivas e se analisam os resultados obtidos a partir dos modelos de regressão linear múltipla.

Por último, no quinto capítulo sintetizam-se as principais conclusões resultantes da investigação, identificando-se as limitações encontradas e facultando pistas para investigações futuras.

## **CAPÍTULO 2 - REVISÃO BIBLIOGRÁFICA**

### **2.1. Introdução**

As empresas enfrentam, em muitas fases do seu ciclo de vida, desafios e oportunidades que condicionam a sua atividade, positiva ou negativamente. Pode assumir-se que uma empresa existe para gerar lucros, e que o crescimento é um objetivo que se pretende atingir, especialmente para empresas mais novas, que ainda não estão consolidadas nos mercados em que operam. Para além do crescimento, existem ainda outros desafios a que as empresas devem responder, adaptando a sua forma de atuação em função dos acontecimentos que vão surgindo ou de cenários que se prevê que possam vir a acontecer. Concretizando, diversas são as empresas que enfrentam dificuldades financeiras e que, por esse motivo, se veem obrigadas a financiar-se externamente. Esta situação é visível em vários países, sobretudo com o eclodir da crise económico-financeira após o colapso do sistema bancário norte-americano, em 2008. As empresas com menores recursos sofrem mais com a crise. As dificuldades de carácter financeiro obrigam, muitas vezes, a reestruturações profundas das empresas, com a necessidade de repensar aspetos técnicos no que se refere à forma como gerem os seus recursos. A decisão de financiamento afigura-se como uma das decisões mais importantes, mas também mais delicadas. As opções não abundam mas, ainda assim, é necessária uma ponderação dos prós e contra das ações que podem ser tomadas.

Uma empresa possui diversas opções de gestão dos seus recursos financeiros. A estrutura financeira da empresa pode ser composta por capital próprio, capital alheio ou uma mistura de ambos. A decisão sobre qual a estrutura de capitais ideal tem sido bastante estudada nas últimas décadas, com diversos modelos a serem propostos por alguns autores. Talvez uma das mais influentes publicações na área das finanças tenha sido a de Modigliani e Miller, em 1958. Ainda que neste capítulo não se pretenda um estudo exaustivo da estrutura de capitais de uma empresa, nem discutir se essa estrutura será a idónea ou não, este é um tema basilar em finanças empresariais, que ajuda a explicar determinados comportamentos do mercado e dos seus intervenientes. Sinteticamente, o modelo proposto por Modigliani e Miller (1958) assenta na hipótese da existência de um mercado em que não existem impostos, custos de transação ou

possibilidade de insolvência (*default*). Neste mercado, os autores concluem que o valor da empresa não é afetado pelo grau de alavancagem, sendo possível separar a decisão de financiamento da decisão de investimento. Desde a sua apresentação, este teorema tem sido estudado por alguns autores, que paulatinamente foram abandonando os pressupostos supracitados, na tentativa de adequar o modelo original à realidade.

Nos E.U.A., existem diversas opções para obter financiamento. Os intermediários bancários tradicionais contribuem, contrariamente ao que se passa em alguns países da Europa, apenas para uma pequena parte do financiamento da economia. O investimento bancário, por exemplo, representa cerca de 80% do investimento de longo prazo na Europa, enquanto que nos E.U.A. esta percentagem desce para pouco menos de 20%. A restante percentagem é ocupada por outros intermediários financeiros e pelo mercado de capitais. Os ativos bancários seguem uma tendência semelhante: nos E.U.A. representam 78% do investimento como percentagem do Produto Interno Bruto (PIB), enquanto que na Europa tal investimento ultrapassa os 300%.

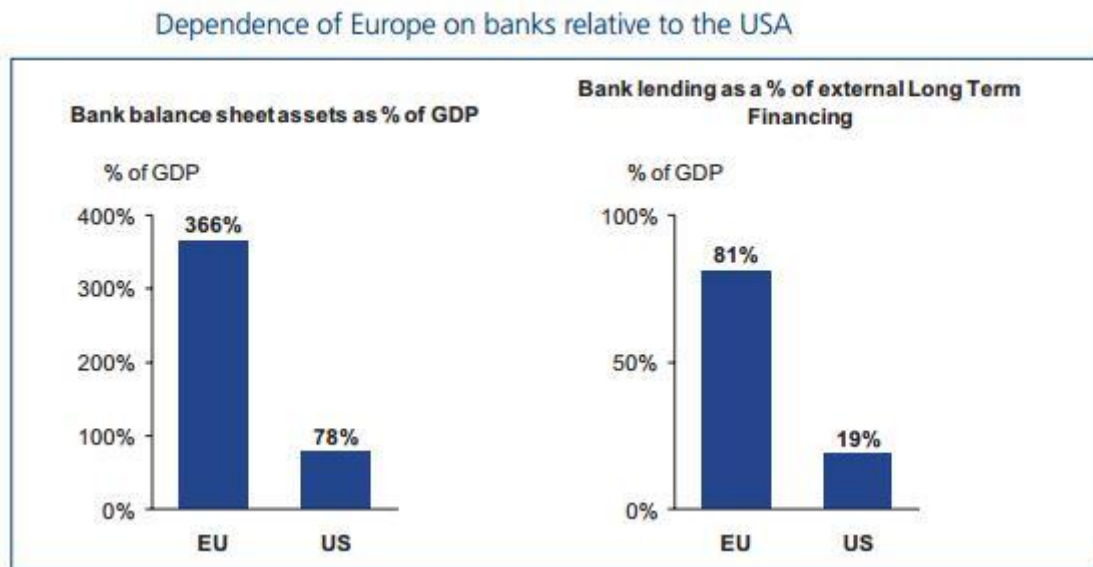


Fig. 1 – Dependência bancária na Europa e nos E.U.A.. Fonte: Torjussen-Proctor (2013)

A menor dependência bancária no tecido empresarial norte-americano pode ter diversas causas, sendo que uma delas pode estar relacionada com o leque de opções de financiamento que estão à disposição das empresas. O financiamento bancário disponibiliza às empresas linhas de crédito, *leasing* e *factoring*, entre outras opções. O

financiamento por via do capital de risco compreende sociedades institucionalizadas (capital de risco formal) e os *Business Angels* (capital de risco informal). Mas as alternativas de financiamento não se ficam por aqui. A *Small Business Administration* (SBA) é uma instituição federal com programas como o *SBA 7(a)*, que contam com o apoio do Estado norte-americano e facultam empréstimos para fins empresariais, mediante planos de garantias. Existem ainda fundos económicos locais e regionais, públicos e privados, bem como o financiamento externo, que alargam o leque de opções para os empresários que operam em território americano.

As instituições bancárias tendem a preferir disponibilizar capital a empresas mais experientes, que mantenham uma boa relação com a instituição e que apresentem bons planos de negócios, com especial cuidado na elaboração do plano financeiro, de modo a reforçar a garantia de cumprimento dos detalhes acordados. O financiamento bancário pode revelar-se uma opção favorável para empresas com um nível de endividamento moderado, capazes de gerar fluxos financeiros consideráveis no desempenho da sua atividade. Se se verificarem estas características, existe a possibilidade de que o empresário consiga obter o financiamento que pretende para desenvolver a sua atividade operacional ou até mesmo expandir o seu negócio. A manutenção de uma relação estreita com a entidade bancária é outro fator que deve ser tomado em consideração: a fidelidade do cliente pode traduzir-se num poder negocial superior, sendo possível obter taxas de juro mais atrativas. Por último, a injeção de capital na empresa por via do financiamento bancário não implica que o empresário perca uma determinada percentagem do controlo da empresa, como sucede com os financiamentos por via do capital de risco, por exemplo.

Não obstante, o financiamento bancário não parece ser uma alternativa viável para empresas demasiado jovens, ou que, não tendo ainda dado início à sua atividade, não produzem *cash flows* satisfatórios, na ótica da instituição bancária (Dibrova, 2015). Podem ser exigidas ao empresário determinadas garantias que poderão tornar-se incomportáveis, especialmente em casos nos quais a empresa ainda não se encontra em atividade e, por essa razão, não possui um registo histórico das suas operações.

O financiamento por capital de risco é um pouco diferente do financiamento bancário. Como este, também o capital de risco disponibiliza capital à empresa que o

requer mas, neste caso, verifica-se uma troca do capital por uma participação na empresa e a facultação de outros itens intangíveis como a experiência, o conhecimento e os contactos.

O capital de risco pode ser executado por duas entidades diferentes. A primeira corresponde ao capital de risco formal, que compreende sociedades ou fundos de capital de risco institucionalizados. A segunda diz respeito ao capital de risco informal – os *Business Angels*.

Apesar de guardarem algumas semelhanças entre si, os investidores de capital de risco que intervêm nos mercados formal e informal não são os mesmos. As diferenças surgem em diversos aspetos. O mercado onde realizam os seus investimentos pauta, desde logo, as suas formas próprias de atuação: normalmente, os BA investem em mercados familiares, em setores do seu conhecimento e que estão de acordo com os seus próprios objetivos (Sohl, 1999). O mesmo autor refere ainda que os BA tendem a permanecer nas empresas por um período de tempo mais longo do que os *Venture Capitalists*<sup>2</sup> (VC), têm preferência por investimentos geograficamente próximos da sua zona de intervenção (Harrison et al., 2010), proporcionando não só capital, mas também conhecimento e contactos (Romaní et al., 2013). Muitas vezes, toleram níveis de risco superiores e aceitam retornos inferiores comparativamente aos VC. Ainda assim, alguns estudos referenciam os investimentos de BA como sendo superiores em termos do fluxo de capital que é efetivamente investido, relativamente aos investimentos de investidores formais institucionalizados (Rinding, 2008). Uma quantidade considerável deste tipo de investidores diz respeito a indivíduos com alguma riqueza (Prowse, 1998; Prasad et al., 2000), que obtiveram sucesso nas suas empresas e que, com o capital que têm disponível, investem em novas empresas. Esta atividade de investimento não é a sua principal atividade, podendo ser uma segunda ocupação. Investir por diversão é até um fator de atratividade para alguns destes BA (Hindle & Wenban, 1999).

O investimento privado de capital de risco, ou seja, aquele que é realizado por investidores informais – os *Business Angels* – é referido na literatura como o primeiro escalão para um empresário que pretende criar uma empresa de raiz. Mason & Harrison

---

<sup>2</sup> Os *Venture Capitalists*, ainda que guardem algumas semelhanças com os BA, não são investidores individuais. Normalmente, estão afiliados a empresas que investem o capital de outros, enquanto que os BA investem os seus próprios fundos (Van Osnabrugge, 2000).

(1999) defendem que nas primeiras fases do ciclo de vida da empresa, o capital é frequentemente obtido a partir de amigos, familiares e de investidores privados de capital de risco (*Business Angels*). Assim, é possível afirmar-se que os BA investem em empresas do tipo *seed* e *start up*, enquanto que as sociedades de capital de risco (investidores formais) tendem a investir em empresas em estágios mais avançados de desenvolvimento, uma vez que oferecem ciclos de investimento mais curtos e menores níveis de risco estimado (Sapienza et al, 1996).

Da mesma forma, os BA focam-se na fase inicial, e tal é visível na ênfase do contacto com o empresário: comparativamente aos investidores formais, que atribuem mais importância a fases mais avançadas do processo de investimento, para os BA o primeiro contacto com os empresários é fundamental (Paul et al., 2007). Os mesmos autores referem ainda que os BA trabalham com um menor grau de informação do que os investidores formais, onde é comum a necessidade de que o empresário apresente mais documentos, sobretudo aqueles que compõem as previsões financeiras.

O papel de investidor de capital apenas reflete uma porção daquilo que os BA disponibilizam a uma empresa em que decidem investir. Eles contribuem a diversos níveis que ultrapassam a mera injeção de capital: auxiliam na formulação da estratégia empresarial, refletem sobre as ideias do empresário e sobre as suas próprias ideias, ampliam e gerem os recursos da empresa e aconselham sobre a criação de valor para a empresa e sobre a sua sustentabilidade (Politis, 2008). São ainda mencionados outros contributos dos BA, como o desenvolvimento de sistemas de informação, a proteção dos ativos da empresa e a solidificação de redes sociais.

Mesmo em países como os E.U.A., em que os BA desempenham um papel fundamental na economia (Lipper & Sommer, 2002), este tipo de investidores não integram organizações nacionais institucionalizadas como os investidores formais (Brush et al., 2002). Daí resulta um determinado grau de liberdade na forma como investem, pois não são supervisionados por uma entidade superior como são os investidores do mercado formal de capital de risco (tal não se aplica, de forma tão linear, aos E.U.A.). Com o aumento da dimensão do mercado de capital de risco, quer em termos de participantes, quer em termos de fundos, os investidores formais investem cada vez menos em fases iniciais dos negócios, e parecem delegar a responsabilidade de

investimento em fases iniciais para os investidores informais de capital de risco (Lipper & Sommer, 2002). Cada tipo de investidor (formal e informal) possui o seu espaço, na medida em que os empresários e empresas que são alvo do seu investimento não são os mesmos, sobretudo se for observado o grau de desenvolvimento que os negócios apresentam (Freear & Wetzel, 1990). Diversos são os autores que apontam para a complementaridade de ambos os tipos de investidores (Wetzel & Freear, 1988): a presença de BA em empresas do tipo *early stage* aumenta a probabilidade de que um futuro investimento de VC venha a acontecer (Madill et al., 2005; Argerich et al., 2013; Hellmann & Thiele, 2015), sobretudo quando a empresa em questão é altamente tecnológica (Wong & Ho, 2007). De facto, BA e VC complementam-se, sendo que o primeiro *round* de investimento é feito por BA em grande parte das vezes. Hellmann & Thiele (2015) defendem que ambos os investidores devem confiar no trabalho que um e outro desenvolvem, não sendo necessariamente rivais. O problema surge mais adiante: em investimentos do tipo *later stage*, os VC não necessitam mais dos BA, dependendo o poder dos primeiros da competitividade dos mercados de capital de risco e do quão bem protegidos estiverem os BA em termos legais.

Observando estes dois tipos de investidores sob outro prisma, numa fase em que os empresários procuram financiamento, a facilidade com que o contacto entre investidores e empresários se estabelece também é distinta, estando dependente do tipo de investidor (formal ou informal). Se, por um lado, o mercado formal de capital de risco se encontra institucionalizado, com vantagens como a da sua maior visibilidade pela pertença a um grupo de investidores formalizado, por outro lado, o mercado informal, onde se encontram os BA, não está tão exposto nem tão visível para o investidor.

Nos mercados de capital de risco, os denominados *information gaps*, ou problemas de assimetria de informação são frequentes (San José et al., 2005). Os seus efeitos podem ser sentidos tanto pelo empresário, que pode notar dificuldades em encontrar investidores para financiar o seu negócio, como pelo investidor, que poderá ter dificuldades em identificar oportunidades de negócio (Esposito & Prats, 2004). Este tipo de problemas é visível em mercados formais de capital de risco (Guo & Jiang, 2013) e também em mercados informais de capital de risco (EBAN, 1998). No mercado informal, é sugerido que um maior envolvimento do investidor e uma supervisão



minuciosa podem ajudar a mitigar este tipo de problemas de assimetria de informação (Politis, 2008).

O desejo de anonimato por parte dos BA tem sido abordado em diversos trabalhos. Sob o ponto de vista académico, a recolha de dados sobre BA nem sempre é simples, pela dificuldade em identificar investidores que se assumam como tal (Lange et al., 2007; Farrel et al., 2008; Mason & Harrison, 2008). Em Espanha, por exemplo, o desejo de anonimato surge como uma característica da maioria dos investidores informais (Martel et al., 2013); noutros países, como a Suécia, verifica-se uma evolução favorável, quer no mercado de BA, com uma redução da assimetria da informação, quer nos próprios investidores, cuja experiência é uma valência no que concerne à identificação de oportunidades de negócio (Månsson & Landström, 2006).

Seja como for, os mercados de capital de risco apresentam características próprias, e não evoluem ao mesmo ritmo. As políticas governamentais podem afetar o curso dos BA (Capizzi, 2015) e das redes de investidores informais, *Business Angels Network* - BAN (Christensen, 2011).

## **2.2. Enquadramento**

Conforme descrito anteriormente, o capital de risco é uma forma de financiamento muito particular. Os investidores deste mercado, seja ele na sua variante formal ou na sua vertente informal, apresentam um conjunto de características inigualáveis. Apesar do crescente interesse que tem vindo a despertar nas últimas décadas, o capital de risco é relativamente recente, sobretudo na Europa.

A sua origem remonta aos E.U.A., em meados da década de cinquenta. Na Europa, começou a ganhar expressão alguns anos mais tarde, mais precisamente na década de oitenta, em Londres.

O capital de risco constitui uma das formas de financiamento disponíveis para as empresas. Conforme descrito anteriormente, nos E.U.A. existe um amplo leque de

possibilidades, o que poderá justificar uma menor movimentação de capital de risco comparativamente à Europa, que não dispõe de tantas opções.

A análise de dados e indicadores dos últimos anos assim o sugere. O capital de risco sob gestão de ambos os mercados (formal e informal) nos E.U.A., para os anos de 2013 e 2014 foi de, respetivamente, 192,9 e 156,5 biliões de USD. No que se refere aos fundos captados, foram contabilizados 17,7 e 31,1 biliões de USD nos anos de 2013 e 2014, respetivamente. O investimento cifrou-se nos 30,1 biliões de USD em 2013, crescendo até aos 49,3 biliões de USD no ano de 2014. Já em 2015, o montante sob gestão dos mercados de capital de risco voltou a aumentar, atingindo 165,3 biliões de USD, os fundos captados decresceram para 28,2 biliões de USD e o investimento cresceu até aos 59,1 biliões de USD<sup>3</sup>.

Comparativamente, o capital de risco sob gestão na Europa, para os anos de 2013 e 2014 foi de, respetivamente, 555 e 548 biliões de euros. No que respeita aos fundos captados, foram contabilizados 53,6 e 44,6 biliões de euros nos anos de 2013 e 2014, respetivamente. O investimento cifrou-se nos 35,7 biliões de euros em 2013, crescendo até aos 41,5 biliões de euros no ano de 2014<sup>4</sup>.

Apesar de manifestarem exatamente as mesmas tendências de crescimento e contração em todos os indicadores analisados, é apreciável a superioridade do capital sob gestão na Europa, entre duas e três vezes maior do que o capital sob gestão nos E.U.A., tendo em conta o período considerado. Também a captação de fundos é maior na Europa, sendo que apenas se equilibram as contas em termos dos montantes investidos por via do capital de risco.

É de salientar que uma percentagem considerável dos fundos de investimento utilizados na Europa provém, justamente, da América do Norte. Uma análise geográfica da proveniência do capital para a constituição de fundos de investimento de capital de risco na Europa revela que, em 2013 e 2014, 35,7% e 27,7% do total dos fundos captados são provenientes da América do Norte, a percentagem mais elevada de entre todas as regiões consideradas, conforme se pode constatar na Figura 2.

---

<sup>3</sup> Fonte: NVCA – Yearbooks, 2014, 2015 e 2016

<sup>4</sup> Fonte: EVCA - European Private Equity Activity Reports, 2013 e 2014

2014 (2013) - Source of funds - % of total amount

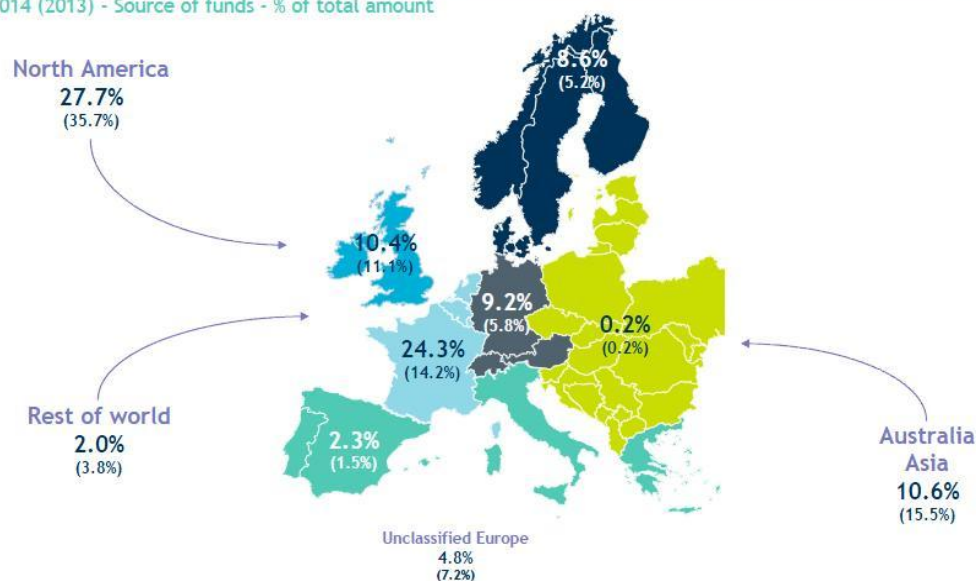


Fig. 2 – Proveniência dos fundos de capital de risco. Fonte: EVCA – European Private Equity Activity 2014

Considerando agora apenas o investimento realizado por BA, ou seja, analisando a atividade do mercado informal de capital de risco, constata-se que os BA dos E.U.A. investiram cerca de 1,1 e 1,65 bilhões de USD<sup>5</sup>, em 2013 e 2014, respectivamente. Na Europa, este tipo de investidores alcançaram os 5,5 bilhões de euros investidos no ano de 2013<sup>6</sup>, não tendo ainda sido divulgados, até à data da entrega desta dissertação, os valores de investimento para o ano de 2014. Os BA ocupam cerca de 73% do total de investimento realizado no mercado de capital de risco informal na Europa, sendo a restante percentagem ocupada por Fundos *Early Stage* de capital de risco (26%) e por iniciativas de *Crowdfunding* (1%), conforme se ilustra na figura seguinte (Figura 3).

<sup>5</sup> Fonte: Angel Research Institute – Halo Reports, 2013 e 2014

<sup>6</sup> Fonte: EBAN – Statistics Compendium 2014

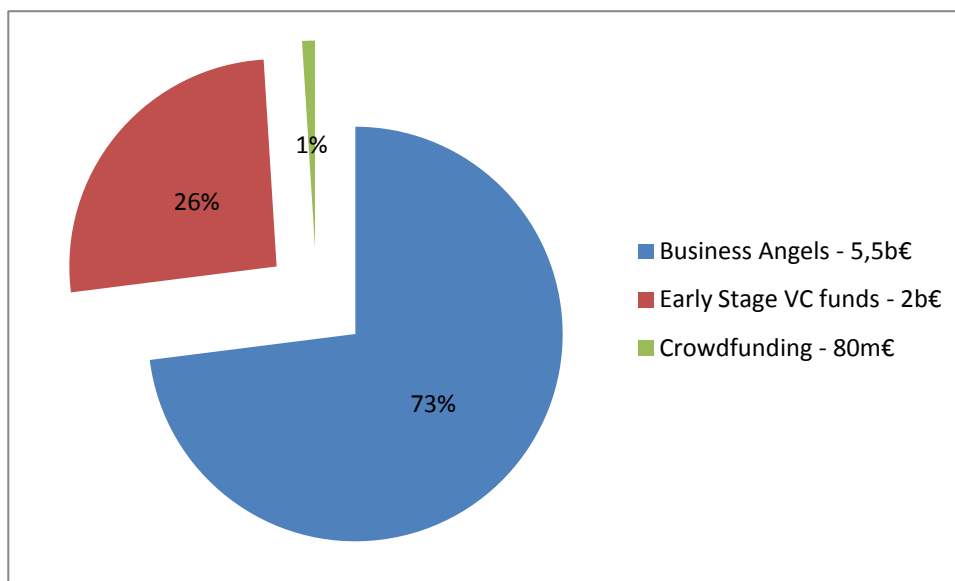


Fig. 3 – Investimento em capital de risco na Europa (mercado informal). Fonte: EBAN - 2014

Uma vez mais se aprecia um investimento consideravelmente superior na Europa, comparativamente aos E.U.A., facto que não deixa de ser curioso, sobretudo tendo em conta que o capital de risco teve origem na América e só mais tarde se espalhou para Europa.

Nos E.U.A., os BA investem em conjunto com frequência: em 2013, 73% dos investimentos foram realizados por grupos de BA, contra 27% dos investimentos em que os investimentos foram consumados individualmente.

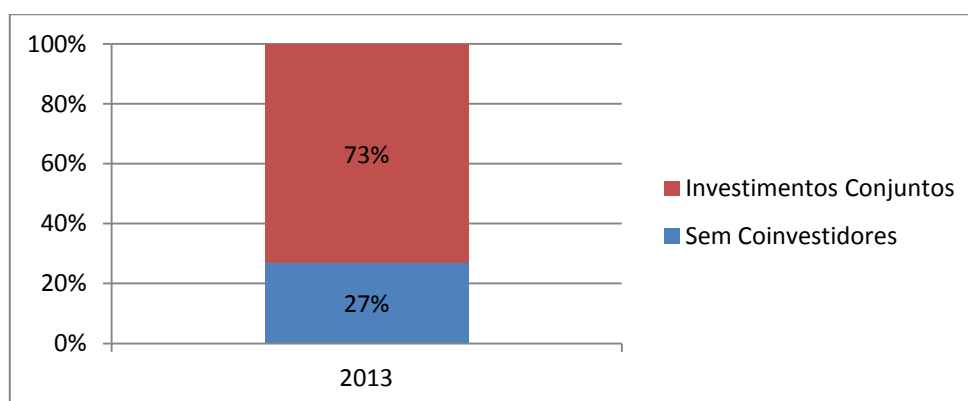


Fig. 4 – Coinvestimento no mercado informal de capital de risco dos E.U.A.. Fonte: Halo Report -

2013

A localização geográfica dos BA também contribui para o investimento em grupos. O *Angel Resource Institute* considera que os BA dos E.U.A. se encontram dispersos por dez regiões distintas.

Em 2015, a região da Califórnia liderou em termos do número de investimentos, com 20,9% do total dos investimentos realizados nos E.U.A (19,8% em 2014). Para estes números contribui, largamente, o incontornável *Silicon Valley*, que acolhe largas centenas de empresas de alta tecnologia numa área que abrange, aproximadamente, 5.000km<sup>2</sup> e emprega quase 1,5 milhões de pessoas<sup>7</sup>. Seguiu-se a região denominada por *Southeast*, com 12,2% dos investimentos (11% em 2014) e a região de *New England*, situada no nordeste dos E.U.A., com 11,9% dos investimentos realizados (11,5% em 2014).

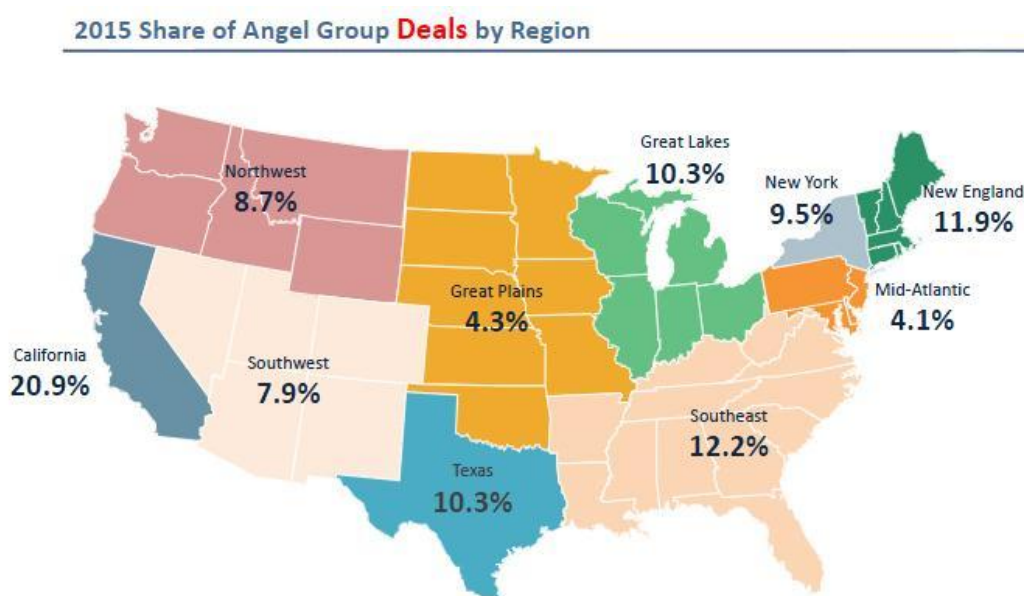


Fig. 5 – Percentagem de investimentos por região. Fonte: Halo Report - 2015

Estes investimentos destinaram-se, sobretudo, aos setores de *Software* (33,9%), Saúde (14,1%) e Serviços Comerciais (8,7%), em 2015. Os três setores de atividade abrangem quase 60% do número total de investimentos realizados por BA nos E.U.A..

<sup>7</sup> Fonte: Silicon Valley Index - 2016

### Yearly Share of Angel Group Deals by Sector

Software and Healthcare comprise 48% of investments in 2015

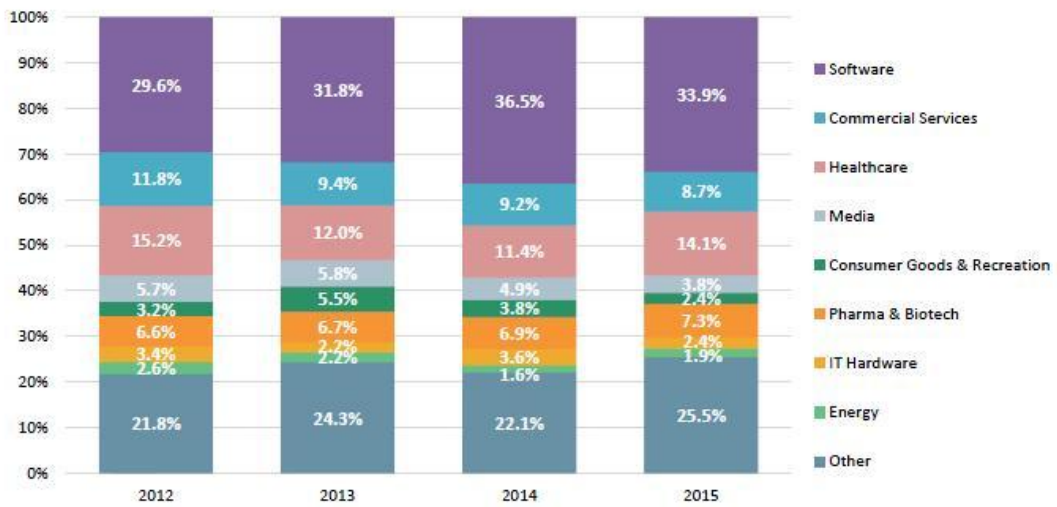


Fig. 6 – Percentagem de investimentos por setor. Fonte: Halo Report - 2015

No que concerne aos montantes investidos, foi também a região da Califórnia que liderou, com cerca de 17,9% do total do montante investido (17% em 2014). Seguiu-se a região de *New England*, que registou 15% em termos do montante total investido (14,2% em 2014) e a região *Southeast*, com 12,8% (8,8% em 2014).

### 2015 Share of Angel Group Dollars by Region

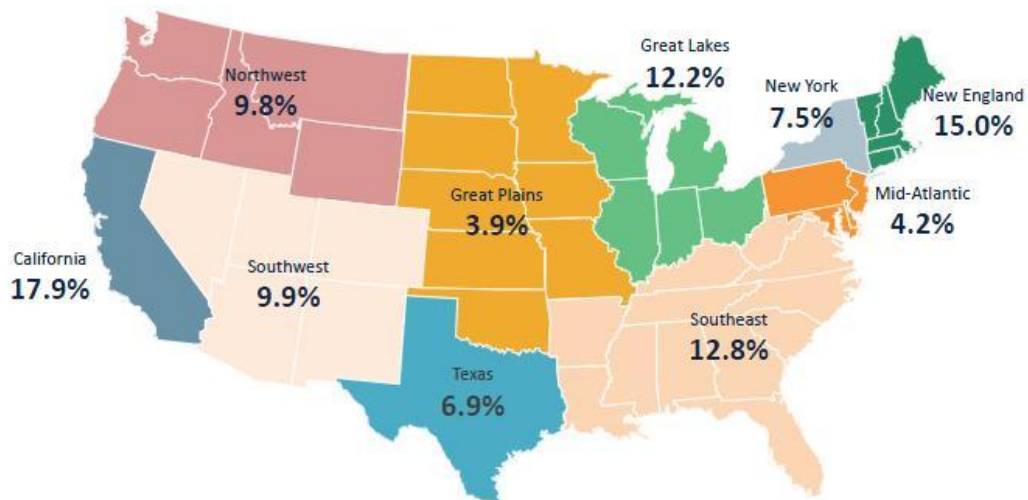


Fig. 7 – Percentagem de montantes investidos por região. Fonte: Halo Report - 2015

Tal como aconteceu em relação ao número de investimentos realizados, também os montantes investidos se destinaram aos mesmos setores de atividade: *Software* (30%), Saúde (22,9%) e Serviços Comerciais (6,4%), em 2015. Os três setores de atividade abrangem quase 60% do total dos montantes investidos por BA nos E.U.A..

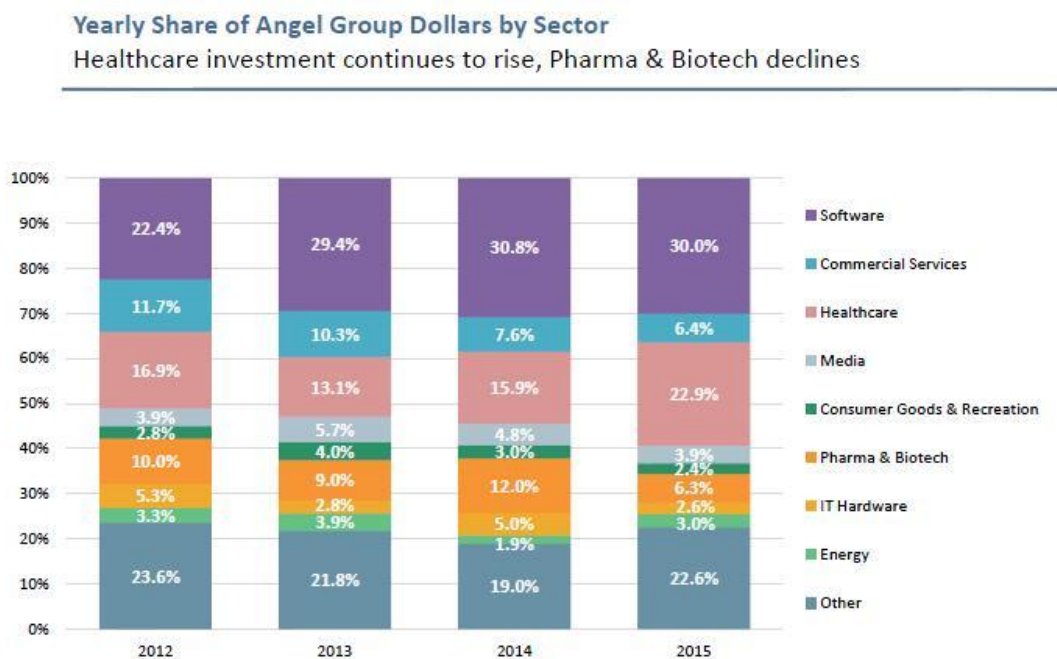


Fig. 8 – Percentagem de montantes investidos por setor. Fonte: Halo Report – 2015

### 2.3. Quem são os BA? Como investem?

Algumas linhas de investigação académica acompanharam a evolução de determinados mercados de capital de risco informal. Os mercados do norte da Europa têm sido, ao longo dos anos, pioneiros na implementação de medidas de fomento dos mercados de capital de risco. A sua maturidade é visível a diversos níveis. Em mercados mais desenvolvidos, os BA investem mais cedo, em projetos do tipo *seed* e *early stage* (Månsson & Landström, 2006); noutros mercados, com um grau de desenvolvimento inferior, os BA ficam relegados a investir em fases posteriores, normalmente em projetos do tipo *later stage* (Romaní et al., 2013). Quando analisando as diferenças

entre géneros, a presença de investidores do género feminino é ainda inferior à de investidores do género masculino, mas alguns autores descrevem este facto como um fator através do qual se pode depreender o nível de desenvolvimento do mercado de capital de risco (Martel et al., 2013). Na Suécia, foi criada a HerBAN, uma rede cujos membros são mulheres empreendedoras e BA, financiada pelo Fundo Social Europeu e pela Nutek, uma agência de desenvolvimento empresarial sueca (Colomer et al., 2011).

A participação feminina no mercado de capital de risco informal também apresenta características próprias que alguns autores observaram. Comparativamente ao género masculino, as mulheres aparecem em menor número (Becker-Blease & Sohl, 2007; Martel et al., 2013), sejam investidores informais ou empresários que procuram financiamento. Tal não significa que empresários do género feminino estejam em desvantagem face ao género oposto, no que concerne ao acesso ao capital de risco informal (Becker-Blease & Sohl, 2007); ainda assim, o género feminino parece revelar maiores dificuldades para captar fundos (O’Gorman & Terjesen, 2006). Ainda que se constate um crescimento da participação feminina (enquanto empresário e enquanto investidor de capital de risco, formal e informal), tanto do lado da procura como do lado da oferta, são ainda muito menos que os indivíduos do género masculino (Brush et al., 2002). Contudo, estes autores acreditam que existe um número considerável de mulheres capazes de desempenhar o papel de investidores de capital de risco, como VC ou como BA. Em termos de formação académica, as mulheres apresentam resultados muito similares aos dos homens (O’Gorman & Terjesen, 2006), mas o peso do fator educacional, como fundamental para a obtenção de financiamento, não é ainda claro. Nalguns casos, as mulheres parecem ter uma perceção sobre as suas capacidades que se pauta pela subavaliação, o que pode explicar de forma parcial a sua pior identificação de oportunidades de negócio (Sohl & Hill, 2007). Antes do estabelecimento de uma relação entre o empresário e o investidor, já se verifica a existência de um padrão comportamental na fase de procura de financiamento. Becker-Blease & Sohl (2007) sugerem que os empresários têm uma forte tendência a preferir procurar financiamento junto de investidores do mesmo género. A esta capacidade do indivíduo de se identificar com outro indivíduo do mesmo género pode denominar-se de empatia, no contexto de investimento de capital de risco. No entanto, tal padrão comportamental é válido para ambos os géneros, pelo que não se pode afirmar que esta seja uma característica exclusiva dos empresários do género feminino (Sohl & Hill, 2007). Enquanto



investidores, as mulheres enfrentam alguns desafios: para além de serem menos que os homens em diversos mercados, manifestam uma maior dificuldade em estabelecer uma rede de contactos sólida, com a perceção de um sentimento de desconfiança e a possibilidade discriminatória de que não sejam levadas a sério no processo de investimento (Becker-Blease & Sohl, 2007, Sohl & Hill, 2007).

A influência de alterações económicas também tem sido acompanhada. Uma vez mais, os mercados nórdicos destacam-se: na Suécia, constata-se a evolução do mercado informal e dos próprios BA enquanto investidores, tendo o mercado tornado-se mais maduro e os investidores mais profissionais, muito por culpa de incentivos fiscais que agilizaram o processo de investimento, fazendo com que os BA investissem cada vez mais cedo e em empresas cada vez mais tecnológicas (Månsson & Landström, 2006); na Dinamarca, o apoio do setor público condiciona a disponibilidade de fundos de capital de risco informal, mas ainda é necessário o aumento de incentivos fiscais (Romaní et al., 2013) e dar continuidade ao processo de integração de BA como investidores ativos e fundamentais no desenvolvimento económico (Christensen, 2011). Salienta-se a ideia de que a implementação de políticas públicas devem ser direcionadas para os BA profissionais. Riding (2008) sugere que o apoio público a BA amadores pode ser contraproducente, na medida em que o investimento realizado por familiares ou amigos do empresário apresentam taxas de rendibilidade inferiores àquelas que apresentam os projetos em que investem BA profissionais.

Um estudo realizado numa região da Bélgica (*Flanders*) sugere que o apoio governamental prestado às redes de investimento informal pode promover o crescimento económico regional (Collewaert et al., 2010). Além disso, as redes de BA (BAN) reduzem os problemas resultantes da assimetria da informação, pelo que a implementação de políticas públicas de incentivo a estes organismos facilita o próprio processo de investimento, criando valor para as empresas e simplificando a obtenção de um financiamento futuro, mesmo que seja fora do domínio do capital de risco.

O investimento informal, levado a cabo por BA, pode provocar alterações na empresa que recebe o investimento, moldando a sua estratégia de gestão (Wiltbank et al., 2009). Cada investidor possui um estilo próprio, e a diversidade dos métodos de trabalho que utilizam pode ser estudada. Wiltbank et al. (2009) defendem que os BA

que utilizam estratégias de previsão e controlo no processo de investimento investem em maior escala e obtêm melhores resultados do que aqueles BA que não utilizam este tipo de estratégias. Os BA mais experientes, com sucesso reconhecido em investimentos passados, podem também fazer com que as empresas que recebem o seu investimento obtenham melhores resultados (Kerr et al., 2014). Os benefícios surgem também ao nível do processo de tomada de decisão em condições de incerteza que, desta forma, se simplifica, sendo possível efetuar uma melhor avaliação e gestão do risco inerente à criação de negócios. De facto, existem diversos tipos de técnicas que podem ser utilizadas pelos investidores, mas é preciso estar-se ciente de que num processo de investimento em fases iniciais da vida das empresas envolverá, muitas vezes, níveis de risco e de incerteza elevados. Por esse motivo, é importante não depender exageradamente da previsão, até porque neste contexto nem sempre é fiável (March, 2006). A maturidade que, gradualmente, se vai desenvolvendo nos BA (Månsson & Landström, 2006) faz com que se apercebam de erros cometidos no passado, de modo a que não se repitam. Lahti (2011) aponta para o processo de *due diligence*, sugerindo que esta é uma fase crítica, na qual os BA mais experientes demonstram um particular ênfase. A experiência manifestada pelos BA também se revela importante no relacionamento pós-investimento entre investidores e empresários (Fili, 2014).

De facto, a literatura mais recente despoleta a necessidade de conhecer um pouco mais os BA. Se, em termos académicos, o termo *Business Angel* se associa a um grupo de investidores que investem o seu próprio capital em empresas não cotadas (Mason & Harrison, 2010), já existem diversos estudos em que a perspetiva de investigação se altera, determinando que se deve analisar cada investimento informal e não os investidores informais como um todo (Lahti, 2011; Paul et al., 2007). Festel & De Cleyn (2013) introduzem o conceito de *founding angels* como um subtipo de BA. Estes novos investidores surgem no setor da tecnologia, onde integram uma equipa científica proveniente de universidades e centros de investigação, complementando-a com a sua experiência e o seu conhecimento dos negócios. Em termos da etapa de investimento, os autores colocam os *founding angels* a montante dos BA, e o acompanhamento que facultam às empresas em que investem é ainda mais intenso do que no caso dos BA.

Outros estudos parecem adotar a questão da informalidade com uma certa naturalidade. Se, por um lado, a elevada segmentação do mercado informal o torna um

mercado difícil de estudar (Prowse, 1998), por outro lado, ignorar a sua (crescente) presença seria um erro. A informalidade está presente, e deve ser tida em conta nas investigações acadêmicas. Ding et al. (2015) abordam os investidores informais sob o ponto de vista social, ou seja, a sociedade é utilizada como uma base de estudo para o comportamento dos investidores informais. Estes autores referem que o estabelecimento de uma rede social, em que seja possível conhecer empresários e investidores, de forma a que se estabeleça um sentimento de confiança, propicia o investimento de BA. As ciências sociais parecem, nos trabalhos mais recentes, ser a temática central de diversas publicações nesta área. Uma maior profundidade no estudo destas questões é, no entanto, necessária.

Ainda que, na atualidade, os BA sejam referenciados em trabalhos científicos com frequência, alguns mercados estão ainda consideravelmente segmentados (Prowse, 1998). Embora o conhecimento sobre este tipo de investidores tenha aumentado, continuam a ser necessárias novas abordagens, metodologias e ideias que contribuam não só para o conhecimento acadêmico, mas para a evolução do investimento informal, dos seus investidores e do mercado de capital de risco.

#### **2.4. *Fatores que influenciam a decisão de investimento***

O investimento de BA está associado à criação de novas empresas, cujos empresários pretendem obter o financiamento necessário para desenvolver a sua ideia de negócio. O processo de investimento junto de BA atravessa diversas fases. Sucintamente, este processo tem início no momento em que um empresário, que pretende desenvolver uma ideia de negócio, procura os BA para que estes financiem o seu projeto. Posteriormente, o investidor ou grupo de investidores irão avaliar a ideia de negócio e decidir se investem ou não.

O processo de investimento por via de BA atravessa diversas fases. Van Osnabrugge & Robinson (2000) sugerem que o processo de investimento de BA engloba sete fases: génese do acordo; monitorização inicial; *due diligence*; negociação; tomada de decisão; atividades de pós-investimento; e, a saída. Direta ou indiretamente, diversos autores têm

analisado cada uma das fases, desenvolvendo o conhecimento acadêmico sobre os BA. O início do processo de investimento encontra-se em foco no trabalho de muitos autores (Haines Jr. et al., 2003; Clark, 2008; Argerich et al., 2013; Parhankangas & Ehrlich, 2014). A tomada de decisão de investimento revela-se como uma das fases mais importantes, com diversos estudiosos a debruçarem-se sob os critérios que influenciam esta decisão (MacMillan et al., 1985; Muzyka et al., 1996; Feeney et al., 1999; Sudek, 2007; Harrison et al., 2010; Maxwell et al., 2011). O processo de *due diligence* e a negociação entre empresários e investidores foram também abordados na literatura (Macht, 2011; Maxwell & Lévesque, 2011; Collewaert & Fassin, 2013). A análise da performance das empresas que recebem financiamento de BA também se encontra em evidência (Mason & Harrison, 2004; Månsson & Landström, 2006; Lange et al., 2007).

De entre todas as fases anteriormente apresentadas, o presente trabalho pretende integrar-se no processo de tomada de decisão, mais precisamente nos critérios que influenciam a tomada de decisão dos BA. De seguida, serão discutidas algumas das características que influenciam o investimento informal, de modo a que se torne mais fácil entender quais as características que já foram estudadas.

As primeiras publicações sobre os critérios valorizados, no capital de risco, surgiram no início da década de oitenta. Nessa altura, os trabalhos surgiam ao nível do capital de risco formal, em que o foco do estudo eram os investidores formais e/ou as Sociedades de Capital de Risco. Tyebjee & Bruno (1981) e MacMillan et al. (1985) foram pioneiros no estudo dos critérios de avaliação de propostas de financiamento dos VC. Os BA aparecem na literatura mais tarde, em finais da década de noventa. A sua natureza privada, e bastante fragmentada, torna este tipo de investidores difíceis de localizar (Mason & Harrison, 2002a), o que de certa forma pode justificar a menor e mais tardia investigação académica sobre BA. Feeney et al. (1999), Van Osnabrugge & Robinson (2000) ou Sudek (2007) foram alguns dos autores que se debruçaram sobre os critérios de tomada de decisão de investimento dos BA.

Uma quantidade considerável de trabalhos académicos explora os diversos conjuntos de critérios que influenciam a decisão de investimento. De seguida, serão apresentados os principais critérios e grupos de critérios que têm sido analisados por diversos autores,

de forma a que seja possível identificar quais são os mais relevantes e quais não o são tanto.

#### ***2.4.1. O empresário e a equipa de gestão***

Os recursos necessários para arrancar um negócio são vários. Os recursos humanos, que neste contexto são compostos pelo empresário e pela equipa de gestão, há muito que foram enunciados na literatura como sendo muito importantes neste contexto. Trabalhos pioneiros, como o de MacMillan et al. (1985), salientam a importância deste tipo de critérios. No mercado formal, por exemplo, de entre os dez critérios que mais influenciam a decisão dos investidores, nos quais se incluem critérios financeiros (taxas de retorno ou a possibilidade de obtenção de liquidez) e critérios relacionados com o mercado (expectativas de crescimento ou a proteção da propriedade), cinco dizem respeito à personalidade e à experiência do empresário. De maneira semelhante, também Muzyka et al. (1996), atribuem ao empresário e à equipa de gestão uma importância vital. Em Portugal, existem também alguns estudos sobre a influência de determinados critérios na decisão de investidores formais (SCR). Silva (2004) e Nunes et al. (2014) atestam a já mencionada relevância do empresário e da equipa de gestão enquanto fatores determinantes do investimento formal de capital de risco. Já no mercado informal, os critérios relacionados com o empresário e a equipa de gestão mantêm a sua relevância, sobrepondo-se aos restantes: Sudek (2007) identifica a confiança e honestidade do empresário, a equipa de gestão e o compromisso do empresário como os critérios mais importantes, ultrapassando critérios financeiros e critérios relacionados com o produto e com o mercado. Desde a própria génese da relação do processo de investimento, mais concretamente, desde o momento em que o empresário se dirige ao BA e requisita um financiamento, é visível a importância do empresário. Clark (2008), sinaliza a qualidade do empresário e o equilíbrio e a experiência da equipa de gestão como um dos fatores que levaram os BA a investir numa das propostas incluídas na base de dados por ele analisada. De facto, os critérios relacionados com a personalidade do empresário são igualmente determinantes para o sucesso do processo de investimento de BA (Maxwell & Lévesque, 2011). A comunicação é fundamental para que se estabeleça uma relação de confiança, exista

envolvimento de ambas as partes e se adicione valor à empresa alvo do investimento (Macht 2011). Também da personalidade do empresário deriva a forma como se apresenta diante dos investidores: a adoção de estratégias para impressionar os BA é frequente, e também determina a forma como se irá processar o investimento ou, contrariamente, pode induzir à rejeição de uma determinada proposta (Parhankangas & Ehrlich, 2014). Por último, o género do empresário tem assumido um papel de destaque, com a maioria das publicações a investigar se existe igualdade no acesso ao financiamento de capital de risco no mercado formal (Brush et al., 2002) e no mercado informal (O’Gorman & Terjesen, 2006; Becker-Blease & Sohl, 2007; Sohl & Hill, 2007).

#### ***2.4.2. Características do produto/serviço***

A criação de um produto ou de um serviço inovador é um acontecimento frequente quando se trata de constituir uma empresa. Alguns empresários procuram o investidor tendo como finalidade o desenvolvimento de um produto que ainda não existe no mercado, ou com o intuito de prestar um serviço que se distingue dos restantes em diversos aspetos. Assim, as características desses produtos ou serviços são também alvo de análise dos BA, que procuram perceber qual é o estado de desenvolvimento do produto, se o produto ou o serviço terão aceitação no mercado ou se existe a possibilidade de proteger o produto através de patentes. MacMillan et al. (1985) incluíram as características do produto ou do serviço como fatores que influenciam a decisão de investimento dos investidores formais. Para alguns autores, estes critérios são moderadamente importantes, logo após os critérios que dizem respeito ao empresário e à equipa de gestão (Muzyka et al., 1996). No mercado de capital de risco informal, também são valorizados os produtos inovadores (Wong & Ho, 2007), e muitos destes surgem a partir de universidades e centros de investigação (Festel & De Cleyn, 2013), projetos que muitas vezes são financiados por BA. Os critérios relacionados com a proteção dos produtos estão em evidência em diversos trabalhos (Maxwell et al., 2011; Parhankangas & Ehrlich, 2014): as patentes garantem ao empresário e aos BA a sustentabilidade futura da empresa, protegendo-a, por exemplo, contra a entrada de concorrentes (Sudek, 2007). Da mesma forma, um produto pouco inovador ou a

ineficiência de processos na sua criação podem ter um efeito dissuasor no investidor, levando-o a rejeitar uma proposta de investimento que possua estas características menos desejáveis (Argerich et al., 2013).

### **2.4.3. O mercado**

A criação de uma empresa é um processo demorado, no qual empresários e investidores se devem empenhar. Os produtos e/ou serviços que a empresa irá disponibilizar serão os meios para atingir os fins, ou seja, se o objetivo de uma empresa é o de criar lucro, a comercialização de produtos e serviços será a forma de o conseguir. Neste contexto, o funcionamento do mercado irá desempenhar um papel fundamental, na medida em que existe a necessidade de perceber até que ponto os produtos ou serviços conseguirão, primeiro, penetrar no mercado e, segundo, conquistar o seu espaço. Os BA têm em conta esta necessidade de efetuar uma previsão sobre aquilo que poderá vir a acontecer no futuro, sendo que no âmbito do mercado as previsões são importantes (Wiltbank et al., 2009). Por um lado, os investidores devem avaliar o mercado em que a empresa irá operar (Macht, 2011). Um empresário/investidor com experiência no setor pode ser uma mais-valia (MacMillan et al., 1985; Sudek, 2007). Conhecer o mercado implica que seja conhecida a competitividade do mercado, possibilitando também uma melhor avaliação das possíveis ameaças. Por outro lado, é necessário ter uma noção sobre a forma como a nova empresa poderá influenciar o mercado. Van Osnabrugge (1998) atribui ao potencial de crescimento do mercado uma importância considerável, tal como Sudek (2007). O crescimento do mercado é importante para as empresas já consolidadas, mas para empresas recém-criadas é fundamental. Poderá ser um critério especialmente importante para os investidores, uma vez que poderá determinar aquilo que estes irão ganhar no processo de investimento (Sudek, 2007).

#### 2.4.4. Critérios Financeiros

Para a execução de um processo de investimento em capital de risco é necessário que haja disponibilidade de capital, de modo a que o negócio possa ser criado e implementado. Mesmo antes da criação da empresa, já existe a preocupação de perspetivar, sob o ponto de vista financeiro, quais deverão ser as necessidades de uma determinada empresa. O empresário deve desenhar um plano financeiro que se integra no plano de negócios, onde são especificados os detalhes do investimento, quantificando o montante de capital que deve ser investido, qual a estrutura acionista prevista e quais serão as previsões de crescimento futuras. Este interesse em determinar o desempenho financeiro é partilhado pelos BA: afinal, eles serão os responsáveis por investir o capital, e os seus ganhos dependerão do desempenho da empresa. Pode dizer-se que o capítulo financeiro é fundamental, na medida em que quantifica os meios que são necessários para criar uma empresa, sustentar a sua atividade e propiciar o seu crescimento. Na literatura, os critérios financeiros seguem esta tendência, revelando-se determinantes no processo de investimento, tanto no mercado formal como no mercado informal de capital de risco. Os investidores institucionalizados (investidores formais) parecem interessar-se mais por critérios financeiros do que os investidores informais (Feeney et al., 1999); as SCR, por exemplo, preocupam-se com o potencial de crescimento do negócio (Silva, 2004). Tal não implica que os critérios financeiros não sejam relevantes para os BA: estes apenas utilizam uma aproximação diferente ao empresário, o que altera as suas prioridades comparativamente aos investidores do mercado formal, nos quais delegam os *rounds* de investimento seguintes (Sapienza et al., 1996). De facto, nalguns trabalhos é sugerido que os BA poderão ter mais facilidade em gerir o risco, dado que muitos deles possuem experiência profissional, gozam de uma alargada rede de contactos e mantêm uma relação próxima com o empresário (Mason & Harrison, 2004). Na investigação conduzida por Sudek (2007), diversos critérios financeiros surgem entre os dez critérios mais importantes na decisão de investimento de BA: o potencial de liquidez; o potencial de receitas; e, o *Return On Investment (ROI)* são apresentados como alguns dos mais importantes. Para além destes, os BA atribuem importância a outros critérios, aquando da sua avaliação de uma proposta de financiamento. A taxa de rendibilidade esperada, os custos estruturais, o tempo até ao *break-even point*, o potencial de crescimento, os incentivos fiscais ou o



tempo até à saída constituem mais alguns dos critérios deste grupo de critérios financeiros (Hindle & Wenban, 1999; Maxwell et al., 2011; Nunes et al., 2014).

De um modo geral, a importância atribuída aos critérios financeiros por parte dos investidores informais parece estar relacionada com o nível de desenvolvimento dos mercados em que operam. Em mercados menos desenvolvidos, em que o investimento em empresas novas é muitas vezes obtido a partir de familiares e amigos, os critérios financeiros não se revelam tão importantes (Wong & Ho, 2007). Também a experiência do investidor pode ditar a importância atribuída aos critérios financeiros: quando o montante a investir é elevado, e se verifica a necessidade de este seja levado a cabo por vários BA (sindicação), é frequente que os critérios financeiros se tornem mais importantes (Harrison et al., 2010).

#### ***2.4.5. O Plano de Negócios e a apresentação do empresário***

O estabelecimento de uma relação de confiança entre o empresário que procura financiamento e o BA que investe no negócio constitui um dos pilares para que o sucesso no processo de investimento seja atingido. É imperativo que ambos estejam comprometidos com o êxito do processo de investimento, e que sejam capazes de ultrapassar as dificuldades que, inevitavelmente, vão surgindo ao longo do processo. Que a confiança se ganha com o tempo é inegável, mas uma boa primeira impressão é um sinal positivo, tanto para o empresário como para o BA. O caminho a percorrer é difícil, e só um empresário comprometido e apaixonado o consegue completar. Um plano de negócios bem elaborado e uma apresentação cuidada da ideia de negócio poderão ser aspetos-chave para que a relação entre o empresário e o investidor comece da melhor forma, denotando desde logo a seriedade e o método do empresário. De facto, o estudo dos fatores relacionados com a apresentação de uma proposta de investimento não é novo, mas tem vindo a ganhar importância nos últimos tempos.

Quando se procura financiamento, a elaboração de um plano de negócios é importante. Sucintamente, este documento sintetiza os principais aspetos do negócio que se pretende implementar. São fornecidas informações sobre os promotores do

negócio (a futura equipa de gestão, caso a empresa ainda não tenha sido criada), sobre o conceito do negócio, produto ou serviço, sobre o mercado em que a empresa se irá inserir, sobre a implementação e sobre o investimento necessário. Os BA dão muita importância à estruturação da ideia e ao envolvimento do empresário. Um plano de negócios claro, bem elaborado e respeitador das regras de transparência da informação é uma mais-valia e atuará, para o investidor informal, como um fator atenuante do risco que envolve a operação de investimento numa empresa nova e que, frequentemente, é inovadora e altamente especializada.

A importância do plano de negócios vem destacada na literatura desde a década de oitenta, altura em que também começaram a surgir os primeiros trabalhos sobre o mercado de capital de risco. MacMillan et al. (1985) foram pioneiros na classificação do plano de negócios como uma peça importante, afirmando que o estudo sobre este instrumento deveria ser aprofundado nos anos seguintes, de forma a perceber até que ponto este item poderia influenciar a decisão de investimento em capital de risco. De facto, o plano de negócios foi surgindo em diversos trabalhos. Muzyka et al. (1996) utilizaram a informação disponibilizada pelo plano de negócios como base de comparação, na análise dos dados que obtiveram; Fried & Hisrich (1994) e Feeney et al. (1999) salientam a importância do plano de negócios de forma semelhante, afirmando que os investidores (BA) observam detalhadamente a informação que consta neste instrumento; além disso, surge também em inúmeros trabalhos de investigação que analisam os critérios que influenciam a decisão de investimento de SCR e de BA (Silva, 2004; Sudek, 2007; Nunes et al., 2014). Lange et al. (2007) admitem que a elaboração de um plano de negócios possibilita uma maior captação de fundos, ou seja, este instrumento poderá vir a facilitar a obtenção de financiamento.

A apresentação da proposta do empresário é também fulcral, e a sua importância tem vindo a crescer nos últimos anos, no contexto de investigação académica. A relevância da comunicação da proposta é de tal ordem que pode, por um lado, impressionar os investidores (Macht, 2011) ou, por outro lado, deitar tudo a perder. Por vezes, as propostas que chegam aos BA não vão de encontro àquilo que eles procuram ou não se coadunam com as suas competências; outras, não têm a qualidade desejada (Mason & Harrison, 2002b; Haines Jr. et al., 2003), sendo por isso rejeitadas. Por outras palavras, uma ideia de negócio muito boa pode parecer apenas razoável se não for devidamente

apresentada (Clark, 2008). Tal não implica que o empresário utilize informação excessiva para apresentar a sua ideia: de facto, alguns autores referem que se deve recorrer a uma versão simplificada do plano de negócios aquando da apresentação (Paul et al., 2007; Clark, 2008; Parhankangas & Ehrlich, 2014), de forma a que o investidor possa ficar com uma ideia global do negócio, sem que tenha de despende de muito do seu tempo para o fazer.

A apresentação deve ser clara e concisa, devendo o empresário mostrar um discurso fluente e adequado (Clark, 2008). Segundo este autor, o equilíbrio do empresário e da equipa de gestão parecem ser a chave para que os investidores se interessem pelo seu negócio e seja possível avançar para a fase seguinte. Para além do discurso e do teor da própria apresentação, são ainda apontados outros fatores relevantes para o bom desempenho em apresentação: há que estruturar a apresentação de forma lógica, fundamentando corretamente os assuntos abordados e com um nível de informação adequado. A estes fatores, alia-se a capacidade de persuasão do empresário, que também pode influenciar os BA.

Muitos são os empresários que utilizam estratégias próprias para impressionar os BA e conseguir obter financiamento. Parhankangas & Ehrlich (2014) estudaram esta questão, e identificaram diversos comportamentos que podem influenciar, positiva ou negativamente, a decisão de investimento de BA. Os autores sugerem que o excesso de promoção do negócio ou a excessiva modéstia podem prejudicar os empresários. Não obstante, estes não devem hesitar em mostrar aos seus potenciais investidores um certo grau de otimismo e de confiança. O uso de linguagem positiva, a promoção da inovação e a utilização moderada de estratégias de bajulação parece influenciar positivamente a decisão dos BA.

Cada ideia de negócio tem, inevitavelmente, pontos fortes e pontos fracos. O empresário deve promover os pontos fortes do seu negócio, mas não o deve fazer excessivamente (Sudek, 2007). O mesmo autor refere ainda que o excesso de promoção pode indiciar que seja necessário um investimento avultado, devendo os BA estar alertas para esta possibilidade. A falta de capacidade comunicativa traduz-se num ponto fraco, e pode ser motivo para a rejeição de uma proposta de financiamento (Argerich et al., 2013). A falta de ética do empresário, ou a perceção por parte dos BA

de comportamentos imorais são também potenciadores de eventuais rejeições. Collewaert & Fassin (2013) abordam esta temática: a comunicação é importante no momento da apresentação da ideia de negócio, tornando-se ainda mais imperativa quando se estabelece uma relação entre empresário e investidor. Os conflitos são, segundo estes autores, parcialmente inevitáveis. Contudo, a utilização de uma linguagem agressiva, a omissão de informação e a dualidade de interesses na dicotomia empresário/investidor pode conduzir a saídas prematuras do processo de investimento, dado que a comunicação se mostra insuficiente e o espaço para uma eventual resolução dos conflitos é muito pequeno.

Ultrapassada a primeira fase, é necessário que a relação entre empresário e investidor se vá aprofundando, desenvolvendo-se gradualmente um sentimento de confiança entre ambos. A confiança é um fator fundamental, sobretudo para um empresário que está à procura de financiamento junto de BA (Maxwell & Lévesque, 2011). A confiança advém do envolvimento entre empresários e investidores, e depende do grau com que o envolvimento acontece (Macht, 2011). Mas os benefícios do envolvimento são muitos mais: se o empresário confiar no investidor, a probabilidade de que omita informação relevante diminui, propiciam-se a aprendizagem e a adição de valor à empresa.

É muito importante salientar que todos os critérios apresentados anteriormente podem ser analisados individualmente, mas é imperativo que esta análise nunca os desvincule dos restantes. Por outras palavras, cada um dos critérios influencia em determinada medida a decisão de investimento, mas nunca o faz de forma completamente isolada. Diversos estudos atestam a correlação entre estes critérios, que não são, de todo, completamente dissociáveis (Fairchild, 2011).

## **CAPÍTULO 3 – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO**

### **3.1. Objetivos e Hipóteses**

A decisão de investimento dos investidores privados está sujeita à análise de uma série de fatores. Quando um empresário requer um determinado montante para criar a sua empresa junto de um investidor privado, este analisa a proposta tendo em conta um conjunto de características que, de uma forma ou de outra, acabarão por determinar a decisão do investidor, bem como o montante que irá ser disponibilizado. Entre essas características, estão algumas que se relacionam com o empresário e a equipa de gestão do negócio. O problema de estudo que se coloca é o seguinte: quais são os fatores que determinam o montante inicialmente investido pelos BA, e de que forma o fazem? Este estudo também provoca o surgimento das seguintes questões de investigação:

As características do empresário, as características do investidor e as características da empresa influenciam o montante inicialmente investido pelos BA? Se sim, de que forma o fazem?

O presente trabalho serve o propósito de fornecer elementos que possibilitem a análise do impacto do perfil do empresário, do investidor e da empresa na decisão de investimento. Mais concretamente, pretende-se determinar a influência das características do empresário, das características do investidor e das características da empresa no montante inicialmente investido pelos BA, sendo este o objetivo geral deste trabalho. Uma das razões para a escolha deste objetivo, prende-se com a sinalização na literatura do empresário e da equipa de gestão como um dos fatores com maior relevância para o investidor informal. Autores como MacMillan et al. (1985), foram pioneiros na identificação do empresário e da equipa de gestão como elementos fundamentais na decisão de investimento. Desde então, diversos aspetos mais específicos relacionados com o empresário têm sido abordados na literatura, por diversos autores: a personalidade e a experiência (MacMillan et al., 1985; Muzyka et al., 1996), a confiança e a honestidade entre empresários e investidores (Sudek, 2007; Clark, 2008), a comunicação (Macht, 2011), ou a forma como os empresários se apresentam diante dos BA (Lange et al., 2007; Parhankangas & Ehrlich, 2014) constituem algumas das temáticas estudadas até ao momento. Por outro lado, tendo em

conta que se pretende determinar a influência que se exerce sobre o montante inicialmente investido, devem também ser tidos em conta outros fatores capazes de influenciar a decisão de investimento dos BA e que poderão, igualmente, determinar o montante inicialmente investido pelos BA, como as características da empresa que recebe o investimento e as características do investidor que o leva a cabo. Como tal, o primeiro objetivo específico consiste em identificar as características do empresário que influenciam o montante inicialmente investido pelos BA. O segundo objetivo específico consiste em identificar as características do investidor que influenciam o montante inicialmente investido pelos BA. Por último, o terceiro objetivo específico consiste em identificar as características da empresa que influenciam o montante inicialmente investido pelos BA. Para alcançar os objetivos apresentados foram criadas as seguintes hipóteses:

*Hip. 1:* O aumento do número de empresas fundadas pelos BA influencia positivamente o montante inicialmente investido.

*Hip. 2:* O aumento da idade dos BA influencia negativamente o montante inicialmente investido.

*Hip. 3:* O aumento do nível de formação académica dos BA influencia positivamente o montante inicialmente investido.

*Hip. 4:* BA do género masculino investem, inicialmente, montantes superiores aos dos BA do género feminino.

*Hip. 5:* Empresas do tipo *Early Stage* impactam positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 6:* O aumento do número de horas de negociação, prévias à decisão de investimento, influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 7:* O aumento da duração do ciclo de investimento influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 8:* O surgimento do projeto de investimento por via da monitorização ou de apresentações do grupo de investidores a que o BA pertence, influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 9:* O empresário ser amigo do BA ou já ter trabalhado com ele previamente, influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 10:* O empresário ser referenciado por amigos ou contactos profissionais dos BA, influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 11:* O sucesso dos empresários em processos de investimento anteriores, fundando ou liderando outros negócios, influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 12:* A experiência profissional e de gestão dos empresários influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 13:* O conhecimento técnico e/ou de vendas e de *marketing* manifestado pelos empresários influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 14:* A identificação de um risco relacionado com a equipa de gestão influencia negativamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 15:* A identificação de um risco relacionado com o mercado influencia negativamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 16:* A identificação de um risco financeiro influencia negativamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 17:* O posicionamento da empresa de forma a beneficiar das expectativas de crescimento de mercado influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 18:* A preferência dos empresários pelo alcance de novos objetivos, de forma flexível, utilizando para isso os meios e capacidade já existentes, influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 19:* A preferência dos empresários por investimentos de menor dimensão, com vista à obtenção de *cash-flows* positivos rapidamente, influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

*Hip. 20:* A preferência dos empresários por investimentos de maior dimensão, de acordo com o planejamento prévio, influencia positivamente o montante inicialmente investido pelos BA.

Os assuntos que se relacionam com este conjunto de hipóteses têm merecido a atenção de diversos autores: o estágio de desenvolvimento da empresa (Månsson & Landström, 2006; Romaní et al., 2013), o processo de *due diligence* (Macht, 2011; Maxwell & Lévesque, 2011; Collewaert & Fassin, 2013) ou os diversos tipos de risco associados aos investimentos dos BA (Sudek, 2007, Parhankangas & Ehrlich, 2014) são algumas das temáticas mais populares.

### **3.2. A amostra**

Com vista ao estudo da influência das características do empresário no investimento realizado por BA, bem como dos restantes fatores relacionados com as características do investidor e com as características da empresa, foi utilizada aquela que é umas das maiores bases de dados sobre BA em todo o mundo. A referida base de dados foi criada pela *Kauffman Foundation*, uma fundação privada fundada nos E.U.A. em meados da década de sessenta, pelo empresário Ewing Marion Kauffman. O foco desta organização abrange as áreas do empreendedorismo e da educação, e tem por objetivo a promoção de uma sociedade de indivíduos economicamente independentes e cidadãos comprometidos com as comunidades em que se inserem.



A génese desta base de dados está relacionada com o *Angel Investment Performance Project* (AIPP), um programa direcionado exclusivamente para investidores privados que são membros de grupos de investimento, a fim de facilitar o acesso mais eficiente aos BA e fornecer uma amostra representativa desta população. O projeto data do ano de dois mil e sete, mas a informação constante desta base de dados diz respeito a estratégias pré e pós-investimento e aos retornos ganhos em investimentos já terminados, para o período compreendido entre mil novecentos e noventa e dois mil e sete (Wiltbank & Boeker, 2007). Os dados, da base de dados, foram recolhidos através de questionário, disponibilizado na *internet*.

Para a obtenção de dados, os investigadores do AIPP contactaram duzentos e setenta e seis grupos de BA, para que partilhassem as suas experiências, de forma confidencial, através de um questionário disponibilizado *online*. Oitenta e seis grupos participaram no projeto, obtendo uma taxa de resposta de trinta e um por cento. Em termos individuais, treze por cento dos membros dos oitenta e seis grupos responderam ao questionário, totalizando quinhentas e trinta e nove respostas, com registo de três mil e noventa e sete investimentos e mil cento e trinta e sete saídas de processos de investimento.

Sucintamente, os dados fornecidos pela base de dados estão organizados em três grupos distintos. O primeiro grupo corresponde a informações apenas sobre o investidor, sem quaisquer referências à etapa que o processo de investimento atravessa; o segundo grupo engloba informações sobre os investidores em processos de investimento que já terminaram; por último, o terceiro grupo inclui informações sobre investimentos que ainda estavam a decorrer no momento da recolha dos dados, bem como informações sobre os próprios investidores.

Tendo em conta os objetivos delineados para esta dissertação, apenas foram incluídas as observações respeitantes ao segundo grupo, isto é, apenas foram consideradas observações sobre processos de investimento já finalizados. A razão para a escolha deste grupo de observações é de fácil compreensão, tendo em conta que se pretende estudar de que forma o perfil do empresário influencia o montante investido. O primeiro grupo não contém esta informação, pois apenas retrata os investidores e não os seus investimentos. O terceiro grupo contempla investimentos que ainda estão a decorrer, ou seja, nada garante que não irão acontecer novos *rounds* de investimento, até porque não

existe informação relativamente à data em que se prevê a cessação do investimento dos BA. Restam, neste contexto, apenas as observações do segundo grupo que são, por sinal, as mais completas em termos do número de variáveis consideradas. Na secção seguinte serão detalhados, de forma mais pormenorizada, alguns aspetos sobre o tipo de variáveis que compõem a base de dados inicial e sobre as variáveis efetivamente utilizadas na presente dissertação.

Em suma, foram consideradas cento e oitenta observações, com informações sobre cento e um BA. Este é um número de observações bastante inferior ao inicial, mas existem vários motivos para este encurtamento. Como já foi referido anteriormente, apenas são interessantes para esta dissertação as observações que dizem respeito a investimentos já concluídos. Tendo em conta a forma como a base de dados foi organizada, este tipo de observações disponibiliza um nível de informação que as observações dos restantes dois grupos não conseguem igualar. As diferenças surgem devido à forma como o questionário, que serviu de base para a recolha de dados, está estruturado. As questões iniciais são de identificação, tendo todos os BA contactados a possibilidade de responder. Não obstante, as questões seguintes dizem respeito ao último investimento que os BA realizaram e, neste contexto, pode dar-se o caso de que ainda não tenham efetuado nenhum investimento (existe, de facto, este tipo de situação).

Por outro lado, muitas das observações referentes a investidores que ainda se encontram em processo de investimento ou, por outras palavras, investidores que ainda não efetuaram saída do investimento, não possuem dados relativos à sua perceção sobre o empresário ou sobre a equipa de gestão, possivelmente porque o ciclo de investimento ainda se encontra no princípio. Ora, esta falta de informação não é, de todo, desejável, o que obriga a excluir da amostra todos os casos em que se verifica esta lacuna e que justifica, em grande medida, o acentuado decréscimo do número de observações finais da amostra. Em suma, a falta de informação foi um dos principais critérios de exclusão de observações, da amostra final.

É importante salientar que também se verifica um elevado número de observações em que não é possível conhecer o montante investido pelos BA, no último negócio em que participaram. Esta é uma informação muito valiosa para o estudo que se pretende realizar nesta dissertação, pelo que todas as observações que não possuíam esse item

também foram excluídas. Na secção seguinte será clarificada a importância do montante investido.

### **3.3. As variáveis de estudo**

A base de dados do AIPP é composta por mais de setenta variáveis, com diversas informações sobre os BA, sobre as empresas em que estes investem e sobre os seus hábitos de investimento.

Dado o tipo de estudo pretendido, nem todas as variáveis se adequam à realidade que se pretende estudar. Recorde-se que se pretende estudar de que forma o investimento de BA é influenciado, pelo que nem todas as variáveis presentes na base de dados original foram mantidas. A principal variável deverá reportar informação sobre o montante investido pelos BA, para que se possa perceber de que forma as restantes variáveis a alteram.

Como já foi referido na secção anterior, o montante investido ocupa uma posição nuclear nesta investigação. É fundamental quantificar o montante investido pelos BA, para que seja também possível perceber de que forma este se altera em diversos contextos. Por essa razão, foi criada a variável *InvestInicial*, que é a variável dependente dos vários modelos de regressão linear múltipla que foram criados para estudar os fatores que mais influenciam, tanto de forma positiva como de forma negativa, o montante que é investido pelos BA. Esta variável corresponde, portanto, ao montante inicialmente investido, em dólares americanos (USD), pelos BA. As observações sem informação sobre o valor investido foram excluídas da base de dados, assim como outras observações demasiado incompletas, que poderiam retirar qualidade ao estudo, conforme mencionado na secção anterior.

Assim, foram consideradas trinta e uma variáveis, classificadas em três grupos:

- *Características do Investidor;*

- *Características da Empresa e;*

- *Características do Empresário.*

O grupo *Características do Investidor (CInvestidor)* conta com nove variáveis, que fornecem informação pessoal e profissional sobre o investidor e que se apresentam de seguida.

- *AnosInvestidor*: número de anos como investidor do BA.

- *AnosEmpresário*: número de anos como empresário do BA.

- *ExpProfGE*: experiência profissional do BA em grandes empresas, em anos.

- *NumEmpFund*: número de empresas que o BA fundou.

- *TotalInvestimentos*: número de investimentos que o BA realizou.

- *TotalSaídas*: número de saídas de investimentos que o BA efetuou.

- *Idade*: idade do BA, em anos.

- *FormAcad*: variável sobre o grau de formação académica do BA. Assume o valor “1” se o investidor possui, no mínimo, o grau académico de *Bachelors* (sensivelmente equivalente a uma licenciatura europeia, com uma duração de três ou quatro anos), que neste trabalho será designado de Licenciatura; assume o valor “2” se possuir uma Pós-graduação; o valor “3” caso o BA possua o grau académico de Mestrado e; “4”, caso o BA possua um Doutoramento). Na amostra utilizada na presente dissertação não existe nenhum caso em que os BA não possuam, pelo menos, o grau académico de *Bachelors*, pelo que se optou por esta classificação, sem prejuízo de excluir casos em que os investidores não possuem qualificações de ensino superior.

- *Género*: variável *dummy* que representa o género do BA. Assume o valor “1” se o investidor é do género masculino e assume o valor “0” se o investidor é do género feminino.

O grupo *Características da Empresa (CEmpresa)* conta com seis variáveis, que facultam informação sobre as empresas em que os BA investem, bem como alguns detalhes sobre o processo de investimento. As variáveis presentes apresentam-se de seguida.

- *InvestInicial*: montante investido inicialmente, em USD, pelos BA.

- *AnosExpSetor*: número de anos de experiência do BA no setor de atividade do seu último investimento.

- *DumEarlyStage*: variável *dummy* que representa o tipo de investimento. Assume o valor 1 se a empresa em que o BA investiu era do tipo *Early Stage* (*seed, start-up* ou *early growth*) e assume o valor 0 se a empresa em que o BA investiu era do tipo *Later Stage* (*late growth* e *turn around*).

- *Coinvestidores*: número de investidores que participaram no processo de investimento, desde o investimento inicial, juntamente com o BA.

- *Diligence*: número de horas de negociação, antes do investimento.

- *DuraçãoCicloInv*: número de anos decorridos desde o investimento inicial até ao momento da saída do investimento.

O grupo *Características do Empresário (CEmpresário)* conta com quinze variáveis, que reportam diversas informações acerca do empresário que recebeu financiamento dos BA. É importante salientar que todas as variáveis deste grupo refletem a perceção do BA acerca do empresário, aquando da análise do projeto de investimento, isto é, o tipo de informação presente que as variáveis fornecem depende inteiramente da forma como o investidor avaliou o empresário e, por esse motivo, a informação não está isenta de alguma subjetividade. Este grupo, em particular, encontra-se dividido em quatro subgrupos: *Fonte do Investimento*; *Equipa de Gestão*; *Riscos do Investimento* e; *Perceção do Investidor sobre o Empresário*. Os três primeiros subgrupos estão associados a variáveis dicotómicas, em que o valor “1” significa que o investidor selecionou determinada variável e o valor “0” significa que não selecionou. Salienta-se ainda a existência da possibilidade de que o BA não tenha selecionado qualquer

variável. Nesses casos, a variável também assume o valor “0”. O subgrupo *Fonte do Investimento* inclui variáveis que se relacionam com a gênese do projeto de investimento, que se apresentam de seguida.

- *GrupoInvest*: se o projeto de investimento surgiu da monitorização ou de apresentações do grupo de investidores a que o BA pertence.

- *Pessoal*: se o BA é amigo ou já trabalhou com o empresário previamente.

- *ReferOutros*: se o empresário foi referenciado por amigos do BA ou através de contactos profissionais do mesmo.

O subgrupo *Equipa de Gestão* é composto por variáveis que caracterizam o empresário e a equipa de gestão do negócio, que se apresentam de seguida.

- *Sucesso*: se a Equipa de Gestão do projeto de investimento fundou, liderou e/ou obteve sucesso noutros projetos.

- *ExpEquipaGestão*: se a Equipa de Gestão possui experiência profissional em grandes empresas e/ou, experiência de gestão.

- *ConhecimentoTec*: se a Equipa de Gestão do projeto de investimento possui conhecimentos técnicos e/ou de vendas e de marketing.

O subgrupo *Riscos do Investimento* compreende variáveis que captam os principais riscos que os BA enfrentam no momento em que decidem investir em novos negócios. As variáveis apresentam-se de seguida.

- *RiscoEquipaGestão*: se o BA selecionou, como um dos três principais riscos que enfrenta quando realiza novos investimentos, assuntos relacionados com a equipa de gestão.

- *RiscoEmpresa*: se o BA selecionou, como um dos três principais riscos que enfrenta quando realiza novos investimentos, a tecnologia ainda em desenvolvimento e/ou assuntos operacionais relacionados com o volume de produção.

- *RiscoMercado*: se o BA selecionou, como um dos três principais riscos que enfrenta quando realiza novos investimentos, assuntos relacionados com o mercado, como a elevada concentração de clientes e base de clientes fragmentada e/ou desafios do canal de marketing e ameaças competitivas.

- *RiscoFinanceiro*: se o BA selecionou, como um dos três principais riscos que enfrenta quando realiza novos investimentos, a necessidade de capital intensivo e/ou aspetos relacionados com a regulamentação.

O quarto subgrupo, *Perceção do Investidor sobre o Empresário*, não segue a estrutura dos três subgrupos anteriores. Neste caso, os BA foram confrontados com algumas afirmações com as quais poderiam concordar ou discordar, numa escala do tipo Likert, de seis pontos. As variáveis, e afirmações subjacentes, apresentam-se de seguida.

- *PosicionarCrescimento*: diria que o empresário tentou posicionar a empresa de forma a beneficiar das expectativas de crescimento do mercado?

- *ObjetivosExistentes*: diria que o empresário enfatizou a aquisição dos meios necessários para atingir os objetivos já existentes?

- *NovosObjetivos*: diria que o empresário enfatizou a utilização dos meios e capacidade existentes para alcançar novos objetivos de forma flexível?

- *CashflowRápido*: diria que o empresário priorizou a realização de pequenos investimentos, com o intuito de obter *cash-flows* positivos mais rapidamente?

- *SeguirPlano*: diria que o empresário priorizou a realização de investimentos maiores, de acordo com o plano, mesmo que isso implique um atraso na obtenção de *cash-flows* positivos?

Foi ainda criada uma variável, denominada #BA, que não foi incluída no tratamento estatístico. A utilidade desta variável prende-se somente com o facto de poder controlar, a todo o momento, a identidade dos BA. Na amostra considerada, existe a possibilidade de que várias observações pertençam a um mesmo investidor, ainda que não apresentem, à partida, um conjunto de características semelhantes, que possibilitem a

identificação de um padrão comportamental. Tal pode acontecer porque alguns BA investem em vários setores de atividade, todos eles diferentes entre si, o que pode implicar variações na abordagem e nos hábitos de investimento dos BA. O risco associado ao investimento também varia consoante o ramo de atividade da empresa que recebe financiamento. Como tal, é compreensível que surjam, para um mesmo investidor, disparidades ao nível dos montantes investidos, da duração do ciclo de investimento ou da ponderação que o mesmo atribui aos diversos fatores associados às variáveis do subgrupo *Características do Empresário*, anteriormente enunciadas.

De seguida, são apresentadas as tabelas de classificação das variáveis enunciadas anteriormente.

Grupo	Variáveis	Nomenclatura	Tipologia/Unidade de Medida
CInvestidor	AnosInvestidor AnosEmpresário ExpProfGE NumEmpFund TotalInvestimentos TotalSaídas Idade FormAcad Género	AnosInvest AnosEmpre ExpProfGE NumEmpFund TInvest TSaídas Idade FormAcad Género	Quantitativa/Anos Quantitativa/Anos Quantitativa/Anos Quantitativa/Numérica Quantitativa/Numérica Quantitativa/Numérica Quantitativa/Anos Qualitativa/Ordinal Qualitativa/ <i>Dummy</i>
CEmpresa	InvestInicial AnosExpSetor DumEarlyStage Coinvestidores Diligence DuraçãoCicloInv	InvestInicial AnosExpSet dEarlySt Coinv Diligence DurCicloInv	Quantitativa/Numérica Quantitativa/Anos Qualitativa/ <i>Dummy</i> Quantitativa/Numérica Quantitativa/Horas Quantitativa/Anos
CEmpresário	GrupoInvest Pessoal ReferOutros Sucesso ExpEquipaGestão ConhecimentoTec RiscoEquipaGestão RiscoEmpresa RiscoMercado	GrupoInv Pessoal ReferOutros Sucesso ExpEquipaGes CTécnico REquipaGes REmpresa RMercado	Qualitativa/ <i>Dummy</i>



	RiscoFinanceiro	RFinanceiro	
	PosicionarCrescimento	PosCrescim	Qualitativa/Ordinal
	ObjetivosExistentes	ObjExist	
	NovosObjetivos	NovosObj	
	CashflowRápido	CfRápido	
	SeguirPlano	SeguirPlano	

Tabela 1 – Enumeração das variáveis e respectivas nomenclaturas.

Grupo	Variáveis	Designação	Descrição
CInvestidor	AnosInvest, AnosEmpre, ExpProfGE	1	Entre 0 e 5 anos
		2	Entre 6 e 10 anos
		3	Entre 11 e 20 anos
		4	Entre 21 e 35 anos
		5	Mais de 36 anos
	NumEmpFund	1	Entre 0 e 5
		2	Entre 6 e 10
		3	Entre 11 e 15
		4	Entre 16 e 20
		5	Mais de 20
	TInvest	1	Entre 0 e 5
		2	Entre 6 e 10
		3	Entre 11 e 20
		4	Entre 21 e 40
		5	Mais de 40
	TSaídas	1	Entre 0 e 2
		2	Entre 3 e 5
		3	Entre 6 e 10
		4	Entre 11 e 20
		5	Mais de 20
	Idade	1	Entre 18 e 40 anos
		2	Entre 41 e 50 anos
		3	Entre 51 e 60 anos
		4	Entre 61 e 70 anos
		5	Mais de 70 anos
FormAcad	1	Licenciatura	
	2	Pós-graduação	
	3	Mestrado	
	4	Doutoramento	

Tabela 2 – Intervalos das variáveis do grupo *Características do Investidor*.

Grupo	Variáveis	Designação	Descrição
CEmpresa	AnosExpSet	1	Sem experiência
		2	Entre 1 e 5 anos
		3	Entre 6 e 10 anos
		4	Entre 11 e 20 anos
		5	Mais de 20 anos
	Coinv	1	Sem coinvestidores
		2	1 ou 2
		3	Entre 3 e 5
		4	Entre 6 e 10
		5	Mais de 10
	Diligence	1	Sem negociação
		2	Entre 1 e 10 horas
		3	Entre 10 e 50 horas
		4	Entre 51 e 250 horas
		5	Mais de 250 horas
DurCicloInv	1	Menos de 1 ano	
	2	1 ou 2 anos	
	3	Entre 3 e 5 anos	
	4	Entre 6 e 10 anos	
	5	Mais de 10 anos	

Tabela 3 – Intervalos das variáveis do grupo *Características da Empresa*.

De entre o conjunto de variáveis que se apresentam, existem algumas variáveis que já foram estudadas por diversos autores, e cujos impactos sobre o investimento são reconhecidos na literatura. Por oposição, outras variáveis presentes neste trabalho ainda não foram estudadas no passado. A Tabela 4 sintetiza os impactos que se observam na literatura e projeta as expectativas em relação aos impactos das variáveis que ainda não foram estudadas.

Grupo	Variáveis	Impactos sobre o Investimento	
		Literatura	Expetativa
Investidor	NumEmpFund	N.A.	+
	Idade	-	-
	FormAcad	+	+
	Género	N.A.	+
Empresa	dEarlySt	+/-	+

	Diligence	+	+
	DurCicloInv	-	-
Empresário	GrupoInv	N.A.	+
	Pessoal	+	+
	ReferOutros	+	+
	Sucesso	+	+
	ExpEquipaGes	+	+
	CTécnico	+	+
	REquipaGes	-	-
	RMercado	-	-
	RFinanceiro	-	-
	PosCrescim	N.A.	+
	NovosObj	N.A.	+
	CfRápido	N.A.	+
	SeguirPlano	N.A.	+

N.A.: A influência destas variáveis ainda não foi estudada por outros autores.

Tabela 4 – Resumo dos impactos das variáveis observados na literatura e expectativas para o presente trabalho.

### 3.4. O modelo empírico

O montante disponibilizado pelos BA pode ser determinado por diversos fatores que, positiva ou negativamente e, em menor ou maior grau, acabam por ditar qual será, efetivamente, o valor investido num determinado negócio. A base de dados utilizada, já caracterizada nos capítulos anteriores, compreende um conjunto de variáveis que auxiliam na compreensão da realidade do investimento no mercado informal de capital de risco norte-americano.

Nesse sentido, a utilização de modelos de regressão múltipla adequa-se ao tipo de investigação pretendida, constituindo uma forma simples e relativamente eficaz de estudar o fenómeno do investimento de BA.

De facto, a utilização deste tipo de modelos é frequente em trabalhos de natureza científica, sobretudo no domínio das ciências sociais. A teoria económica e financeira sugere que muitos dos fenómenos que acontecem no quotidiano das empresas sofrem influência de múltiplos fatores, pelo que se torna mais adequada a utilização de um

modelo capaz de captar tais influências, e não apenas a análise isolada e restritiva de um único fator.

Sucintamente, e de forma genérica, o modelo de regressão linear múltipla compreende uma variável dependente ou explicada, e uma série de variáveis independentes ou explicativas. Neste caso em concreto, as distintas variáveis estão distribuídas por três grupos: *Características do Investidor* (*CInvestidor*), *Características da Empresa* (*CEmpresa*) e *Características do Empresário* (*CEmpresário*). Em cada um dos vários modelos utilizados, o quantitativo de variáveis altera-se. Cada um dos três grupos poderá contar com mais ou menos variáveis, mas tal não significa que sejam sempre incluídas variáveis em cada um dos três grupos. Nada indica, à partida, que o melhor modelo de regressão linear múltipla terá de abranger, obrigatoriamente, variáveis dos diversos grupos. Em suma, existe a possibilidade de que não se incluam quaisquer variáveis em algum dos grupos. Por essa razão, optou-se pela apresentação da equação de regressão de uma forma mais genérica. Cada modelo analisado possui a sua própria equação, obedecendo a esta estrutura, com as devidas adaptações de acordo com as variáveis que se incluem. Em termos matemáticos, a variável dependente é LOG (*InvestInicial<sub>i</sub>*), e é uma função linear de *k* variáveis explicativas, para *i* observações, incluídas nos três grupos *CInvestidor<sub>1k</sub>*, *CEmpresa<sub>2k</sub>*, *CEmpresário<sub>3k</sub>*, e dos resíduos  $\varepsilon_i$ , obtendo-se uma equação do tipo:

$$\text{LOG}(\text{InvestInicial}_i) = \beta_0 + \beta_{1ki} f(\text{CInvestidor}_{1ki}) + \beta_{2ki} f(\text{CEmpresa}_{2ki}) + \beta_{3ki} f(\text{CEmpresário}_{3ki}) + \varepsilon_i$$

Em todos os modelos de regressão linear múltipla, procedeu-se à validação dos pressupostos da Normalidade, Autocorrelação, Homocedasticidade e Multicolinearidade. A utilização do logaritmo da variável dependente está inteiramente relacionada com a validação do pressuposto da Autocorrelação, que não foi validado em diversos modelos testados, nos quais a variável dependente era o montante inicialmente investido (*InvestInicial*). Gujarati & Porter (1999) propõem uma medida corretiva que permite ultrapassar este problema e validar o pressuposto da Autocorrelação em todos os modelos de regressão linear múltipla (a medida corretiva também é indicada para a validação do pressuposto da Homocedasticidade, sob o qual não se verificaram quaisquer problemas neste trabalho). A alteração mencionada consiste na atribuição de

uma outra forma funcional à variável dependente. Por outras palavras, o modelo passa a ser estimado através do logaritmo da variável dependente. Em suma, a inclusão do logaritmo permite contornar o problema da validação do pressuposto da Autocorrelação, na medida em que se comprime a escala em que a variável dependente é medida. A Tabela 5 retrata a evolução apreciada na validação dos diversos pressupostos, após utilização da medida corretiva supracitada.

Antes da transformação da variável dependente	
Normalidade	Validado
Autocorrelação	Não validado
Homocedasticidade	Validado
Multicolinearidade	Validado
Após a transformação da variável dependente	
Normalidade	Todos os pressupostos foram validados
Autocorrelação	
Homocedasticidade	
Multicolinearidade	

Tabela 5 – Evolução na validação dos pressupostos dos modelos de regressão linear múltipla.

A Normalidade foi testada através do teste de Kolmogorov-Smirnov (K-S), aplicado a uma amostra. Recorreu-se ao *software* estatístico SPSS (versão 22), para efetuar o teste. Trata-se apenas de uma mera formalidade, pois a amostra é suficientemente grande para que, recorrendo às propriedades do Teorema do Limite Central, se possa assumir que a distribuição dos estimadores é aproximadamente normal (Gujarati & Porter, 1999).

A Homocedasticidade foi testada através do teste de Breusch-Pagan. Para a realização deste teste, utilizou-se o *software* estatístico Stata/SE (versão 13).

A Autocorrelação começou por ser testada através do teste de Durbin Watson, que não revelou resultados conclusivos. Por essa razão, a Autocorrelação foi posteriormente testada através do teste de Breusch-Godfrey. Este teste possui ainda a particularidade de manifestar uma menor sensibilidade à assunção da normalidade da distribuição dos resíduos. Para a realização deste teste, também se utilizou o *software* estatístico Stata/SE (versão 13).

A Multicolinearidade foi testada através de três indicadores fundamentais. O primeiro indicador é o nível de *Tolerância*, que mede o grau em que a variável dependente é explicada pelas variáveis independentes. O segundo indicador denomina-se *VIF (Variance Inflation Factor)*, e é um indicador complementar, inverso ao da *Tolerância*. O terceiro indicador denomina-se *Condition Index*, e obtém-se a partir do diagnóstico de multicolinearidade realizado pelo *software* estatístico SPSS (versão 22). Este indicador reflete a proporção de variância explicada por cada componente principal do modelo.

Salienta-se ainda que a unidade de medida da variável dependente, *InvestInicial*, lê-se em dezenas de milhares de USD (excetuam-se as referências a esta variável na secção 4.1., em que o montante inicialmente investido é apresentado em unidades, para maior simplicidade e facilidade de compreensão).

Espera-se que os diversos modelos possam clarificar quais são as variáveis que realmente condicionam, de uma forma ou de outra, o investimento realizado por BA, e quantificar as alterações que por elas são causadas, com o devido suporte estatístico.

O tratamento dos dados, a fim de aplicar os modelos de regressão linear múltipla, foi executado através do *software* estatístico SPSS (versão 22).

## CAPÍTULO 4 – ANÁLISE DE RESULTADOS

### 4.1. Caracterização da amostra e análise descritiva

No capítulo anterior foram apresentadas as razões para a escolha da amostra, bem como as variáveis que a constituem. De seguida, serão analisadas as estatísticas descritivas mais importantes para a caracterização do grupo de investidores que compõem a amostra, recorrendo novamente a uma divisão em três grupos: *Características do Investidor*, *Características da Empresa* e *Características do Empresário*. Este último grupo divide-se em quatro subgrupos: *Fonte do Investimento*; *Equipa de Gestão*; *Riscos do Investimento*; e; *Perceção do Investidor sobre o Empresário*. Uma vez que existem variáveis com características muito distintas entre os três grupos, optou-se por analisar cada um dos grupos e subgrupos de forma individual, a fim de efetuar uma análise intragrupal e compreender melhor a forma de atuação dos BA.

Recorde-se que amostra selecionada engloba cento e oitenta observações, com informações sobre cento e um BA.

Variáveis	N	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
AnosInvest	154	13,21	9,103	1	49
AnosEmpre	155	17,86	9,922	0	49
ExpProfGE	153	14,05	11,236	0	40
NumEmpFund	155	3,67	3,925	0	23
TInvest	161	14,74	10,304	1	63
TSaídas	180	4,97	5,043	1	32
Idade	152	57,90	10,185	36	81
FormAcad	144	-	0,944	1	4
Variáveis	N	Grau	Frequência	Porcentagem	P.A.
FormAcad	144	1	32	22,2	22,2
		2	13	9,0	31,2
		3	85	59,0	90,2
		4	14	9,8	100,0
Género	151	0	15	9,9	9,9
		1	136	90,1	100,0

Tabela 6 – Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo *Características do Investidor*.

No que concerne às *Características do Investidor* (Tabela 6), pode dizer-se que enquanto *investidor privado* (*AnosInvest*), o BA exerce atividade, em média, há 13 anos. Observa-se que a amostra tanto inclui BA experientes, que já investem há 49 anos, como BA com escassa experiência que, como investidores, completaram apenas um ano. Como *empresário* (*AnosEmpre*), o BA atua, em média, há 18 anos mas, tal como sucede com a experiência enquanto investidor, existe uma amplitude considerável: alguns dos BA são empresários há 49 anos, enquanto que outros ainda não completaram o primeiro ano, ou nem sequer exercem tal atividade. Da mesma forma, a *experiência profissional em grandes empresas* (*ExpProfGE*) pode atingir os 40 anos ou, contrariamente, pode ser inferior a um ano ou até inexistente. Em média, essa experiência cifra-se nos 14 anos. No que respeita ao *número de empresas fundadas* pelo BA (*NumEmpFund*), a média da amostra situa-se entre 3 e 4 empresas fundadas, podendo alguns dos BA terem ajudado a fundar até 23 empresas ou, noutros casos, ainda não ter fundado qualquer empresa. Em média, o BA realizou 15 *investimentos* (*TInvest*) e efetuou 5 *saídas* (*TSaídas*), mas existem casos em que o investidor efetuou até 63 investimentos e experienciou 32 saídas. Contrariamente, também é possível encontrar BA com um único investimento realizado e uma única saída contabilizada (recorde-se que, conforme referido na secção 3.3., ter efetuado uma saída de investimento constituiu um dos requisitos para que o investidor fosse considerado nesta amostra, daí que não existam investidores que não tenham efetuado, pelo menos, uma saída de investimento; tal não se aplica ao caso da variável *NumEmpFund*, pois o investidor pode já ter realizado investimentos que não fossem destinados à criação da empresa como por exemplo, investimentos do tipo *Later Stage*).

A idade média dos BA considerados nesta amostra é de 58 anos de *idade* (*Idade*). Não obstante, o leque de idades é bastante variado, uma vez que abrange investidores com idades compreendidas entre os 36 e os 81 anos. Na amostra considerada, todos os BA obtiveram um *grau académico* de ensino superior (*FormAcad*): cerca de 22% dos BA possuem o grau académico de Licenciatura; 9% obteve uma Pós-graduação; 59% possui o grau académico de Mestrado e, por fim, aproximadamente 10% concluíram o Doutoramento. A amostra é dominada por investidores do *género* (*Género*) masculino, que representam cerca de 90% do total da amostra em estudo.



Pela análise destas características, constata-se que a amostra inclui um conjunto de investidores bastante heterogêneo. A existência de um amplo leque de idades, bem como experiência pessoal e profissional diversificadas, parecem indicar isso mesmo. No entanto, todos os investidores possuem formação acadêmica avançada, sendo este o aspecto em que mais convergem.

Variáveis	N	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
InvestInicial	180	155.549,17	441.821,50	5.000,00	5.000.000,00
AnosExpSet	150	6,55	10,122	0	47
Coinv	147	4,17	4,768	0	12
Diligence	150	91,92	428,495	0	5000
DurCicloInv	163	3,69	2,959	0	23
Variáveis	N	Grau	Frequência	Porcentagem	P.A.
dEarlySt	159	0	12	7,5	7,5
		1	147	92,5	100,0

Tabela 7 – Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo *Características da Empresa*.

No que respeita às *Características da Empresa* que recebeu o investimento (Tabela 7), existem diversos aspetos a considerar. O primeiro, e mais relevante, é o *investimento inicial (InvestInicial)*. Na amostra selecionada, o BA investiu em média, aproximadamente, 155.550 USD, mas existe um amplo leque no que se refere aos montantes investidos. O desvio-padrão desta variável é considerável: repare-se que o montante inicialmente investido pelos BA varia entre os 5.000 USD e os 5 milhões de USD. A *experiência do BA, no setor em que realizou o seu último investimento (AnosExpSet)* ronda, em média, os 7 anos, mas também existem casos de experiência nula e de experiência de até 47 anos no setor do último investido realizado. Em relação ao *tipo de investimento (dEarlySt)* que, conforme descrito na secção 3.4., pode ser do tipo *Early Stage* ou *Later Stage*, aprecia-se uma clara tendência à preferência por investimentos do tipo *Early Stage* que, nesta amostra, atingem quase 93% do total de investimentos realizados pelos BA. Os investimentos são realizados com uma média de 4 *coinvestidores (Coinv)*. Não obstante, o número de investidores por investimento estará relacionado com a dimensão do investimento. Conforme descrito anteriormente, existem nesta amostra investimentos de montantes consideráveis o que poderá, naturalmente, acrescer o número de investidores, de forma a diversificar o risco do investimento e a possibilitar a captação de montantes de maior dimensão. Assim, podem

encontrar-se até 12 coinvestidores para um único investimento ou, em situações opostas, não ser necessário coinvestimento e, nessas circunstâncias, o BA dará sequência ao investimento de forma individual. Em termos do *número de horas de negociação (Diligence)*, num momento prévio ao investimento, igualmente se constata heterogeneidade. Alguns BA investem sem recurso à negociação; outros chegam a negociar 5.000 horas antes de se decidirem a investir. A média do número de horas de negociação (*Diligence*) cifra-se em 92 horas, aproximadamente. O *ciclo de investimento (DurCicloInv)* tem uma duração média de 4 anos, mas é possível encontrar casos de investimentos de curta duração, com uma permanência por parte dos BA de apenas alguns meses. Por oposição, também estão retratados investimentos com ciclos mais longos, que podem durar mais de 20 anos.

Tal como sucede no grupo referente às *Características do Investidor*, também as *Características da Empresa* manifestam alguns contrastes, desde logo pela avultada disparidade no que concerne aos montantes inicialmente investidos. A experiência dos investidores no mercado também se mostra bastante heterogénea, tal como o número de horas de negociação e a duração do ciclo de investimento, algo que remete para a possibilidade de que existam empresas de todo o tipo, a operar em setores de atividades que pouco têm em comum. No entanto, mesmo com todas estas diferenças, uma percentagem muito elevada de BA levaram a cabo os seus investimentos em empresas do tipo *Early Stage*, uma prática que é comum em investidores privados e que os distingue de outras fontes de financiamento (Sohl, 1999; Mason & Harrison, 1999).

Variáveis	N	Grau	Frequência	Percentagem	P.A.
GrupoInv	180	0	133	67,8	67,8
		1	47	32,2	100,0
Pessoal		0	121	67,2	67,2
		1	59	32,8	100,0
ReferOutros		0	144	80,0	80,0
		1	36	20,0	100,0

Tabela 8 – Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo *Características do Empresário*, subgrupo *Natureza do Investimento*.

Variáveis	N	Grau	Frequência	Percentagem	P.A.
Sucesso	180	0	122	67,8	67,8
		1	58	32,2	100,0
ExpEquipaGes		0	117	65,0	65,0
		1	63	35,0	100,0
CTécnico		0	109	60,6	60,6
		1	71	39,4	100,0

Tabela 9 – Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo *Características do Empresário*, subgrupo *Equipa de Gestão*.

Variáveis	N	Grau	Frequência	Percentagem	P.A.
REquipaGes	90	0	54	60,0	60,0
		1	36	40,0	100,0
REmpresa	180	0	114	63,3	63,3
		1	66	36,7	100,0
RMercado		0	105	58,3	58,3
		1	75	41,7	100,0
RFinanceiro		0	148	82,2	82,2
		1	32	17,8	100,0

Tabela 10 – Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo *Características do Empresário*, subgrupo *Riscos do Investimento*.

Variáveis	N	Grau	Frequência	Percentagem	P.A.
PosCrescim	124	0	5	4,0	4,0
		1	4	3,2	7,2
		2	5	4,0	11,2
		3	19	15,3	26,5
		4	43	34,7	61,2
		5	48	38,8	100,0
ObjExist	126	0	4	3,2	3,2
		1	10	7,9	11,1
		2	16	12,7	23,8
		3	30	23,8	47,6
		4	39	31,0	78,6
		5	27	21,4	100,0
NovosObj	126	0	4	3,2	3,2
		1	10	7,9	11,1
		2	16	12,7	23,8
		3	30	23,8	47,6
		4	39	31,0	78,6
		5	27	21,4	100,0
CfRápido	126	0	6	4,8	4,8
		1	25	19,8	24,6
		2	25	19,8	44,4
		3	27	21,4	65,8
		4	24	19,0	84,8
		5	19	15,2	100,0
SeguirPlano	126	0	4	3,2	3,2
		1	15	11,9	15,1
		2	35	27,8	42,9
		3	28	22,2	65,1
		4	22	17,5	82,6
		5	22	17,4	100,0

Tabela 11 – Estatísticas Descritivas das variáveis do grupo *Características do Empresário*, subgrupo *Percepção do Investidor sobre o Empresário*

A análise das *Características do Empresário*, (Tabelas 8, 9, 10 e 11) distancia-se um pouco daquela que foi feita para os dois grupos anteriores. Neste caso, comenta-se a distribuição de frequências, pois os primeiros três subgrupos são compostos por variáveis dicotômicas e o quarto subgrupo contém variáveis ordinais (veja-se a secção 3.3.).

Nestes subgrupos, segue-se uma lógica de seleção de aspetos que os BA consideraram importantes no momento em que efetuaram o seu mais recente investimento. Simplificando, o BA foi convidado a escolher quais os aspetos que considerou importantes para se decidir a investir. No que respeita ao primeiro subgrupo, a *Natureza do Investimento* (Tabela 8), procura-se conhecer quais os aspetos mais importantes no despoletar do processo de investimento. O critério mais escolhido prende-se com o facto do *empresário ser amigo do BA ou já ter trabalhado com ele previamente (Pessoal)*, que foi selecionado por, aproximadamente, 33% do total de investidores. Segue-se o contexto em que o *projeto de investimento surgiu da monitorização ou de apresentações do grupo de investidores a que o BA pertence (GrupoInv)*, escolhido por 26% dos investidores, aproximadamente. Por último, selecionado por 20% dos investidores, surgem os casos em que o *empresário foi referenciado por amigos ou através de contactos profissionais do BA (ReferOutros)*, sendo essa a situação associada à génese do processo de investimento.

No segundo subgrupo, *Equipa de Gestão* (Tabela 9), salientam-se os aspetos mais importantes para os BA, que se relacionam com a equipa de gestão do negócio que pretende o seu financiamento. Assim, o critério selecionado pela maior percentagem de BA foi que a *equipa de gestão possua conhecimento técnico e/ou de vendas e de marketing (CTécnico)*, escolhido por cerca de 40% dos investidores. Segue-se a *experiência em grandes empresas e/ou a experiência de gestão da equipa (ExpEquipaGes)*, selecionada como importante por 35% dos BA. Por último, com uma percentagem ligeiramente inferior, de aproximadamente 32%, os investidores selecionaram o caso em que a *equipa de gestão fundou, liderou e/ou obteve sucesso noutros projetos de investimento (Sucesso)*.

O terceiro subgrupo, *Riscos do Investimento* (Tabela 10), possibilita a identificação de diversos tipos de risco que naturalmente emergem, no momento em que o BA estuda a possibilidade de investir. O critério selecionado pela maior percentagem de investidores foi o *Risco de Mercado (RMercado)*, com aproximadamente 42%, que compreende diversos elementos relacionados com o mercado, como a elevada concentração de clientes, base de clientes fragmentada, desafios do canal de marketing e ameaças competitivas. Segue-se o *Risco da Equipa de Gestão (REquipaGes)*, selecionado em 40% dos casos, e o *Risco da Empresa (REmpresa)*, com uma percentagem de escolha de

aproximadamente 37%. Este último critério está relacionado com o desenvolvimento da tecnologia e aspetos de natureza operacional, como o volume de produção. O *Risco Financeiro (RFinanceiro)*, que contempla a necessidade de capital intensivo e/ou aspetos de regulação foi, com diferença, o critério menos selecionado pelos BA, com uma percentagem que não atinge os 18%.

O quarto subgrupo, que capta a *Perceção do Investidor sobre o Empresário* (Tabela 11), inclui variáveis ordinais. Sucintamente, os investidores foram confrontados com cinco afirmações perante as quais poderiam concordar ou discordar, numa escala do tipo Likert de seis pontos. A primeira questão colocada, “*Diria que o empresário tentou posicionar a empresa de forma a beneficiar das expectativas de crescimento do mercado?*” (*PosCrescim*) reflete uma concordância significativa, em que quase 74% dos investidores afirma ter essa perceção sobre os empresários candidatos ao investimento. Em relação aos meios a utilizar e aos objetivos delineados, as concordâncias são ligeiramente inferiores. Ainda assim, aproximadamente 52% dos BA admitem que o empresário enfatizou a *aquisição dos meios necessários para atingir os objetivos previamente definidos (ObjExist)*, e cerca de 47% dos investidores afirmam que os empresários preferiram *perseguir novos objetivos de forma flexível, utilizando para isso os meios e capacidade já existentes (NovosObj)*. Por contrapartida, apenas 34% dos BA, aproximadamente, parecem concordar com que os empresários tenham dado prioridade a *investimentos de menor volume, com o intuito de obter cash-flows positivos rapidamente (CfRápido)*. As respostas neutras foram as mais selecionadas nesta questão (aproximadamente 41%). Algo semelhante se verifica com a sua perceção sobre o facto de que os empresários possam ter dado preferência a *investimentos maiores, permanecendo de acordo com o planeamento prévio, ainda que tal implique um atraso na obtenção de cash-flows positivos (SeguirPlano)*. Apenas 35% dos investidores concordam com esta afirmação, face a 50% dos investidores que preferiram responder de forma menos conclusiva. Como tal, não é possível extrair uma conclusão clara sobre as preferências dos empresários no que respeita ao investimento pretendido e à forma como lidam com a demora na obtenção de *cash-flows* positivos. Podem existir empresários com perceções bastante distintas sobre a forma como deve ser gerido o investimento, e cujas características pessoais e profissionais não são visíveis no momento em que se inicia o investimento. Esse pode ter sido um dos fatores

responsáveis pela percepção menos clara dos investidores sobre os empresários que os procuraram, neste conjunto de questões.

O grupo das *Características do Empresário* também revela alguns detalhes interessantes. Desde logo, porque aborda de forma mais aprofundada diversos aspetos relacionados com o empresário e a equipa de gestão que, desde há algum tempo, têm vindo a merecer a atenção de diversos estudos (MacMillan et al., 1985; Sudek, 2007; Clark, 2008). Ainda que não se possam retirar, neste momento, conclusões sobre os resultados, até porque a análise anterior foi apenas baseada na estatística descritiva, não é menos verdade que é possível observar alguns padrões.

A existência prévia de uma relação pessoal ou profissional, entre os BA e os empresários ou equipa de gestão, parece ser favorável à decisão de investimento. Por outras palavras, se o investidor já conhecer a equipa de gestão do negócio, poderá ser mais provável que aceite disponibilizar os meios necessários e realizar o investimento pretendido. Da mesma forma, os investidores parecem valorizar o conhecimento técnico e a experiência de gestão dos promotores do negócio. Esta tendência mostra-se consistente com outros trabalhos, como o de Maxwell & Lévesque (2011). O risco do investimento que está associado à equipa de gestão também foi sinalizado pelos BA. À partida, pode parecer contraditório: se o empresário é visto pelos investidores como um elemento bastante importante em todo o processo de investimento e, em particular, no momento da decisão inicial de investir ou não investir, porque razão está também ele associado a uma componente de risco? Sob determinados pontos de vista, esta situação até pode fazer sentido: os investidores podem conhecer a equipa de gestão e valorizar as suas capacidades, mas isso não significa que seja sempre assim. Os BA podem receber propostas de investimento provenientes de empresários que não conhecem e sobre os quais não possuem quaisquer referências. Nestes casos, e visto que a equipa de gestão se tem assumido, em diversas linhas de investigação, como uma peça fundamental do processo de investimento em capital de risco, acaba por ser natural que os investidores considerem que uma boa parte do risco de investir em novos empreendimentos esteja relacionado com os empresários e equipas gestão.

A forma como o BA percebe o empresário e equipa de gestão não se revelou conclusiva. Através da percepção do investidor, apenas se pode indiciar uma eventual

vontade de posicionar a empresa de forma a beneficiar do crescimento de mercado, que é mais ou menos comum a todos os empresários. A forma como o empresário pretende fazer crescer a sua empresa não se revela unânime: segundo os BA interrogados, há empresários mais e menos flexíveis quanto aos seus objetivos e as suas ideias para a empresa, bem como ao caminho a seguir para os alcançar. A obtenção de *cash-flows* positivos também não revela um comportamento padronizado da parte dos empresários: alguns empresários preferem obtê-los mais rapidamente; para outros, este não será um objetivo prioritário.

#### **4.2. Análise dos resultados dos modelos empíricos**

A decisão de investimento dos BA pode ser determinada por vários fatores. Diversas linhas de investigação têm abordado, de forma mais ou menos direta, esses mesmos fatores. Autores como Feeney et al., 1999, Sudek, 2007 ou Harrison et al., 2010, focaram os seus estudos na determinação dos itens considerados relevantes pelos investidores privados, em diversos contextos. A presente dissertação pretende a análise do impacto do perfil do empresário, do investidor e da empresa na decisão de investimento. Em concreto, é fundamental determinar a influência de fatores relacionados com as características dos empresários, as características do investidor e as características da empresa e perceber de que forma esses mesmos fatores impactam sobre o montante que é efetivamente investido. A base de dados utilizada para esse efeito possui informação de diversa índole, a partir da qual se podem realizar estudos sobre uma série de assuntos relacionados com os BA. Por ser tão vasta, esta base de dados permite também agregar e desagregar informação de acordo com os objetivos da investigação. Neste caso em particular, e como já foi referido na secção 3.3., a informação disponível possibilitou a constituição de três grupos: *Características do Investidor*; *Características da Empresa*; e *Características do Empresário*, pelos quais se distribuem trinta e uma variáveis.

Dado o tipo de trabalho que se pretende realizar, e tendo em conta o tipo de informação que se encontra disponível, os modelos de regressão linear múltipla são os mais adequados (reveja-se a secção 3.4.).



Recorde-se que se pretende utilizar o montante inicialmente investido como variável dependente em todos os modelos de regressão linear, uma vez que se pretende analisar quais são as variáveis consideradas que a influenciam e, também, de que forma o fazem.

Foram testados vários modelos, com um conjunto de variáveis independentes bastante diversificado, sendo que quase todos eles apresentavam coeficientes de determinação razoáveis. Não obstante, em alguns casos, não foi possível validar todos os pressupostos, nomeadamente o pressuposto de Autocorrelação. Este problema foi contornado mediante a aplicação de uma medida corretiva sugerida por Gujarati & Porter (1999), cuja explicação consta da secção 3.4..

Os modelos que irão ser apresentados foram concebidos a partir da análise da matriz de correlações entre variáveis, a qual se apresenta de seguida.

Uma breve análise à matriz de correlações entre variáveis não evidencia possíveis problemas de multicolinearidade, dado que não se observam coeficientes de Pearson manifestamente superiores a 0,5.

É importante salientar o facto de que na matriz de correlações, apenas estão presentes as variáveis independentes que foram integradas nos diversos modelos de regressão linear múltipla. Na secção 4.1., optou-se pela manutenção de todas as variáveis independentes, uma vez que a sua análise, em termos das estatísticas descritivas, serve o propósito de enriquecimento do estudo da amostra.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)
(1)	1,000																				
(2)	0,176**	1,000																			
(3)	-0,085	0,055	1,000																		
(4)	-0,044	0,055	0,142*	1,000																	
(5)	-0,007	0,096	0,185**	0,001	1,000																
(6)	0,016	0,048	-0,132	0,114	-0,018	1,000															
(7)	0,231***	0,183**	-0,054	-0,144*	0,191**	-0,062	1,000														
(8)	0,003	0,020	0,012	-0,021	0,094	-0,043	0,182**	1,000													
(9)	-0,050	-0,124	-0,131	0,166**	-0,270***	0,098	-0,228***	-0,183**	1,000												
(10)	0,158**	0,168**	-0,028	0,004	0,227***	-0,042	0,019	0,171**	-0,334***	1,000											
(11)	0,189**	-0,080	-0,271***	-0,127	-0,018	0,020	-0,054	-0,048	-0,171**	-0,053	1,000										
(12)	0,145*	0,019	-0,145*	0,018	-0,143*	-0,051	-0,160*	-0,073	-0,031	0,278***	0,220***	1,000									
(13)	0,092	-0,095	-0,058	0,012	0,101	-0,126	-0,068	-0,012	0,015	0,282***	0,099	0,317***	1,000								
(14)	-0,056	-0,083	-0,141*	0,089	-0,015	0,109	0,047	-0,053	-0,014	0,211***	0,108	0,246***	0,337***	1,000							
(15)	0,031	0,100	-0,055	-0,070	-0,134	-0,014	0,020	0,040	-0,133	0,009	-0,042	-0,246**	-0,236**	-0,019	1,000						
(16)	-0,079	0,009	-0,202**	0,222***	-0,086	0,028	0,035	-0,064	0,088	0,130*	0,028	0,261***	0,230***	0,402***	-0,122	1,000					
(17)	0,054	-0,098	-0,185**	0,107	0,004	0,025	-0,121	0,110	-0,045	0,233***	0,094	0,177**	0,177**	0,309***	-0,275***	0,285***	1,000				
(18)	-0,046	-0,063	0,007	0,042	-0,077	-0,012	0,006	-0,151	0,047	-0,004	0,023	0,215**	0,131	0,230**	-0,246**	0,251***	0,120	1,000			
(19)	-0,033	-0,033	0,091	-0,012	-0,057	-0,054	0,045	0,044	0,109	0,073	-0,047	0,294***	0,278**	0,015	-0,321***	0,110	0,072	0,596***	1,000		
(20)	-0,077	-0,158*	0,079	-0,109	0,059	-0,124	0,009	0,061	0,197**	0,019	0,056	0,239***	0,273**	0,108	-0,197*	0,062	0,116	0,316***	0,350***	1,000	
(21)	-0,009	0,005	-0,215**	-0,133	0,122	-0,052	-0,029	0,004	-0,056	0,081	0,013	-0,011	0,075	0,127	-0,096	0,107	0,172*	0,341***	0,259***	-0,124	1,000

Nota: A numeração corresponde às seguintes variáveis: (1) InvestInicial, (2) NumEmpFund, (3) Idade, (4) FormAcad, (5) Género, (6) dEarlySt, (7) Diligence, (8) DurCicloInv, (9) GrupoInvest, (10) Pessoal, (11) ReferOutros, (12) Sucesso, (13) ExpPEG, (14) CTécnico, (15) REquipaGes, (16) RMercado, (17) RFinanceiro, (18) PosCrescim, (19) NovosObj, (20) CfRápido, (21) SeguirPlano. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

Tabela 12 – Matriz de Correlações

Para aferir da influência de diversas variáveis sobre o investimento inicial realizado pelos BA incluídos nesta amostra, foram criados seis modelos de regressão linear múltipla.

		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Constante		0,336 (0,718)	-0,056 (-0,136)	0,015 (0,051)	0,174 (0,509)	0,124 (0,427)	0,209 (0,786)
CInvestidor	NumEmpFund	0,188** (2,187)	0,044 (0,391)				
	Idade	-0,025 (-0,462)					
	FormAcad	-0,084 (-1,259)	-0,070 (-1,115)				
	Género	0,250 (1,373)	0,083 (0,485)				
CEmpresa	dEarlySt	-0,071 (-0,348)					
	Diligence		0,141** (2,439)	0,142*** (2,729)	0,133** (2,400)	0,128** (2,473)	0,131** (2,531)
	DurCicloInv				0,037 (0,651)		
CEmpresário	GrupoInv			-0,270** (-2,206)	-0,404*** (-2,835)	-0,285** (-2,299)	-0,260** (-2,183)
	Pessoal	-0,046 (-0,342)	-0,055 (-0,469)	-0,194* (-1,812)	-0,360** (-2,603)	-0,193* (-1,782)	-0,184* (-1,716)
	ReferOutros	0,008 (0,054)			-0,190 (-1,385)		
	Sucesso	0,212* (1,695)	0,196* (1,682)	0,164 (1,638)	0,182* (1,729)		
	ExpEquipaGes	0,202 (1,576)	0,173 (1,481)	0,205** (2,065)	0,219** (2,099)	0,229** (2,305)	0,228** (2,298)
	CTécnico		-0,094 (-0,794)	-0,166 (-1,636)	-0,223** (-2,171)	-0,170 (-1,656)	-0,161 (-1,587)
	REquipaGes	0,192 (1,589)	0,128 (1,064)	0,129 (1,238)	0,117 (1,109)	0,091 (0,885)	0,075 (0,743)
	RMercado			0,091 (0,663)	0,054 (0,375)	0,104 (0,754)	
	RFinanceiro			0,238** (2,202)	0,242** (2,136)	0,249** (2,276)	0,228** (2,163)
	PosCrescim	0,073 (1,161)	0,053 (0,917)				
	NovosObj	-0,062 (-1,270)	-0,067 (-1,396)	-0,040 (-1,032)	-0,053 (-1,338)	-0,029 (-0,751)	-0,031 (-0,820)

	CfRápido	-0,073 (-1,528)					
	SeguirPlano	0,051 (1,024)	0,085** (2,029)	0,084** (2,344)	0,080** (2,191)	0,073** (2,047)	0,074** (2,086)
R quadrado		0,279	0,262	0,326	0,382	0,300	0,294
R quadrado ajustado		0,105	0,116	0,219	0,253	0,200	0,205
Teste F		1,604	1,800*	3,036***	2,950***	2,999***	3,289***

Nota: Unidade de medida da variável dependente: dezenas de milhar (€). O valor entre parênteses corresponde ao valor do teste t. Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

Tabela 13 – Resultados empíricos dos modelos de regressão linear múltipla, para a variável dependente *InvestInicial*.

Os modelos que aqui se apresentam possuem um conjunto de características próprias, que os distingue entre si. O número de variáveis incluídas é diferente, variando entre nove variáveis, no caso do Modelo 6, até 14 variáveis, no caso do Modelo 1. Os coeficientes de determinação ou, dito de outra forma, a percentagem da variabilidade total da variável dependente que é explicada pelas variáveis independentes presentes nos modelos de regressão linear, variam entre um mínimo de 26,2% (Modelo 2) até um máximo de 38,2% (Modelo 4). Os coeficientes de determinação ajustados revelam-se ligeiramente inferiores, cujo poder explicativo oscila entre um mínimo de 10,5% (Modelo 1) e um máximo de 25,3% (Modelo 4). A ANOVA revela valores de estatística de teste associados a *p-values* significativos em todos os modelos, à exceção do Modelo 1. O Modelo 2 é significativo para um nível de significância de 10%, enquanto que todos os restantes modelos são significativos para um nível de significância de 1%.

No que respeita às variáveis independentes, observa-se que nove das variáveis que se incluem nos modelos demonstram ter poder explicativo para o estudo, na medida em que apresentam significância estatística. Trata-se das variáveis *NumEmpFund*, *Diligence*, *GrupoInv*, *Pessoal*, *Sucesso*, *ExpEquipaGes*, *CTécnico*, *RFinanceiro* e *SeguirPlano*. As restantes variáveis que se incluem nos modelos revelam consistência ao nível dos impactos sobre a variável dependente (*InvestInicial*), uma vez que apresentam sempre o mesmo sinal, independentemente de possuírem ou não significância estatística (a única exceção corresponde à variável *ReferOutros*, que se revela inconsistente e não apresenta significância estatística).

O primeiro grupo apresentado na Tabela 13 é o das *Características do Investidor*, cujo impacto em termos das variáveis independentes será discutido de seguida. A variável independente sobre o *número de empresas fundadas (NumEmpFund)*, apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 5%, influenciando, assim, positivamente o montante investido pelos BA. Como tal, a *Hip. 1* é suportada. Esta variável é a única que apresenta significância no grupo das *Características do Investidor* (no caso do Modelo 1). Um maior número de empresas fundadas pelos BA traduz-se em mais experiência, e isso poderá fazer com que se reduza o receio em investir numa empresa.

Já as variáveis relacionadas com a *idade (Idade)* e a *formação académica (FormAcad)* apresentam um impacto negativo, com os valores dos coeficientes muito próximos de zero e sem significância estatística. O impacto da *idade* está de acordo com a formulação da *Hip. 2*, enquanto que o impacto da *formação académica* é contrário ao enunciado na *Hip. 3*, mas a inexistência de significância estatística não permite verificação em nenhum dos casos. De qualquer forma, e ainda que não se possam retirar conclusões sobre os impactos observados, parece que o aumento da *idade* poderá resfriar a vontade de investir. Investidores mais jovens arriscam com maior frequência. O aumento do nível de *formação académica* também parece reduzir o montante investido. O elevado grau de conhecimento dos investidores, bem como as suas especializações, podem tornar os critérios de seleção de propostas de investimento mais exigentes, fazendo com que menos projetos reúnam as condições por eles pretendidas.

No que respeita ao *género (Género)* do investidor, observa-se um impacto positivo sobre o montante inicialmente investido pelos BA. Não obstante, esta variável não apresenta significância estatística, pelo que não se podem retirar conclusões. O impacto positivo está, no entanto, de acordo com a formulação da *Hip. 4*. Recorde-se que, aquando da análise das estatísticas descritivas, se observou que cerca de 91% dos investidores eram do género masculino, o que poderá reduzir bastante a margem para estabelecer comparações entre géneros neste estudo. Esta particularidade pode também ser causadora da inexistência de significância estatística.

O segundo grupo que se apresenta na Tabela 13 é o das *Características da Empresa*, onde se incluem variáveis que estão relacionadas com a empresa que recebe

investimento. Em relação à variável *dEarlyST*, que relata a *fase de desenvolvimento da empresa* que recebe investimento (se é uma empresa do tipo *Early Stage* ou do tipo *Later Stage*), constata-se a existência de um impacto negativo, contrário à expectativa traduzida pela *Hip. 5*. Ainda assim, a inexistência de significância estatística não permite a sua verificação. Recorde-se que, de forma semelhante ao que sucede com o *Género*, também neste caso a percentagem de empresas do tipo *early stage* é elevada (cerca de 93%), o que pode estar na origem da falta de significância estatística. Ainda que não seja possível retirar qualquer conclusão, poderá dizer-se que este impacto parece estar de acordo com a tendência, já referida por diversos autores, de que os BA preferem investir em estágios mais avançados de desenvolvimento das empresas, de forma a enfrentarem um risco mais reduzido, mantendo a possibilidade de obter retornos também bastante atrativos (Sohl, 1999). Não obstante, o risco do negócio não pode ser descurado e parece claro que os investidores analisam cuidadosamente as empresas em que investem, para que possam aferir, de forma mais ou menos precisa, do risco que correm. Alguns estudos salientam a importância destas estratégias de análise e previsão e a forma como estas se traduzem em melhores resultados para os BA (Wiltbank et al., 2009).

A variável sobre o processo de *due diligence (Diligence)* parece influenciar o montante inicialmente investido. De facto, verifica-se que esta variável independente sobressai em todos os modelos em que foi utilizada, apresentando sempre um impacto positivo e estatisticamente significativo, com valores de significância entre 1% e 5%. Por essa razão, a *Hip. 6* é suportada. Este resultado corrobora o facto de que o número de horas de negociação cria condições para um melhor entrosamento e um estabelecimento de uma relação de confiança entre investidores e empresários (Maxwell & Lévesque, 2011), o que pode resultar num investimento superior, em termos de montante. O envolvimento e a comunicação neste processo, de parte a parte, são fundamentais (Macht, 2011), sendo que o montante investido parece aumentar por cada hora a mais despendida no processo de negociação prévio ao investimento.

A variável independente sobre a *duração do ciclo de investimento (DurCicloInv)* apresenta um impacto positivo, ainda que não se verifique a existência de significância estatística. Neste caso, também não é possível verificar a *Hip. 7*, e o impacto é contrário ao esperado. Todavia, conclusões mais pormenorizadas não podem ser retiradas. Se uma

determinada proposta de investimento faz antever um ciclo de investimento mais longo, isso não significa que seja necessário um investimento inicial de maior volume. Além disso, também o próprio estilo de cada investidor pode ditar diferenças neste campo.

O terceiro grupo apresentado na Tabela 13 é o das *Características do Empresário* e é, sem dúvida, aquele que contempla o maior número de variáveis independentes acopladas aos modelos de regressão linear múltipla que aqui se apresentam. É importante que assim seja, dado que se pretende estudar de que forma o perfil do empresário influencia a decisão de investimento dos BA e em que medida determina o montante que estes investem.

Recorde-se que a informação reportada por estas variáveis foi obtida de acordo com a perceção do BA acerca do empresário que solicitou o seu investimento. Na medida em que o que se pretende investigar é a forma como investidor avalia e percebe o empresário, este conjunto de variáveis capta ainda melhor a sua visão dos factos e assume uma importância considerável para o presente estudo.

As variáveis *GrupoInv*, *Pessoal* e *ReferOutros* descrevem a *Natureza do Investimento*, o primeiro dos quatro subgrupos que integram as *Características do Empresário*. As duas primeiras apresentam coeficientes estatisticamente significativos em quatro dos seis modelos testados. A variável independente *GrupoInv* apresenta um impacto negativo, sendo estatisticamente significativa a 5% e 1%. Este impacto é contrário ao enunciado na *Hip. 8*, pelo que esta não é suportada. Sucintamente, esta variável determina que o *processo de investimento teve origem na monitorização realizada pelo próprio investidor, ou em apresentações do grupo de investidores de que o BA faz parte*. Quando assim acontece, o montante inicialmente investido é menor. Apontar as razões para este facto requer que se observem também as demais variáveis independentes presentes neste subgrupo. A variável *Pessoal* apresenta, igualmente, um impacto negativo estatisticamente significativo para 10% e 5%. Também neste caso, o impacto desta variável sobre o investimento inicial é contrário ao esperado, pelo que a *Hip. 9* não é suportada. Nos modelos 1 e 2, a variável *Pessoal* também foi incluída, apresentando um impacto negativo (demonstrando consistência no impacto explicativo para a variável dependente), mas sem significância estatística. A variável *Pessoal* indicia um *conhecimento prévio entre investidores e empresários, seja por já terem*

*trabalhado juntos ou pela manutenção de uma relação de amizade.* Também neste caso, este fator parece influenciar negativamente o montante investido. Por último, a variável *ReferOutros*, que estabelece que o *empresário foi referenciado por amigos do BA, ou que o contacto com o mesmo surgiu através dos contactos profissionais do investidor*, não apresenta coeficientes estatisticamente significativos, nem consistência no impacto para a variável dependente. Por essa razão, não é possível verificar a *Hip. 10*.

Pela análise aos resultados obtidos neste primeiro subgrupo, aprecia-se uma tendência à diminuição do valor investido sempre que o empresário já é conhecido pelo investidor, ou nos casos em que o primeiro contacto entre ambos é mediado por intermediários próximos ao investidor. Quando o projeto de investimento é apresentado ao investidor através do grupo de investidores a que o BA pertence, a diminuição do montante investido pode ser explicada pela sindicância. Por outras palavras, a apresentação de uma proposta no seio de um grupo de investimento pressupõe o envolvimento total do grupo, se todos os BA decidirem investir o seu capital naquele projeto de negócio, ou um envolvimento parcial, se apenas alguns dos BA se decidirem pelo investimento. Nesse contexto, consegue-se reunir o montante requerido de forma mais simples, sem que os investidores tenham de investir um montante tão elevado quanto aquele que seria necessário se investissem de forma individual (além disso, a diversificação do risco também se apresenta como uma vantagem para os BA). Desta forma, acaba por ser natural que o montante investido seja inferior nas circunstâncias captadas pela variável *GrupoInv*. O mesmo tipo de raciocínio pode ser seguido, de forma inversa, para a variável *Pessoal*: se o investidor já conhece o empresário, então poderá ser mais fácil convencer outros investidores a integrarem o projeto de investimento. Aliás, esta é uma prática recorrente na comunidade de investidores privados, em particular no caso do BA que exercem atividade nos E.U.A.: recorde-se que, conforme constatado na secção 2.2., mais de 70% do total de investimentos efetuados por BA são realizados de maneira conjunta, isto é, existem dois ou mais investidores por cada processo de investimento em novas empresas. Seja como for, a experiência de cada investidor desempenhará sempre um papel fundamental na identificação de oportunidades de negócio (Månsson & Landström, 2006) e a decisão de investimento é individual.



O segundo subgrupo foca-se na *Equipa de Gestão*. Este subgrupo é de extrema importância nesta investigação, essencialmente por ser aquele que contém mais informação acerca dos empresários que recebem o investimento dos BA. Contempla três variáveis independentes: *Sucesso*, *ExpEG* e *CTécnico*. A variável *Sucesso* salienta o *sucesso do empresário em processos de investimento anteriores, fundando ou liderando outros negócios*. Esta variável apresenta um impacto positivo e estatisticamente significativo para 1% em quase todos os modelos em que foi incluída (com exceção do Modelo 4), pelo que a *Hip. 11* é suportada. A variável *ExpEG* caracteriza a *experiência do empresário e da equipa de gestão* (leva-se em consideração a experiência profissional em grandes empresas, bem como a experiência de gestão). Observa-se um impacto positivo e estatisticamente significativo a 5% em quase todos os modelos (a exceção são os Modelos 1 e 2), pelo que a *Hip. 12* é suportada. A variável *CTécnico* capta o *conhecimento técnico e/ou os conhecimentos de vendas e de marketing do empresário e da equipa de gestão*, observando-se um impacto negativo, apenas estatisticamente significativo no Modelo 4. Este impacto contraria a expectativa evidenciada na *Hip. 13* e, como tal, esta não é suportada. A influência exercida por este subgrupo de variáveis sobre o montante inicialmente investido é considerável e pode ser explanada de diversas formas. É natural que um empresário bem-sucedido no passado (*Sucesso*) tenha mais facilidade em obter um financiamento para um novo projeto: afinal, deixa de existir o fator do desconhecimento para o investidor, que possui ainda outras informações para analisar o histórico do empresário. A experiência prévia do empresário e da equipa de gestão do novo projeto (*ExpEG*) constitui um fator crucial para os BA. Ainda que este item não seja uma garantia de que o projeto de investimento será um sucesso, a verdade é que parece aumentar a possibilidade de que se consiga obter um montante de investimento de maior dimensão. De resto, o papel da equipa de gestão destaca-se em inúmeros trabalhos de natureza científica desde há vários anos (MacMillan et al., 1985; Silva, 2004; Parhankangas & Ehrlich, 2014). A surpresa neste subgrupo surge com a variável *CTécnico*, que apresenta um coeficiente negativo e que, por essa razão, parece influenciar negativamente o investimento inicial. Recorde-se que, na secção de análise às estatísticas descritivas, a variável *CTécnico* foi a mais escolhida no subgrupo *Equipa de Gestão*, o que à partida não faria supor que iria apresentar um coeficiente negativo. Alguns autores, ainda que não tenham determinado a sua influência em termos do montante investido, sinalizam o *CTécnico* como uma variável importante na decisão de investimento (Sudek, 2007). Ainda assim, restringindo a

análise aos resultados dos modelos de regressão múltipla, parece ser mais importante para os investidores que o empresário seja experiente, quer em termos profissionais, quer no que se refere à gestão de uma empresa, do que ser detentor de um conhecimento técnico considerável. Em suma, o empresário deve saber gerir, sendo que o domínio de aspetos de ordem técnica não parece ser essencial na perspetiva dos BA. Os assuntos de natureza técnica poderão, até, ser mais fáceis de ultrapassar do que a inexperiência na gestão: afinal, os BA dispõem de uma rede de contactos alargada, que certamente será útil para incluir no projeto de investimento profissionais e técnicos altamente especializados, se existir essa necessidade. Conforme muitos autores referem, o BA disponibiliza aos empresários uma série de instrumentos e meios que vão muito além do capital e que, de outra forma, seriam quase inacessíveis para os empresários (Romaní et al., 2013). Acrescenta-se ainda que muitos investidores investem em setores que já são do seu conhecimento. Recorde-se que, na secção 4.1., se referia que os BA incluídos nesta amostra possuem uma experiência no setor correspondente ao seu último investimento de, em média, sete anos, o que contribui para o acréscimo de valor para as empresas em que investem (Politis, 2008).

O terceiro subgrupo retrata a perceção dos investidores quanto ao risco envolvido no processo de investimento. Mais concretamente, tratam-se dos riscos identificados pelos BA no momento prévio à sua decisão de investimento, ou seja, quando o empresário lhe apresenta uma proposta que requer o seu investimento. Este subgrupo de *Riscos do Investimento* conta com três variáveis independentes: *REquipaGes*, *RMercado* e *RFinanceiro*. A variável *REquipaGes* indica que o BA sinalizou *assuntos relacionados com o empresário e a equipa de gestão como um risco de investimento*. Esta variável apresenta um impacto positivo, mas sem significância estatística. O impacto positivo sobre o investimento não está de acordo com o enunciado na *Hip. 14*. Não obstante, não se verifica a existência de significância estatística, pelo que esta hipótese não pode ser verificada. Ainda assim, a presença desta variável é fulcral, principalmente pelo teor da informação que contém. Uma das possíveis explicações para esta influência positiva no montante investido pode estar relacionada com a dualidade risco-retorno com que os BA se deparam. O empresário e a equipa de gestão são, como já se referiu anteriormente, uma peça fundamental em todo o processo de investimento (Muzyka et al., 1996). A identificação de um risco relacionado com uma das áreas essenciais para o bom funcionamento do seu projeto de investimento, como a equipa de gestão, pode, de

facto, levar o investidor a tomar a decisão de não investir. Não obstante, tudo dependerá do seu perfil de investimento: sabe-se que alguns investidores gostam de arriscar e que, normalmente, maiores riscos se podem traduzir em retornos superiores. A verdade é que não existem elementos suficientes para afirmar que os BA que formam esta amostra sejam amantes do risco. Porém, excluir essa hipótese também não será o procedimento mais correto. No entanto, o risco relacionado com a equipa de gestão encontra-se presente.

A variável *RMercado* não apresenta significância estatística, embora revele sempre um impacto positivo consistente em todos os modelos. Tal como acontece com a variável *REquipaGes*, o impacto observado é oposto ao enunciado pela *Hip. 15*, e a inexistência de significância estatística não permite a verificação desta hipótese. Esta variável, que surge pela identificação, por parte do investidor, de *riscos associados ao mercado*, como a elevada concentração de clientes, base de clientes fragmentada, desafios do canal de *marketing* e ameaças competitivas, parece provocar um ligeiro aumento no montante inicialmente investido. A explicação mencionada na análise da influência da variável independente *REquipaGes*, sobre a dualidade risco/rendibilidade, também pode ser válida para o risco relacionado com o mercado mas, neste caso, o impacto sobre o investimento é substancialmente inferior.

Por último, a variável *RFinanceiro*, que engloba o *risco financeiro* vislumbrado pelos BA, no que concerne à necessidade de capital intensivo, bem como a aspetos de regulação, apresenta um impacto positivo e estatisticamente significativo para 5%. O impacto positivo observado nesta variável é contrário às expectativas, pelo que a *Hip. 16* não é suportada. A necessidade de um maior montante de investimento não parece ser um fator dissuasor para o investimento dos BA. Também aqui parece estar presente, na mente dos investidores, que um maior risco se poderá traduzir em ganhos superiores, mesmo que haja necessidade de investir um montante mais avultado desde o começo do processo de investimento. Os critérios financeiros estão também presentes em diversos trabalhos de natureza científica. Desde logo, porque os BA enfatizam a capacidade de previsão manifestada pelos empresários, algo que pode conduzir à obtenção de melhores resultados (Wiltbank et al., 2009), e que incide, sobretudo, ao nível das previsões de carácter financeiro. A utilização de métodos de previsão constitui uma peça nuclear dos planos de negócios apresentados pelos empresários, cuja importância resulta tanto para

impressionar os BA (Sudek, 2007; Nunes et al., 2014), como para encorajar o investidor a disponibilizar o capital (Lange et al., 2007). Cálculos relacionados com a rendibilidade esperada, o potencial de crescimento, o tempo decorrido até ao *break-even point* ou os custos associados às mais diversas operações têm sido mencionados em diversos trabalhos relacionados com o mercado de capital de risco, ao longo dos anos (MacMillan et al., 1985; Hindle & Wenban, 1999; Maxwell et al., 2011). De notar ainda que a importância atribuída aos critérios financeiros parece estar relacionada com a dimensão do mercado: em mercados pouco desenvolvidos, em que os empresários obtêm capital através de familiares e amigos, os critérios financeiros não são tão importantes (Wong & Ho, 2007). Em contrapartida, em mercados mais desenvolvidos, como o norte-americano, e onde é frequente o investimento em grupo (sindicação), os critérios financeiros tornam-se mais importantes (Harrison et al., 2010).

O quarto e último subgrupo sobre as *Características do Empresário* capta a perceção dos investidores sobre os empresários, de uma forma um pouco diferente daquela que se observa no segundo subgrupo *Equipa de Gestão*. Neste quarto subgrupo, analisa-se a forma como o empresário pensa vir a desenvolver e posicionar a empresa, quais os meios de que necessita para o fazer e quais os seus principais objetivos. Para esse efeito, utilizaram-se quatro variáveis independentes: *PosCrescim*, *NovosObj*, *CfRápido* e *SeguirPlano*. A variável *PosCrescim* sugere que o empresário terá tentado *posicionar a sua empresa de forma a beneficiar de expectativas de crescimento do mercado*. Está presente apenas nos Modelos 1 e 2, indicando um impacto positivo mas não estatisticamente significativo. Ainda que o impacto observado seja expectável, não existe significância estatística para suportar a *Hip. 17*. Os empresários quererão que a sua empresa cresça tanto quanto possível e tentarão aproveitar todas as oportunidades que o mercado lhes ofereça, para que consigam obter mais benefícios.

A variável *NovosObj* determina que o empresário terá preferido perseguir *novos objetivos de forma flexível, utilizando para isso os meios e capacidade já existentes*. Apresenta um impacto negativo, mas nunca estatisticamente significativo. Uma vez mais, o impacto observado não se coaduna com o enunciado da *Hip. 18* e a falta de significância estatística não permite verificar esta hipótese. A definição de objetivos alcançáveis e ajustáveis ao longo do tempo até poderá ser desejável, mas deverá existir sempre uma ideia de para onde se quer caminhar. Por vezes, os BA poderão notar

eventuais indecisões nos empresários, o que pode comprometer a empresa a longo prazo e, por consequência, complicar o seu investimento.

As variáveis independentes *CfRápido* e *SeguirPlano* incidem sobre uma mesma questão, cabendo as divergências às perspectivas adotadas. Assim, a variável *CfRápido* denota, por parte do empresário, a prioridade atribuída a *investimentos de menor dimensão, numa tentativa de obtenção de cash-flows positivos num horizonte temporal mais curto*. Por oposição, a variável *SeguirPlano* designa a preferência do empresário por *investimentos de maior dimensão, em consonância com o previsto previamente, ainda que tal implique um atraso na obtenção de cash-flows positivos*. Para o caso da variável *CfRápido*, esta apresenta um impacto negativo sem significância estatística. O impacto observado contraria as expectativas, sendo que também não existe significância estatística que permita a verificação da *Hip. 19*. A influência negativa que se verifica sobre o montante inicialmente investido poderá estar relacionada com a impaciência manifestada pelo empresário, na obtenção de *cash-flows* positivos. O investidor poderá valorizar o facto de que o empresário entenda que, por vezes, os resultados tardam em aparecer, e que é inteiramente necessária uma visão de longo prazo. Ora, neste caso, a variável retrata um perfil de empresário contrário ao anteriormente descrito: um investimento de menor montante pode conduzir à obtenção de resultados positivos em menos tempo, mas tal não significa que a empresa esteja no bom caminho. Como se sabe, existem muitos outros indicadores que atestam a saúde financeira da empresa e que diversos autores se preocuparam em estudar (Modigliani & Miller, 1958). A variável *SeguirPlano* já apresenta um impacto positivo estatisticamente significativo para 5% em todos os modelos apresentados (com exceção do Modelo 1). Como tal, a *Hip. 20* é suportada. Nesse sentido, pode afirmar-se que os BA valorizam positivamente a execução de acordo com o plano, mesmo que os *cash-flows* positivos surjam um pouco mais tarde, por consequência de um investimento inicial de maior volume. O empresário que delibera sobre este tipo de questões, e consegue analisar eventuais cenários no futuro para a sua empresa, terá uma maior probabilidade de vir a obter financiamento junto de investidores privados (Paul et al., 2007; Clark, 2008; Parhankangas & Ehrlich, 2014).

A Tabela 14 sintetiza os impactos apresentados pelas diversas variáveis independentes, sobre o montante inicialmente investido pelos BA.

Grupo	Variáveis	Impacto Esperado	Impacto Observado
Cinvestidor	NumEmpFund	+	+**
	Idade	-	-
	FormAcad	+	-
	Género	+	+
CEmpresa	dEarlySt	+	-
	Diligence	+	+***
	DurCicloInv	-	+
CEmpresário	GrupoInv	+	-***
	Pessoal	+	-**
	ReferOutros	+	Inconclusivo
	Sucesso	+	+*
	ExpEquipaGes	+	+**
	Ctécnico	+	-**
	REquipaGes	-	+
	RMercado	-	+
	RFinanceiro	-	+**
	PosCrescim	+	+
	NovosObj	+	-
	CfRápido	+	-
	SeguirPlano	+	+**

Nível de significância: \*:  $p \leq 0,1$ ; \*\*:  $p \leq 0,05$ ; \*\*\*:  $p \leq 0,01$ .

Tabela 14 – Resumo dos impactos das variáveis independentes sobre o montante investido pelos BA.

De entre as vinte variáveis independentes consideradas nos vários modelos, constata-se que nove dessas variáveis apresentam poder explicativo para o estudo. As variáveis *NumEmpFund*, *Diligence*, *Sucesso*, *ExpEquipaGes*, *RFinanceiro* e *SeguirPlano* provocam um impacto positivo sobre o montante inicialmente investido pelos BA, enquanto que as variáveis *GrupoInv*, *Pessoal* e *CTécnico* provocam um impacto negativo. Com exceção da variável *ReferOutros*, cujo impacto ao nível do montante investido não se revela consistente, as restantes dez variáveis, ainda que não possuam significância estatística, manifestam consistência no que se refere aos respetivos impactos sobre o investimento inicial. As variáveis *Género*, *DurCicloInv*, *REquipaGes*, *RMercado* e *PosCrescim* apresentam um impacto positivo sobre o montante inicialmente investido pelos BA, enquanto que as variáveis *Idade*, *FormAcad*, *dEarlySt*, *NovosObj* e *CfRápido* apresentam um impacto negativo.

## CAPÍTULO 5 – CONCLUSÕES

O presente trabalho estudou a influência das *características do empresário*, das *características do investidor* e das *características da empresa* sobre o montante inicialmente investido pelos BA dos E.U.A.. Para esse efeito, recorreu-se a uma base de dados inicialmente criada pela *Kauffman Foundation*, no âmbito do *Angel Investor Performance Project* e que, depois de adaptada à realidade que se pretendia estudar, contemplou cento e oitenta observações de cento e um BA dos E.U.A..

Foram consideradas vinte e uma variáveis, nas quais se inclui a variável dependente, que se distribuíram por três grupos e quatro subgrupos, a fim de possibilitar a identificação dos vários fatores que influenciam o montante inicialmente investido pelos BA. A informação reportada pelas diversas variáveis foi analisada através de seis modelos de regressão linear múltipla.

Tendo em conta a análise à amostra, pode dizer-se que a idade média do BA americano é de 58 anos de *idade*, é do *género* masculino, possui *formação académica* de ensino superior, exerce *atividade como empresário* há 18 anos e *investe* há 13 anos. *Fundou* entre 3 e 4 empresas, realizou cerca de 15 *investimentos* e experienciou 5 *saídas de investimentos*. *Investe*, em média, cerca de 155.000 USD, maioritariamente em empresas do tipo *Early Stage* e em *setores de atividade* onde a sua experiência ronda os 7 anos. Normalmente, realiza os seus *investimentos com mais 4 investidores*, *negociando com os empresário por pouco mais de 90 horas* antes de disponibilizar o seu capital para um *ciclo de investimento* que dura, em média, 4 anos.

Em relação ao empresário, o BA americano valoriza o facto de o *conhecer previamente*, o seu *conhecimento técnico*, a sua *experiência de gestão* e o *sucesso* evidenciado em anteriores projetos de investimento. Tem também em conta os riscos em que incorre quando realiza os seus investimentos, atribuindo especial importância aos *riscos relacionados com o mercado* e com a *equipa de gestão do negócio*.

O investidor admite ainda que a maioria dos empresários tenta *posicionar a sua empresa de forma a beneficiar das expectativas de crescimento de mercado*, sem que se verifique uma preferência clara entre a *aquisição de novos meios para atingir objetivos*

*já existentes, ou a perseguição de novos objetivos utilizando os meios e capacidade já existentes. Da mesma forma, o BA não vislumbra diferenças consideráveis entre empresários no que respeita à preferência por investimentos de menor dimensão, com o intuito de obtenção de cash-flows positivos mais rapidamente, ou em relação à preferência por investimentos de maior dimensão, de acordo com o planeamento prévio, mesmo que isso implique um atraso na obtenção de cash-flows positivos.*

A análise dos modelos de regressão linear múltipla permitiu a determinação da influência que o perfil do empresário, do investidor e da empresa exercem sobre o montante inicialmente investido pelos BA.

Os resultados obtidos permitem concluir que fatores como o *número de empresas fundadas pelo BA, o número de horas de negociação com o empresário, o seu sucesso noutros projetos de investimento, a sua experiência de gestão, a identificação por parte do BA de um risco financeiro e a preferência, por parte do empresário, por investimentos de maior dimensão, de acordo com o planeamento prévio, ainda que tal implique um atraso na obtenção de cash-flows positivos*, apresentam um impacto positivo sobre o montante inicialmente investido pelos BA.

Contrariamente, se o *projeto de investimento tiver surgido da monitorização ou de apresentações do grupo de investidores a que o BA pertence, se o investidor for amigo ou já tiver trabalhado com o empresário previamente, ou se o empresário tiver revelado conhecimentos técnicos, de vendas ou de marketing*, o montante inicialmente investido pelos BA irá sofrer um impacto negativo.

De entre os nove fatores supracitados, constata-se que seis desses fatores estão relacionados com o *empresário e com a equipa de gestão*, o que denota a sua importância no processo de investimento levado a cabo pelos BA. Estes resultados são consistentes com a literatura existente. No trabalho de investigação levado a cabo por MacMillan et al. (1985), cinco dos dez critérios que mais influenciam a decisão dos investidores dizem respeito à personalidade e à experiência do empresário. Também Sudek (2007), identificou a confiança e honestidade do empresário, a equipa de gestão e o compromisso do empresário como os critérios mais importantes no investimento de BA, ultrapassando critérios financeiros e critérios relacionados com o produto e com o



mercado. A equipa de gestão do negócio mereceu ainda a atenção de muitos outros autores (Muzyka et al., 1996; Silva, 2004; Clark, 2008; Macht 2011; Maxwell & Lévesque, 2011; Nunes et al., 2014; Parhankangas & Ehrlich, 2014) que, de diversas formas, contribuíram para o desenvolvimento do conhecimento em torno à decisão de investimento dos BA e à importância dos empresários e respetivas equipas de gestão em todo o processo de investimento.

O presente trabalho permite ainda corroborar a influência sobre o montante investido por BA, de outros fatores, não relacionados com o empresário, que também já foram apontados por outros autores.

O *número de empresas fundadas* pelos BA pode ser indicativo da sua experiência. Eles participam nas primeiras fases do ciclo de vida das empresas, contribuindo para a sua criação (Mason & Harrison, 1999) e auxiliando no seu desenvolvimento (Lipper & Sommer, 2002). O seu contributo ultrapassa o mero fornecimento de capital, já que muitos destes investidores possuem uma série de outras capacidades e estratégias que se revelam atrativas para os empresários e se traduzem em melhores resultados para ambos (Wiltbank et al., 2009). Ainda que o resultado refletido por esta variável (*número de empresas fundadas*) seja demasiado específico para que se possa confirmar o seu alinhamento com as linhas gerais da restante literatura, não seria prudente desprezar a sua influência em termos do montante inicialmente investido pelos BA.

O *número de horas de negociação* entre investidores e empresários ou, por outras palavras, o tempo adstrito ao processo de *due diligence*, foi discutido por Van Osnabrugge & Robinson (2000), Macht (2011), Maxwell & Lévesque (2011) e Collewaert & Fassin (2013), entre outros. Como tal, os resultados obtidos no presente trabalho atestam e corroboram a importância deste fator no processo de investimento de BA.

Os assuntos de ordem financeira também se encontram sob o foco de diversa literatura. Ainda que alguns autores refiram que os critérios financeiros sejam mais importantes para investidores com um superior grau de institucionalização àquele que apresentam os BA (Feeney et al., 1999), outros revelam a sua influência na decisão de investimentos dos investidores privados. Na investigação conduzida por Sudek (2007),

três dos dez critérios mais importantes na decisão de investimento dos BA dizem respeito a critérios financeiros. Existem ainda outros autores que consideraram este tipo de critérios nos seus trabalhos (Wenban, 1999; Maxwell et al., 2011; Nunes et al., 2014). No presente trabalho salienta-se o risco financeiro, o que denota a preocupação dos BA com os aspetos de natureza financeira e denuncia a sua importância no que concerne à decisão de investimento.

Ainda que o presente estudo tenha permitido ampliar o conhecimento sobre os BA, na medida em que foi possível determinar a influência das *características do empresário*, e de outros fatores que não se relacionam diretamente com o empresário e respetiva equipa de gestão, como as *características do investidor* e as *características da empresa*, sobre o montante inicialmente investido pelos BA, verificam-se algumas limitações.

Em primeiro lugar, salienta-se o facto de que esta base de dados é, até ao momento, a única base de dados existente que permite efetuar este tipo de estudos sobre BA. A recolha de dados sobre BA não é fácil, estando as fontes de recolha de dados um tanto limitadas (Farrel et al., 2008; Mason & Harrison, 2008). A análise das hipóteses de trabalho, bem como a subsequente satisfação dos objetivos criados para a presente dissertação, obrigaram à redução do quantitativo de informação disponível na base de dados. Ainda assim, e apesar da existência de alguns *missing values*, pelo facto da informação constante na base de dados ter sido recolhida através de questionário, foi possível utilizar cento e oitenta observações de cento e um BA distintos, um número considerável de observações tendo em conta a realidade que se estudou.

Em segundo lugar, importa referir que é necessária mais informação sobre este tipo de investidores, para que se possa dar continuidade ao estudo dos mesmos. A base de dados *Kauffman Foundation* data de alguns anos atrás e, ainda que tenham sido desenvolvidos alguns trabalhos que se baseiam na informação que esta disponibiliza, em nenhum deles se estudou a decisão de investimento de BA, abordando esta questão sob a perspetiva da influência das características do empresário, das características do investidor e das características da empresa sob montante inicialmente investido pelos BA. Seria conveniente dar continuidade à recolha de dados sobre os BA dos E.U.A., bem como efetuar a recolha de dados similares sobre os BA europeus, a fim de que se

viabilize a comparação entre estas duas realidades em trabalhos futuros. Conforme se constatou na presente dissertação, os BA assumem um papel muito importante na criação de novas empresas, pelo que o aprofundamento do conhecimento sobre este tipo de investidores se revela uma necessidade.

## BIBLIOGRAFIA

Angel Research Institute at Willamette University. (2013). Halo Report – 2013 Annual Report. *Research*, retirado de <http://www.angelresourceinstitute.org/research.aspx>, em 07-12-15.

Angel Research Institute at Willamette University. (2014). Halo Report – 2014 Annual Report. *Research*, retirado de <http://www.angelresourceinstitute.org/research.aspx>, em 07-12-15.

Angel Research Institute at Willamette University. (2015). Halo Report – 2015 Annual Report. *Research*, retirado de <http://www.angelresourceinstitute.org/research.aspx>, em 04-04-16.

Argerich, J., Hormiga, E. e Valls-Pasola, J.. (2013). Financial services support for entrepreneurial projects: key issues in the business angels investment decision process. *The Service Industries Journal*, 33:9-10, p.806-819.

Becker-Blease, J. R., e Sohl, J. E. (2007). Do women-owned businesses have equal access to angel capital?. *Journal of Business Venturing*, 22:4, p.503-521.

Brush, C., Carter, N., Greene, P., Hart, M. e Gatewood, E. (2002). The role of social capital and gender in linking financial suppliers and entrepreneurial firms: a framework for future research. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4:4, p.305-323.

Capizzi, V. (2015). The returns of business angel investments and their major determinants. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 17:4, p.271-298.

Christensen, J.. (2011). Should government support business angels network? The tale of Danish business angels network. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 13:4, p.337-356.

Clark, C. (2008). The impact of entrepreneurs' oral 'pitch' presentation skills on business angels' initial screening investment decisions. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10:3, p.257-279.

Collewaert, V. e Fassin, Y.. (2013). Conflicts between entrepreneurs and investors: The impact of perceived unethical behavior. *Small Business Economics*, 40:3, p.635-649.

Collewaert, V., Manigart, S. e Aernoudt, R. (2010). Assessment of government funding of business angel networks in Flanders. *Regional Studies*, 44:1, p.119-130.

Colomer, A., Arís, G., Clos, J., d'Espona, A., e Queralt, M. (2011). Los business angels: innovando en la cultura de financiación de las empresas. *Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa, Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, Gobierno de España*: Madrid.

Dibrova, A. (2015). Business Angel Investments: Risks and Opportunities. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 207, p.280-289.

Ding, Z., Au, K., e Chiang, F. (2015). Social trust and angel investors' decisions: A multilevel analysis across nations. *Journal of Business Venturing*, 30:2, p.307-321.

EBAN (1998). *Dissemination Report on the Potential for Business Angels Investments and Networks in Europe*. Brussels: European Business Angel Network.

Esposito, A. e Prats, J. (2004) La dinámica de la información en el mercado informal de capital riesgo: Qué sabemos sobre Europa y Estados Unidos? *Iniciativa Emprendedora*, Número 42, Ediciones Deusto, Barcelona.

European Private Equity and Venture Capital Association. (2013). 2013 European Private Equity Activity. *Research*, retirado de <http://www.investeurope.eu/research/>, em 31-10-15.

European Private Equity and Venture Capital Association. (2014). 2014 European Private Equity Activity. *Research*, retirado de <http://www.investeurope.eu/research/>, em 31-10-15.

Fairchild, R. (2011). An entrepreneur's choice of venture capitalist or angel-financing: A behavioral game-theoretic approach. *Journal of Business Venturing*, 26:3, p.359-374.

Farrell, E., Howorth, C., e Wright, M. (2008). A review of sampling and definitional issues in informal venture capital research. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10:4, p.331-353.

Feeney, L., Haines Jr., G.H. e Riding, A.L.. (1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1:2, p.121-145.

Festel, G. W., e De Cleyn, S. H. (2013). Founding angels as an emerging subtype of the angel investment model in high-tech businesses. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15:3, p.261-282.

Fili, A. (2014). Business angel–venture negotiation in the post-investment relationship: the use of the good cop, bad cop strategy. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 16:4, p.309-325.

Freear, J. e Wetzel, W. (1990). Who bankrolls high-tech entrepreneurs?. *Journal of Business Venturing*, 5:2, p.77-89.

Fried, V. H., e Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial management*, 23:3 p.28-38.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (1999). *Essentials of Econometrics*. New York: McGraw-Hill Irwin.

Guo, D., e Jiang, K. (2013). Venture capital investment and the performance of entrepreneurial firms: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 22(Set.), p.375-395.

Haines Jr, G.H., Madill, J.J. e Riding, A.L.. (2003). Informal investment in Canada: financing small business growth. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 16:3-4, p.13-40.

Harrison, R., Mason, C. e Robson, P.. (2010). Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. *Entrepreneurship and Regional Development; An International Journal*, 22:2, p.113-137.

Hellmann, T., e Thiele, V.. (2015). Friends or foes? The interrelationship between angel and venture capital markets. *Journal of Financial Economics*, 115:3, p. 639-653.

Hindle, K., e Wenban, R. (1999). Australia's informal venture capitalists: an exploratory profile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1:2, p.169-186.

Joint Venture Silicon Valley – Institute for Regional Studies. (2016). 2016 Silicon Valley Index. *Publications*, retirado de <http://jointventure.org/publications/silicon-valley-index>, em 04-04-16.

Kerr, W. R., Lerner, J., e Schoar, A. (2014). The consequences of entrepreneurial finance: Evidence from angel financings. *Review of Financial Studies*, 27:1, p.20-55.

Lahti, T. (2011). Categorization of angel investments: an explorative analysis of risk reduction strategies in Finland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 13:1, p.49-74.

Lange, J.E., Mollov, A., Pearlmutter, M., Singh, S. e Bygrave, W.D.. (2007). Pre-start-up formal business plans and post-start-up performance: A study of 116 new ventures. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 9:4, p.237-256.

Lipper, G. e Sommer, B. (2002). Encouraging angel capital: What the US states are doing. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4:4, p.357-362.

Macht, S.A.. (2011). The role of investee company managers in business angels' involvement: empirical insights from dyadic data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 13:3, p.267-293.

MacMillan, I.C., Siegel, R. e Narasimha, P. N.. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, 1:1, p.119-128.

Madill, J., Haines, Jr, G. e Riding, A. (2005). The role of angels in technology SMEs: A link to venture capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7:2, p.107-129.

Månsson, N. e Landström, H.. (2006). Business angels in a changing economy: The case of Sweden. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 8:4, p.281-301.

March, J. G. (2006). Rationality, foolishness, and adaptive intelligence. *Strategic management journal*, 27:3, p.201-214.

Martel, V., Concepción, M., Garcia Cardona, M. e Déniz Mayor, J.. (2013). Situación de los business angels y de las redes de business angels en España. *Ciencia y Sociedad*, vol. 38, nº1, p.141-166.

Mason, C. e Harrison, R. (1999). Venture capital: Rationale, aims and scope. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1:1, p.1-47.

Mason, C. M., e Harrison, R. T. (2002a). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14:3, p.271-287.

Mason, C. M., e Harrison, R. T. (2002b). Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17:3, p.211-236.



Mason, C. e Harrison, R.. (2004). Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of technology and non-technology investments by business angels. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 6:4, p.313-332.

Mason, C. M., e Harrison, R. T. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10:4, p.309-330.

Maxwell, A.L. e Lévesque, M. (2011). Trustworthiness: A critical ingredient for entrepreneurs seeking investors. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 38:5, p.1057-1080.

Maxwell, A.L., Jeffrey, S.A. e Lévesque, M.. (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing*, 26:2, p.212-225.

Modigliani, F. e Miller, M.H.. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, vol.48, nº3, p261-297.

Muzyka, D., Birley, S. e Leleux, B.. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 11:4, p.273-287.

Nunes, J.C., Félix, E.G.S. e Pires, C.P. (2014). Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments? *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 21:2, p. 505-527.

O'Gorman, C., e Terjesen, S. (2006). Financing the Celtic Tigris: Venture financing and informal investment in Ireland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 8:1, p.69-88.

Parhankangas, A. e Ehrlich, M.. (2014). How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach. *Journal of Business Venturing*, 29:4, p.543-564.

Paul, S., Whittam, G. e Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 9:2, p.107-125.

Politis, D. (2008). Business angels and value added: what do we know and where do we go?. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10:2, p.127-147.

Prasad, D., Bruton, G. D., e Vozikis, G. (2000). Signaling value to business angels: the proportion of the entrepreneur's net worth invested in a new venture as a decision signal. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2:3, p.167-182.

Prowse, S. (1998). Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance*, 22:6, p.785-792.

Riding, A. L. (2008). Business angels and love money investors: segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 10:4, p.355-369.

Romaní, G., Atienza, M. e Amorós, J.. (2013). The development of business angels networks in Latin American countries: the case of Chile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15:2, p.95-113.

San José, A., Roure, J., e Aernoudt, R. (2005). Business angel academies: unleashing the potential for business angel investment. *Venture capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 7:2, p.149-165.

Sapienza, H.J., Manigart, S. e Vermeir, W.. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11:6, p.439-469.

Silva, J.. (2004). Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 6:2-3, p.125-145.

Sohl, J. E. (1999). The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1:2, p.101-120.

Sohl, J. E., e Hill, L. (2007). Women business angels: Insights from angel groups. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 9:3, p.207-222.

Sudek, R.. (2007). Angel Investment Criteria. *Journal of Small Business Strategy*, vol. 17:2, p.89-103.

The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and Other Early Stage Market Players. (2014). Statistics Compendium – EBAN 2014. *Knowledge Center*, retirado de <http://www.eban.org/knowledge-center/>, em 23-07-15.

Thomson Reuters. (2014). National Venture Capital Association – Yearbook 2014. *Research/Stats&Studies*, retirado de <http://nvca.org/research/stats-studies/>, em 04-02-16.

Thomson Reuters. (2015). National Venture Capital Association – Yearbook 2015. *Research/Stats&Studies*, retirado de <http://nvca.org/research/stats-studies/>, em 04-02-16.

Thomson Reuters. (2016). National Venture Capital Association – Yearbook 2016. *Research/Stats&Studies*, retirado de <http://nvca.org/research/stats-studies/>, em 04-04-16.

Torjussen-Proctor, Dan. (2013). Alternative Finance for SMEs and Mid-Market Companies. *Brussels Presentation*, retirado de [http://ec.europa.eu/internal\\_market/economic\\_analysis/docs/workshop-131127/dan-torjussen-proctor\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/economic_analysis/docs/workshop-131127/dan-torjussen-proctor_en.pdf), em 09-01-16.

Tyebjee, T.T. e Bruno, A.V. (1981). Venture capital decision making: Preliminary results from three empirical studies. *Frontiers of entrepreneurship research* (Wellesley, MA: Babson College), p.281-320.

U.S. Securities and Exchange Commission. (2012). Securities Act of 1933. *Security Laws*, retirado de <https://www.sec.gov/about/laws.shtml>, em 04-04-16.

Van Osnabrugge, M. S. (1998). *The financing of entrepreneurial firms in the UK: a comparison of business angel and venture capitalist investment procedures*. Manual não publicado, Dissertação de Doutorado, Universidade de Oxford, Oxford, England.

Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2:2, p.91-109.

Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). *Angel investing: matching start-up funds with start-up companies: a guide for entrepreneurs and individual investors*. 1<sup>st</sup> Edition, San Francisco: Jossey-Bass.

Wetzel, W., e Freear, J. (1988). Equity financing for new technology-based firms. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 12, p.347-367.

Wiltbank, R., e Boeker, W. (2007). Returns to angel investors in groups. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1028592>

Wiltbank, R., Read, S., Dew, N. e Sarasvathy, S. D. (2009). Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. *Journal of Business Venturing*, 24:2, p.116-133.

Wong, P.K. e Ho, Y.P. (2007). Characteristics and determinants of informal investment in Singapore. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 9:1, p.43-70.