



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A TOMADA DE DECISÃO DOS VENTURE CAPITALISTS E DOS
BUSINESS ANGELS. CRITÉRIOS E FATORES DECISÓRIOS**

TÂNIA SOFIA DA COSTA FERNANDES

MAIO - 2014



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

CIÊNCIAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A TOMADA DE DECISÃO DOS VENTURE CAPITALISTS E DOS
BUSINESS ANGELS. CRITÉRIOS E FATORES DECISÓRIOS**

TÂNIA SOFIA DA COSTA FERNANDES

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR JOSÉ DIAS LOPES

MAIO - 2014

Resumo

Este trabalho pretende identificar e analisar quais são os critérios mais importantes utilizados pelos *Business Angels* e pelos *Venture Capitalists* no processo de tomada de decisão de investimento às *start-ups*, e posteriormente, compará-los, de forma a verificar se existem diferenças significativas entre os dois tipos de investidores. Para tal recorreu-se à aplicação de um questionário enviado por email, no qual foi solicitado aos participantes que classificassem a importância dos critérios propostos com base numa escala do tipo *Likert* de cinco pontos, de nada importante a muito importante. No total, foram submetidas 15 respostas, 10 por parte dos *Venture Capitalists*, e 5 provenientes dos *Business Angels*. A análise dos dados foi efetuada com recurso à estatística descritiva e as hipóteses foram testadas com base em testes não paramétricos. Os resultados indicam que, para os dois tipos de investidores, os critérios mais importantes dizem respeito aos aspetos relacionados com o produto.

Palavras – chave: *Business Angels; Venture Capitalists; Start-ups; Processo de tomada de decisão de investimento; Critérios de decisão.*

Abstract

This study pretends to identify and analyze the most important criteria used by the Business Angels and the Venture Capitalists in the investment process to start-ups, and then, compare them, in order to verify whether there are significant differences between the two types of investors. To this end was used a questionnaire sent by email with a Likert scale with five points, (between “not important at all” and “very important”), where the investors were asked to rate the importance of the proposed criteria. In total, 15 responses were submitted, 10 by the Venture Capitalists and 5 from the Business Angels. Data analysis was performed using descriptive statistics and hypotheses were tested using non-parametric tests. The findings show that, for the two types of investors, the most important criteria are related to the aspects of the product.

Keywords: *Business Angels; Ventures Capitalists; Start-ups; Investment decision process; Decision criteria.*

Agradecimentos

Gostaria de agradecer ao docente José Dias Lopes pela orientação prestada ao longo da realização do trabalho, bem como no apoio e esclarecimento de dúvidas que surgiram com o seu desenvolvimento.

Agradeço também aos investidores que aceitaram participar neste estudo, pois sem eles o mesmo não seria concretizável. Por último, mas não menos importante, agradeço também à minha amiga Daniela Costa Ramos pelo auxílio prestado ao longo deste trabalho, a nível de esclarecimentos com o *software* utilizado, bem como nas dicas prestadas de forma a melhorar a organização do conteúdo do trabalho.

Índice

1. Introdução	7
2. Revisão de literatura.....	8
2.1. <i>Business Angels</i>	9
2.2. <i>Venture Capitalists</i>	10
2.3. Critérios de decisão.....	11
3. Metodologia	16
3.1. Definição de hipóteses.....	17
3.2. Amostra e questionário	17
4. Resultados e análise dos dados	19
4.1. Investidor; Informação sobre o negócio e investimento.....	19
4.2. Critérios de decisão.....	22
4.2.1. Análise dentro do grupo de critérios	23
4.2.2. Análise entre os grupos de critérios	29
5. Conclusões e limitações	32
6. Referências bibliográficas	36
7. Anexos.....	41

Índice de figuras

Figura 1 – Processo de tomada de decisão dos VCs e dos BA	13
Figura 2 – Critérios mais importantes para os VCs e para os BA.....	16
Figura 3 – Resumo do questionário	18
Figura 4 – Cronologia da aplicação do estudo	19

Índice de tabelas

Tabela I – Critérios de decisão relacionados com a personalidade do empreendedor e equipa de gestão.....	23
Tabela II – Teste <i>Mann-Whitney</i> para duas amostras independentes (Personalidade)	24
Tabela III – Critérios relacionados com a experiência do empreendedor e equipa de gestão	24
Tabela IV – Teste <i>Mann-Whitney</i> para duas amostras independentes (Experiência).....	25
Tabela V – Critérios relacionados com o produto	25
Tabela VI – Teste <i>Mann-Whitney</i> para duas amostras independentes (Produto)	26
Tabela VII – Critérios relacionados com o mercado	26
Tabela VIII – Teste <i>Mann-Whitney</i> para duas amostras independentes (Mercado).....	27
Tabela IX – Critérios relacionados com aspetos financeiros	27
Tabela X – Teste <i>Mann-Whitney</i> para duas amostras independentes (Financeiro).....	28
Tabela XI – Critérios relacionados com outros aspetos do investimento	28
Tabela XII – Teste <i>Mann-Whitney</i> para duas amostras independentes (Outros)	29
Tabela XIII – Média da importância atribuída a cada grupo de critérios.....	29
Tabela XIV – Teste <i>Wilcoxon</i> para duas amostras emparelhadas	31
Tabela XV – Teste <i>Mann-Whitney</i> Grupo Personalidade	31
Tabela XVI – Teste <i>Mann-Whitney</i> Grupo Experiência	31
Tabela XVII – Teste <i>Mann-Whitney</i> Grupo Mercado	32
Tabela XVIII – Teste <i>Mann-Whitney</i> Grupo Produto	32
Tabela XIX – Teste <i>Mann-Whitney</i> Grupo Financeiro.....	32
Tabela XX – Teste <i>Mann-Whitney</i> Grupo Outros.....	32
Tabela XXI – Lista dos cinco critérios mais importantes para os BA.....	41
Tabela XXII- Lista dos cinco critérios mais importantes para os VCs.....	41

1. Introdução

Os *Business Angels* e os *Venture Capitalists* são investidores que fornecem capital de risco a empresas que necessitem de investimento, quando estas não conseguem obter financiamento através das fontes mais convencionais, como por exemplo os bancos. As *start-ups* estão incluídas no grupo que mais dificuldade tem em obter financiamento, recorrendo principalmente ao capital de risco para este fim (Tyebjee e Bruno, 1984; Wetzel, 1983; Van Osnabrugge, 2000). Embora sejam empresas com um elevado potencial de crescimento, possuem uma natureza incerta e de alto risco, motivos pelos quais a taxa de rejeição de financiamento é maior em relação às empresas que já estão estabelecidas (Van Osnabrugge, 2000; Korosteleva e Mickiewicz, 2011).

Tendo em conta que os *Venture Capitalists* e os *Business Angels* são a principal fonte de financiamento das *start-ups*, este trabalho tem como objetivo verificar quais são os critérios mais importantes utilizados pelos dois tipos de investidores no processo de tomada de decisão de investimento. Embora já tenham sido publicados estudos sobre o tema, existe um número muito reduzido daqueles que efetuaram uma comparação entre os critérios mais importantes utilizados por cada tipo de investidor, sendo que em Portugal não há registo de que algo do género tenha sido feito, sendo esse o contributo deste trabalho.

O trabalho encontra-se dividido por capítulos, em que o segundo diz respeito à revisão de literatura; o terceiro apresenta a metodologia e caracterização da amostra; o quarto expõe os resultados e análise dos dados e o quinto as respetivas conclusões e limitações.

2. Revisão de Literatura

As *start-ups* são empresas em desenvolvimento, apresentando na generalidade um elevado potencial de crescimento. No entanto, estas empresas estão em desvantagem em relação àquelas que já estão estabelecidas no mercado, nomeadamente no que diz respeito à concessão de financiamento por parte dos bancos, porque não possuem ainda uma reputação credível e apresentam um elevado risco para os investidores. A existência de problemas de informação assimétrica é propensa neste tipo de empresas, uma vez que existe falta de informação fiável sobre as *start-ups* que permita aos bancos realizar a sua análise, além de que o conhecimento de gestão financeira é limitado, os registos são pouco fiáveis e existe uma falta de consciencialização por parte das *start-ups* sobre como os bancos fazem os seus negócios (Richard e Mori, 2012). Devido a estes fatores torna-se dispendioso para os bancos monitorizarem as *start-ups*, levando a um aumento nas taxas de juro do crédito concedido, bem como a um maior número de recusas de financiamento a estas empresas (Korosteleva e Mickiewicz, 2011).

Por este motivo, as *start-ups* tendem a recorrer ao financiamento através do capital de risco, quer seja através de investidores informais (*Business Angels*) ou de investidores formais (*Venture Capitalists*) (Tyebjee e Bruno, 1984; Wetzel, 1983; Van Osnabrugge, 2000), pois existe uma maior flexibilidade na avaliação do processo de decisão de investimento em comparação com os investidores convencionais.

Neste sentido, será efetuada uma breve descrição de ambos os tipos de investidores.

2.1. *Business Angels*

O termo *Business Angels* remonta à Broadway. No final do século XIX, surgiram investidores que começaram a fornecer fundos aos diretores para financiar a produção de novos musicais e peças teatrais, garantindo capital de alto risco, motivados por algo maior do que o dinheiro: a sua paixão pelo teatro (Ramadani, 2009). Atualmente, os *Business Angels* (BA) são considerados investidores privados, que fornecem capital de risco a novos negócios em crescimento com os quais não têm uma conexão familiar (Mason e Harrison, 1995).

Estes investidores são conhecidos por possuírem um *background* empresarial e experiência em gestão. Na generalidade, têm entre os 35 e 65 anos e interessam-se, principalmente, por participações minoritárias, em que 25% dos seus ativos totais estão disponíveis para investimentos informais (Aernoudt, 1999). Os BA são caracterizados por possuírem algumas necessidades de conquista, dominação e autonomia, e por esse motivo tendem a envolver-se bastante nos seus trabalhos e investimentos (Duxbury *et al.*, 1996).

Segundo Francisco Banha, “Os *Business Angels* financiam normalmente os projetos na sua fase de criação e arranque, onde os montantes de investimento são, na sua maioria, pouco avultados. Tratam-se de projetos que para arrancar não necessitam de muito esforço financeiro, às vezes o mais necessário são os contatos e a experiência que um *Business Angel* possa trazer. A maioria dos *Business Angels* tem como horizonte temporal para os seus investimentos cerca de cinco anos, embora alguns tenham horizontes mais longos” (Banha, 2011). Além disso, têm por hábito investir perto de “casa”, isto é, de acordo com o alcance das suas redes de contatos (Prowse, 1998).

Entre 2011 e 2012, a Linha de financiamento a *Business Angels* permitiu que mais de 200 investidores, através de cerca de 50 sociedades veículo, efetuassem 69 investimentos no valor global de 9,2 milhões de euros, contribuindo assim para a criação de quase 60 empresas com elevado potencial de crescimento e valorização em Portugal (Banha, 2013). Em Dezembro de 2013, o montante global do investimento ascendeu a 16,3 milhões de euros, tendo sido investido em 91 *start-ups* (Banha, 2014).

2.2. Venture Capitalists

O capital de risco é cada vez mais uma fonte de financiamento muito importante para novas empresas, principalmente se estas operarem em mercados emergentes e tecnológicos (Tyebjee e Bruno, 1984).

A atividade de capital de risco surgiu nos EUA após a II Guerra Mundial, mas foi na década de 80 que se expandiu fortemente, devido a mudanças na legislação tributária e sobre os valores mobiliários (Mason e Harrison, 1994). Os mesmos autores definem capital de risco como uma atividade em que investidores corporativos (designados *Venture Capitalists* - “VCs”) fornecem capital de longo prazo a empresas não cotadas (em bolsa) com potencial de crescimento, com o objetivo de obter um retorno que suporte o elevado risco e a falta de liquidez envolvidos no investimento (Mason e Harrison, 1994).

A decisão de investir é uma tarefa difícil, uma vez que, assim que o investimento é feito, o seu sucesso depende altamente de um pequeno grupo de gestores/empresários. As assimetrias na

informação poderão gerar comportamentos oportunistas por parte dos empreendedores após efetuado o investimento, sendo bastante importante uma análise aprofundada de todas as informações recolhidas acerca dos mesmos antes da tomada de decisão (Sahlman, 1988, apud Fried e Hisrich, 1994). Para minimizar esta situação, usualmente o *Venture Capitalist* exige a participação no capital da empresa, de modo a garantir um retorno compatível com o risco assumido, isto se a empresa se desenvolver com sucesso (Meade, 1978). Refira-se no entanto que o *Venture Capitalist* não se ocupa da gestão da empresa: apoia a sua direção e os processos de inovação, sustentando as ações que possam contribuir para a sua valorização (APCRI, 2006). Em Portugal, o montante gerido pelos *Venture Capitalists* aumentou 18,3% em 2012, ascendendo a cerca de 3,1 mil milhões de euros no final do mesmo ano, momento em que o capital de risco representava 12,1% dos investimentos (CMVM, 2012).

2.3. Critérios mais importantes utilizados pelos *Venture Capitalists* e *Business Angels* no processo de decisão de investimento

O processo de tomada de decisão de investimento dos VCs é projetado para reduzir o risco de seleção adversa (Fried e Hisrich, 1994) e, de forma a minimizá-lo, os investidores utilizam diversos critérios que os auxiliam a escolher qual o melhor projeto a investir. Estes critérios têm sido motivo de pesquisa de vários autores como, por exemplo: Wells, 1974; Tyebjee e Bruno, 1984; MacMillan *et al.*, 1985; Fried e Hisrich, 1994; Mason e Harrison, 1994; Muzyka *et al.*, 1996; Zacharakis e Meyer, 1998; Van Osnabrugge, 2000; Silva, 2004. Em Portugal, esta questão foi investigada, entre outros, por Silva (2004) e por Félix *et al.*, (2011). Segundo Hall e Hofer (1993,

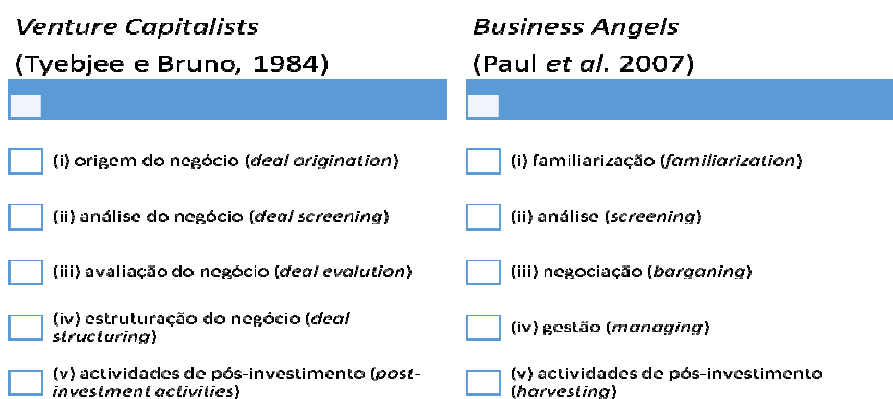
p.29, apud Silva, 2004), são dois os aspetos mais relevantes revelados por estudos anteriores: (i) o processo de seleção é constituído por várias fases; (ii) a própria avaliação de risco envolve, pelo menos, duas etapas – a de análise e a de avaliação.

O processo de decisão dos *Venture Capitalists* envolve cinco etapas sequenciais: (i) origem do negócio (*deal origination*), é a etapa em que as ofertas são tomadas em consideração pelos investidores como perspectivas de investimento; (ii) análise do negócio (*deal screening*), é onde se define a lista de variáveis fundamentais que delimitam as perspectivas de investimento para uma avaliação viável e aprofundada; (iii) avaliação do negócio (*deal evaluation*), consiste na análise da perceção de risco e do retorno esperado, assim como da decisão de investimento; (iv) estruturação do negócio (*deal structuring*), ou seja, a negociação do preço do negócio e estabelecimento dos acordos que limitam o risco de investidor; (v) atividades de pós-investimento (*post-investment activities*), fase em que se presta assistência ao negócio nas áreas de recrutamento de executivos, planeamento estratégico, localização de financiamento de expansão e orquestração da estratégia de saída, que poderá ser uma fusão, aquisição ou oferta pública (Tyebjee e Bruno, 1984).

O processo de decisão dos BA é, na sua generalidade, idêntico ao dos VCs. Paul *et al.*, (2007) indicam que se trata de um processo interativo envolvendo igualmente cinco fases: (i) familiarização (*familiarization*); (ii) análise (*screening*); (iii) negociação (*bargaining*); (iv) gestão (*managing*); (v) atividades de pós-investimento (*harvesting*). No entanto, Van Osnabrugge (2000) afirma que existem algumas diferenças entre estes dois tipos de investidores, indicando que os BA são menos eficientes na fase da origem de negócio e na fase de análise de processos, isto porque

os VCs possuem redes de referências mais estruturadas, o que faz com que tenham um maior fluxo de negócios e de qualidade superior. Além disso, o autor verificou que os VCs em comparação com os BA, fazem uma investigação mais profunda sobre o negócio e o empreendedor antes da decisão de investimento. O estudo revela também que, para ambos os tipos de investidores, o retorno financeiro é uma das motivações ao investir num negócio, sendo que este aspeto não é tão relevante para os BA, uma vez que também investem muitas vezes para se tornarem ativos no processo empreendedor.

Figura 1 - Processo de tomada de decisão dos VCs e BA



Fonte: Elaboração pela autora

Os critérios utilizados pelos VCs nas fases de análise e de avaliação estão divididos em quatro grupos: (i) características do empreendedor e da equipa de gestão; (ii) produto; (iii) mercado; (iv) aspetos financeiros. Wells (1974) descobriu que o compromisso da gestão é o critério que mais pesa na decisão dos VCs na avaliação das propostas. O estudo de MacMillan et

al., (1985, apud Silva, 2004) revela que cinco dos dez critérios mais importantes estão relacionados com a experiência ou personalidade do empreendedor.

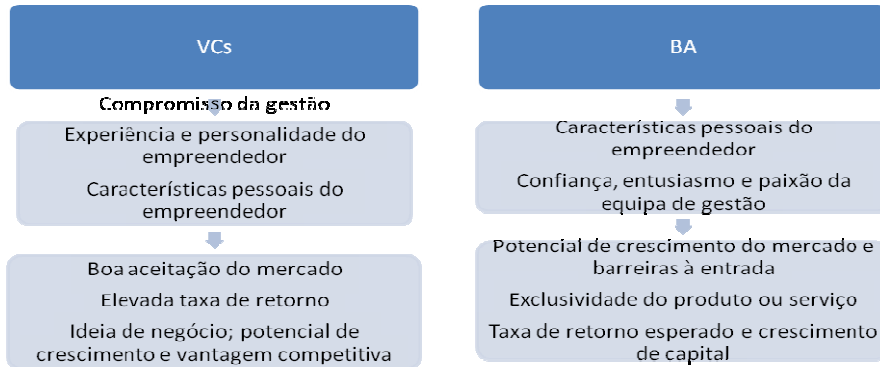
Os estudos publicados revelam que o critério mais importante na tomada de decisão de investimento dos VCs é atribuído às características pessoais e profissionais do empreendedor e da equipa de gestão, nomeadamente a honestidade, integridade e liderança (Muzyka *et al.*, 1996; Félix *et al.*, 2011). Narayansamy *et al.*, (2012) e Van Deventer e Mlambo (2009) acrescentam ainda que, uma boa aceitação do mercado e uma elevada taxa de retorno, são critérios importantes. Silva (2004), nos dados recolhidos através do seu *case study*, verificou que, além da importância dada às características do empreendedor, os VCs também consideram importante a ideia de negócio e a análise do seu potencial de crescimento e da sua vantagem competitiva. Por outro lado, Zacharakis e Meyer (1998) verificaram que o fator “empreendedor” parece não ter tanta importância, afirmando que as características do mercado podem ser mais determinantes na decisão de quem recebe ou não financiamento, o que está em consonância com o estudo de Hall e Hofer (1993).

Os pontos de vista partilhados pelos BA, como sendo as características essenciais das oportunidades de negócio em que investiram foram: (i) o potencial de crescimento; (ii) o potencial de lucro; (iii) as capacidades do empreendedor. Destas, os BA parecem valorizar mais os atributos do empreendedor do que os atributos do negócio, isto porque é o empreendedor quem terá de mostrar as habilidades necessárias para realizar o potencial da empresa (Feeney *et al.*, 1999). O estudo de Sudek (2007) também revela esta perspetiva, uma vez que a confiança, o entusiasmo e a paixão pela gestão são os critérios que mais influenciam a decisão dos BA. Segundo o autor, esta

descoberta vai ao encontro do estudo de Van Osnabrugge e Robinson (2000), que mostraram que o entusiasmo e a confiança foram classificados em primeiro e segundo lugar, respetivamente, entre vinte e sete critérios utilizados pelos BA no processo de análise e avaliação.

Adicionalmente, vários foram os estudos que demonstraram que o critério que mais influencia a decisão dos BA se centra na qualidade e capacidades do empreendedor e da equipa de gestão, bem como na confiança que estes transmitem aos investidores (por exemplo, Prowse, 1998; Aernoudt, 1999; Harrison e Mason, 2002; Sørheim, 2003; Brettel 2003; Paul *et al.*, 2003; Mason e Stark, 2004; Paul *et al.*, 2007; Markova e Petkovska-Mirčevska, 2010). Hill e Power (2002) acrescentam que, além dos atributos do empreendedor, os BA também consideram importante o potencial de crescimento de mercado e as barreiras à entrada. Brettel (2003) verificou que, além dos critérios referidos anteriormente, a exclusividade do produto ou serviço apresentado pelos empreendedores também pesa na decisão dos BA. Aquele autor revelou também que, as principais razões que levam os BA a rejeitar propostas, prendem-se com a falta de confiança no empreendedor e as dúvidas sobre as suas capacidades, assim como com a apresentação de um plano de negócios fraco. Hindle e Wenban (1999) verificaram ainda que, além da competência da gestão e potencial de crescimento, os BA também consideram importante critérios como a taxa de retorno e o crescimento de capital.

Por fim, Argerich *et al.*, (2012) indicam que os *Business Angels* baseiam a sua avaliação na apresentação da oportunidade de negócio (o fator mais importante na fase de análise), constatando que, contrariamente ao que foi dito por outros autores, nesta fase, a avaliação do empreendedor não influencia diretamente o resultado da seleção.

Figura 2 – Critérios mais importantes para os VCs e para os BA

Fonte: Elaboração pela autora

3. Metodologia

O presente estudo tem como objetivo verificar quais os critérios mais importantes utilizados pelos VCs e pelos BA no processo de tomada de decisão de investimento e verificar se existem diferenças nos critérios que influenciam a decisão destes dois tipos de investidores, em que a recolha dos dados do estudo foi efetuada através de um questionário enviado por email. Desta forma, serão efetuadas duas análises: (i) a nível individual, de forma a identificar os critérios mais valiosos dentro de cada grupo; (ii) a nível geral, para verificar qual o grupo de critérios que mais influencia a decisão de investimento dos dois tipos de investidores. Ambas as abordagens permitirão analisar se existem diferenças significativas atribuídas por cada investidor à importância conferida a cada critério em relação à média do grupo. De seguida serão apresentadas as hipóteses do estudo, bem como a caracterização da amostra e descrição do questionário utilizado.

3.1. Definição de Hipóteses

Com base na literatura citada anteriormente foram definidas as seguintes hipóteses:

H1: No processo de decisão de investimento, os VCs e os BA consideram mais importante o grupo de critérios relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão.

H2: Os critérios de decisão de investimento mais importantes para os VCs diferem dos critérios que mais influenciam o processo de decisão de investimento dos BA.

3.2. Amostra e questionário

A recolha dos dados foi feita através da aplicação de um questionário, método utilizado em estudos anteriores (por exemplo: Tyebjee e Bruno, 1984; Fried e Hisrich, 1994; Muzyka *et al.*, 1996; Feeney *et al.*, 1999; Van Osnabrugge e Robinson, 2000; Mason e Harrison, 2002; Mason e Harrison, 2004; Félix *et al.*, 2011), construído com base na seleção de questões utilizadas pelos mesmos autores. O questionário foi dividido em quatro grupos de questões: (i) Investidor; (ii) Informação sobre o negócio; (iii) Investimento; (iv) Critérios de decisão, sendo que cada pergunta, à exceção do primeiro grupo, possuía várias opções de escolha. Os critérios de decisão foram divididos em seis categorias¹: (i) Critérios relacionados com a personalidade do empreendedor e equipa de gestão; (ii) Critérios relacionados com a experiência do empreendedor e equipa de gestão; (iii) Critérios relacionados com o mercado; (iv) Critérios relacionados com o produto; (v)

¹ Os estudos anteriores, nos quais foi baseado o questionário, agrupavam os critérios de decisão em quatro categorias (Critérios relacionados com a equipa de gestão; Critérios relacionados com o produto; Critérios relacionados com aspetos financeiros; Critérios relacionados com o mercado). Félix *et al.*, (2011) apresentaram outra perspetiva baseada nos estudos de MacMillan *et al.*, (1985) e Muzyka *et al.*, (1996), dividindo os critérios em seis categorias, tendo sido esse o método utilizado no presente trabalho.

Critérios relacionados com aspetos financeiros; (vi) Critérios relacionados com outros aspetos do investimento, tendo sido solicitado aos participantes que classificassem numa escala crescente de cinco pontos as alternativas apresentadas segundo o seu grau de importância, sendo que 1 correspondia a “Nada importante” e 5 a “Muito importante”.

Figura 3 – Resumo do questionário

Questões do questionário	Autor
Perfil do investidor	Feeney <i>et al.</i> , (1999)
Forma como obtém informação sobre o negócio	Tyebjee e Bruno (1984)
Tamanho do investimento	
Política de investimento	
Localização geográfica	
Estágio de financiamento	
Critérios relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão	Harrison e Mason (2002); Mason e Stark (2004); Van Osnabrugge e Robison (2000).
Critérios relacionados com a experiência do empreendedor e da equipa de gestão	Fried e Hisrich (1994); Muzyka <i>et. al.</i> , (1996); Harrison e Mason (2002); Tyebjee e Bruno (1984).
Critérios relacionados com o mercado	Tyebjee e Bruno (1984); Muzyka <i>et. al.</i> , (1996); Van Osnabrugge e Robison (2000); Harrison e Mason (2002).
Critérios relacionados com o produto	Tyebjee e Bruno (1984); Van Osnabrugge e Robison (2000).
Critérios relacionados com aspetos financeiros	Tyebjee e Bruno (1984); Muzyka <i>et. al.</i> , (1996); Harrison e Mason (2002).
Critérios relacionados com outros aspetos do investimento	Tyebjee e Bruno (1984); Muzyka <i>et. al.</i> , (1996); Van Osnabrugge e Robison (2000); Harrison e Mason (2002); Mason e Stark (2004).

Fonte: Elaboração pela autora

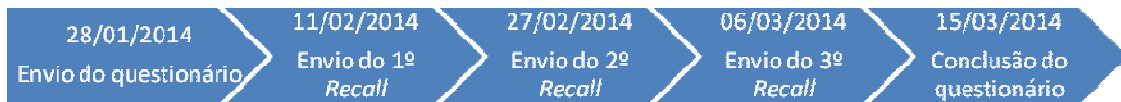
A pesquisa foi realizada com base numa amostra de 34 Sociedades de Capital de Risco registadas na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e 11 Associações de *Business Angels*, membros da Federação Nacional de Associações de *Business Angels* (FNABA). As entidades foram contactadas previamente por telefone, email e carta², de forma a explicar o objetivo do estudo e solicitar a sua participação no mesmo. A recolha da informação foi efetuada entre os meses de Janeiro e Março de 2014. Na totalidade foram enviados 41³ questionários e,

² Quatro das 34 Sociedades de Capital de Risco foram contactadas por carta, uma vez que não havia nenhum contacto telefónico ou de email disponível. Na carta constava o email para onde deveriam indicar que pretendiam participar no estudo de forma a ser enviado o questionário.

³ Os questionários foram apenas enviados para as entidades que indicaram que pretendiam participar no estudo. As que foram contactadas por carta não remeteram qualquer resposta, ficando excluídas por esse motivo.

posteriormente, foram feitas três tentativas de “Recalls” às entidades que ainda não tinham submetido as respostas.

Figura 4 – Cronologia da aplicação do estudo



Fonte: Elaboração pela autora

4. Resultados e análise dos dados

Para uma melhor apresentação dos resultados e análise dos dados os mesmos foram divididos conforme as seções do questionário, que poderá ser visualizado na íntegra no documento em anexo. As primeiras indicações dizem respeito à caracterização do investidor, e às informações sobre o negócio e sobre o investimento. Por último, serão descritos os resultados obtidos relativamente aos critérios de decisão.

4.1. Investidor; Informação sobre o negócio e Investimento

Dos 41 questionários enviados, 22 foram submetidos pelos respondentes, dos quais sete foram excluídos por estarem incompletos, considerando-se para o efeito deste estudo um total de 15 questionários, 10 deles correspondentes aos VCs, com uma taxa de resposta de 33,33%, e os restantes cinco provenientes dos BA, com 45,45% de taxa de resposta.

Considerando o perfil dos investidores, verificou-se que 80% dos BA são gestores de empresas e 20% são economistas, com uma atividade de investimento maioritariamente secundária (100%), enquanto que 70% dos VCs são gestores de empresas, 20% analistas

financeiros e 10% analistas de projetos, sendo que 80% dos VCs são investidores profissionais e 20% consideram a atividade de investimento secundária.

No que diz respeito às informações sobre o negócio, os *Venture Capitalists* utilizam vários meios para obter conhecimento das propostas de negócio, em que 100%⁴ efetua uma procura ativa por novas oportunidades de investimento. Além disso, também costumam receber contactos por parte de empreendedores a solicitar investimento (50%) ou recebem propostas de negócio encaminhadas por outros (40% provenientes de conhecimentos pessoais; 30% encaminhadas por bancos, 30% encaminhadas por Comunidades de Capital de Risco e 10% procedentes de empresas onde investiram anteriormente).

Já os *Business Angels* indicaram maioritariamente que costumam ser contactados pelos empreendedores (100%), apesar de 60% afirmarem também que as propostas costumam ser encaminhadas por outros (80% provenientes de Comunidades de Capital de Risco, 40% de conhecimentos pessoais, 20% encaminhadas por bancos e 20% provenientes de empresas em que investiram anteriormente).

O montante mínimo de investimento dos BA é de 5 mil euros, podendo ascender aos 15 mil euros, num montante máximo de 25 mil euros. Quanto aos VCs, o montante mínimo de investimento é de um milhão de euros e poderá ascender aos cinco milhões de euros, enquanto o

⁴ As perguntas do questionário que diziam respeito às informações sobre o negócio (como obtiveram conhecimento das propostas; política de investimento; empresas e setor em que prefere investir; localização do investimento e estágio de financiamento) tinham várias opções de escolha, e uma vez que vários investidores seleccionaram mais que uma opção de resposta, a soma das percentagens poderá ser superior a 100%

valor máximo poderá ascender aos 12 milhões. Em ambos os casos, poderão ocorrer situações em que não seja estipulado um valor mínimo de investimento.

No que diz respeito à política de investimento, os VCs indicam que pretendem manter uma base de investimento diversificada em vários negócios (100%), além de que também optam por investir em negócios pequenos que requerem um investimento menor (20%), costumando solicitar a participação de outros fundos de capital de risco para investir em negócios maiores (20%). Quanto aos BA, preferem investir em negócios pequenos, solicitando igualmente a participação de outros fundos de capital de risco para investir em negócios maiores (ambos com 100%), além de desejarem manter uma base de investimento diversificada em vários negócios (60%). Os BA preferem investir em indústrias de tecnologia (80%), principalmente em empresas que possuam uma nova tecnologia (100%) e em empresas que costumam melhorar produtos já existentes (60%). Quanto aos VCs, 60% preferem investir em indústrias de tecnologia, fundamentalmente em empresas que tentem melhorar produtos já existentes (60%), empresas que possuam uma tecnologia já existente (50%) e empresas que possuam uma nova tecnologia (50%).

Em relação à localização, 100% dos *Business Angels* prefere investir em empresas próximas da sua sede, 20% em zonas urbanas e 20% em zonas metropolitanas. Os *Venture Capitalists* têm uma opinião diferente, na medida em que 80% opta por investir em zonas metropolitanas, 60% em zonas urbanas, 20% em zonas rurais e 20% em empresas cuja localização é próxima da sede do investidor. Além disso, 60% preferem investir em empresas em desenvolvimento com elevado potencial de crescimento (*start-up*), 50% costuma investir em empresas em estado inicial e que

não estão estabelecidas (*seed-capital*) e 40% em empresas já estabelecidas (*later-stage*). Os BA preferem investir em empresas *start-up*, com uma concordância de 100%, e 40% também costuma investir em empresas em estado inicial (*seed-capital*).

4.2. Critérios de decisão

No total, foram identificados 36 critérios de decisão, divididos em seis grupos tendo sido solicitado aos respondentes que classificasse cada opção numa escala crescente de cinco pontos de “Nada importante” a “Muito importante”. De forma a efetuar uma análise descritiva dos dados e testar as hipóteses, foi utilizado o *software* SPSS (versão 21), recorrendo à estatística descritiva, incluindo a média e o desvio-padrão, para identificar os critérios mais importantes para os BA e para os VCs. Além disso, foi utilizado o teste não paramétrico *Mann-Whitney*⁵ para duas amostras independentes na análise dentro dos grupos de critérios, permitindo verificar se cada critério é significativamente diferente dependendo do tipo de investidor. A análise entre os grupos de critérios foi efetuada de duas formas: na primeira recorreu-se ao teste *Wilcoxon*⁶ para duas amostras emparelhadas para comparar a importância dada aos critérios em cada grupo; e a segunda, de forma a analisar se existe diferenças no valor médio atribuído a cada grupo de critérios, dependendo do investidor, foi utilizado o teste *Mann-Whitney* para duas amostras

⁵ Segundo Laureano (2011), justifica-se a utilização deste teste uma vez que se pretende efetuar uma comparação entre uma variável qualitativa ordinal (escala tipo *Likert*) que diz respeito aos critérios de decisão, e uma variável nominal, o tipo de investidor, definindo dois grupos independentes. Além disso, este teste foi também utilizado por Félix *et al.*, (2011).

⁶ Justifica-se a utilização do Teste *Wilcoxon* para duas amostras emparelhadas uma vez que se pretende verificar se as distribuições da importância conferida aos critérios são significativamente diferentes (Laureano, 2011). Tal como o teste *Mann-Whitney*, este teste também foi utilizado por Félix *et al.*, (2011).

independentes. Acrescenta-se ainda que, em todos os testes estatísticos utilizados, a hipótese nula foi a de que não existe diferença entre as médias, sendo que, se a mesma fosse rejeitada, as hipóteses testadas neste trabalho seriam suportadas. O nível de significância utilizado em cada teste estatístico foi de 5%.

4.2.1. Análise dentro dos grupos de critérios

Tabela I – Critérios de decisão relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão

Variável	BA n=5		VCs n=10	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
1-Características pessoais do empreendedor	5,00	0,000	4,00	0,866
2-Credibilidade do empreendedor	4,80	0,447	4,60	0,699
3- Perícia do empresário	3,00	0,000	3,50	0,707
4- Flexibilidade do empreendedor e equipa de gestão	3,80	0,837	3,40	0,516
5- Empatia por parte do investidor após reunião com o empreendedor	4,00	0,000	3,40	0,516
6- Currículo Académico do empreendedor	3,40	0,548	3,30	0,949

Nota: 1 = nada importante; 5 = muito importante

Em relação ao grupo de critérios de decisão relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão, verifica-se que os BA consideram mais importante as características pessoais daquele, tais como o entusiasmo, a integridade, a paixão e o compromisso, seguindo-se a sua credibilidade. Já os VCs dão mais importância ao critério “credibilidade do empreendedor” e, em segundo lugar, às características pessoais deste, o que está em consonância com os estudos, por exemplo, de Muzyka *et al.*, 1996; Feeney *et al.*, 1999; Sudek, 2007 e Félix *et al.*, 2011.

A tabela II revela os resultados obtidos através do estudo não paramétrico *Mann-Whitney* para duas amostras independentes, verificando-se que, os critérios que dizem respeito às

características pessoais do empreendedor e à empatia por parte do investidor após a reunião com o empreendedor apresentam o $p\text{-value} \leq 0,05$, ou seja, estatisticamente existem diferenças significativas entre estes critérios dependendo do tipo de investidor. Nos restantes critérios o $p\text{-value} \geq 0,05$ o que significa que, comparando os dois tipos de investidores, a atribuição do valor dado a cada critério é semelhante.

Tabela II – Teste *Mann-Whitney* para duas amostras independentes (Personalidade)

	1	2	3	4	5	6
Mann-Whitney U	5,000	22,000	15,000	18,000	10,000	24,500
Wilcoxon W	50,000	77,000	30,000	73,000	65,000	39,500
Z	-2,609	-,474	-1,581	-,966	-2,160	-,067
Asymp. Sig. (2-tailed)	,009	,635	,114	,334	,031	,946
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,019 ^b	,768 ^b	,254 ^b	,440 ^b	,075 ^b	,953 ^b

a. Grouping Variable: Investidor

b. Not corrected for ties

Nível de significância: $p \leq 0,05$

Tabela III – Critérios de decisão relacionados com a experiência do empreendedor e da equipa de gestão

Variável	BA n=5		VCs n=10	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
7-Potencial de liderança da equipa de gestão	4,60	0,894	4,30	1,059
8- Potencial de liderança do empreendedor	4,60	0,548	4,30	1,059
9- Experiência da equipa de gestão no setor de atividade	4,00	1,000	4,10	0,876
10- Capacidade para identificar o risco	3,80	0,447	3,90	0,738
11- Conhecimento geral do negócio	4,00	0,707	4,60	0,843
12- Referências transmitidas por fontes confiáveis	3,40	1,140	3,40	0,516
13-Habilidades financeiras	2,60	0,894	3,50	0,707
14-Habilidades de gestão	3,40	0,894	3,80	0,919
15-Habilidades de <i>marketing</i>	3,60	0,548	3,89	0,782

Nota: 1 = nada importante; 5 = muito importante

No que diz respeito aos critérios relacionados com a experiência do empreendedor e da equipa de gestão, pode-se constatar pela Tabela III que os BA valorizam mais o potencial de

liderança do empreendedor, seguindo-se da experiência da equipa de gestão no setor de atividade e do conhecimento geral do negócio. Os VCs adotam uma perspetiva diferente, considerando mais importante o conhecimento geral do negócio, seguindo-se do potencial de liderança do empreendedor e da experiência da equipa de gestão no setor de atividade. Esta avaliação é concordante com os critérios revelados por MacMillan *et al.*, (1985, apud Silva, 2004). O teste *Mann-Whitney* presente na Tabela IV revela que a atribuição do valor dado a cada critério é semelhante entre os dois tipos de investidores.

Tabela IV – Teste *Mann-Whitney* para duas amostras independentes (Experiência)

	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Mann-Whitney U	20,500	23,000	23,500	23,500	13,000	24,000	11,000	19,000	18,000
Wilcoxon W	75,500	78,000	38,500	38,500	28,000	39,000	26,000	34,000	33,000
Z	-,658	-,280	-,195	-,210	-1,673	-,136	-1,844	-,802	-,658
Asymp. Sig. (2-tailed)	,511	,780	,845	,834	,094	,892	,065	,422	,510
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,594 ^b	,859 ^b	,859 ^b	,859 ^b	,165 ^b	,953 ^b	,099 ^b	,513 ^b	,606 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not corrected for ties

Nível de significância: $p \leq 0,05$

Tabela V – Critérios de decisão relacionados com o mercado

Variável	BA n=5		VCs n=10	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
16-Tamanho do mercado	3,80	0,837	3,90	0,568
17-Acesso ao mercado	5,00	0,000	4,30	0,823
18-Potencial de crescimento do mercado	4,20	0,837	4,30	0,483
19-Necessidade do produto no mercado	4,80	0,447	4,40	0,843
20-Barreiras à entrada de novos produtos	3,40	0,548	3,70	0,823
21-Localização do mercado	2,60	0,894	2,60	0,699
22-Grau de compreensão do mercado de produtos	3,60	1,140	3,80	1,033

Nota: 1 = nada importante; 5 = muito importante

A Tabela V apresenta os critérios de decisão relacionados com o mercado, em que os BA indicam que os critérios mais importantes são o acesso ao mercado e a necessidade do produto no

mercado, enquanto que os VCs dão mais importância a este último critério, bem como ao acesso ao mercado e potencial de crescimento deste. Estes foram os critérios mais importantes revelados pelo estudo de Zacharakis e Meyer (1998) e pelos de, Muzyka *et al.*, (1996), Silva (2004) e Van Deventer e Mlambo (2009). No que diz respeito à análise entre o valor atribuído pelos BA e pelos VCs a cada critério, é possível verificar que estatisticamente não existem diferenças significativas, uma vez que $p\text{-value} \geq 0,05$. (Tabela VI).

Tabela VI – Teste Mann-Whitney para duas amostras independentes (Mercado)

	16	17	18	19	20	21	22
Mann-Whitney U	22,500	12,500	24,000	19,000	20,500	24,000	22,000
Wilcoxon W	37,500	67,500	39,000	74,000	35,500	39,000	37,000
Z	-,350	-1,834	-,141	-,881	-,611	-,136	-,402
Asymp. Sig. (2-tailed)	,726	,067	,888	,379	,541	,892	,688
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,768 ^b	,129 ^b	,953 ^b	,513 ^b	,594 ^b	,953 ^b	,768 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not corrected for ties

Nível de significância: $p \leq 0,05$

Tabela VII – Critérios de decisão relacionados com o produto

Variável	BA n=5		VCs n=10	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
23-Produto patenteado	3,60	0,548	3,78	0,833
24-Exclusividade do produto	4,00	0,000	4,00	0,816
25-Disponibilidade de matérias-primas	4,20	1,095	4,00	0,816
26-Necessidade de produto no mercado	4,80	0,447	4,70	0,483
27-Potencial de venda do produto	4,40	0,894	4,80	0,422

Nota: 1 = Nada importante; 5 = Muito importante

Os critérios relacionados com o produto revelam que os BA conferem maior importância à necessidade do produto no mercado e ao potencial de venda do mesmo, enquanto que os VCs invertem esta ordem de importância. A Tabela VIII indica que o valor atribuído a cada critério é semelhante para os dois tipos de investidores apresentando $p\text{-value} \geq 0,05$.

Tabela VIII – Teste *Mann-Whitney* para duas amostras independentes (Produto)

	23	24	25	26	27
Mann-Whitney U	18,000	25,000	21,500	22,500	19,000
Wilcoxon W	33,000	80,000	76,500	77,500	34,000
Z	-,703	,000	-,456	-,399	-,949
Asymp. Sig. (2-tailed)	,482	1,000	,648	,690	,343
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,606 ^b	1,000 ^b	,679 ^b	,768 ^b	,513 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not for corrected ties

Nível de significância: $p \leq 0,05$ **Tabela IX – Critérios de decisão relacionados com aspetos financeiros**

Variável	BA N=5		VCs N=10	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
28-Tempo para o <i>breakeven</i>	3,80	1,095	3,70	1,059
29-Tempo para o <i>payback</i>	3,80	0,837	3,90	0,316
30-Taxa de retorno esperado	4,00	0,816	4,50	0,707
31-Tamanho do investimento	3,60	0,548	3,10	0,738
32-Possibilidade de coinvestimento	3,40	1,342	2,00	0,471

Nota: 1 = nada importante; 5 = muito importante

Quanto aos aspetos financeiros, existe uma concordância entre os BA e os VCs em que a taxa de retorno esperado é o critério mais importante, como se pode verificar na Tabela IX. Os BA também consideram importante o tempo para o *breakeven*, enquanto que os VCs valorizam mais o tempo para o *payback*. A taxa de retorno foi considerada um dos critérios mais importantes revelados pelos estudos de Van Deventer e Mlambo (2009) e Hindle e Wenban (1999). É possível verificar através da Tabela X que, para a maioria dos critérios o *p-value* $\geq 0,05$, sendo a atribuição dos valores conferidos a cada critério semelhante entre os BA e os VCs, à excepção da possibilidade de coinvestimento que apresenta diferenças significativas entre os dois tipos de investidores, uma vez que *p-value* $\leq 0,05$.

Tabela X – Teste *Mann-Whitney* para duas amostras independentes (Financeiro)

	28	29	30	31	32
Mann-Whitney U	23,500	22,000	12,500	15,500	10,000
Wilcoxon W	38,500	37,000	22,500	70,500	65,000
Z	-,196	-,474	-1,164	-1,273	-2,190
Asymp. Sig. (2-tailed)	,844	,635	,245	,203	,029
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,859 ^b	,768 ^b	,304 ^b	,254 ^b	,075 ^b

a.Grouping Variable: investidor

b.Not corrected for ties

Nível de significância: $p \leq 0,05$ **Tabela XI – Critérios de decisão relacionados com outros aspetos do investimento**

Variável	BA n=5		VCs n=10	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
33-Qualidade do plano de negócios	3,20	0,837	4,60	0,516
34-Capacidade de produção	3,60	0,548	4,10	0,876
35-Sensibilidade a ciclos económicos	3,60	0,548	3,60	0,699
36-Intuição dos investidores	3,80	0,837	3,30	0,823

Nota: 1= Nada importante; 5 = Muito importante

Ao avaliarem outros aspetos do investimento, os BA atribuíram um maior grau de importância à sua intuição, seguindo-se, de igual modo, da capacidade de produção e da sensibilidade a ciclos económicos, enquanto que os VCs valorizaram mais a qualidade do plano de negócios e a capacidade de produção (Tabela XI). Silva (2004) e Argerich *et al.*, (2012) também revelaram a importância da apresentação de uma boa ideia de negócio, tendo Brettel (2003) verificado no seu estudo que um plano de negócios fraco é uma das razões que levam os BA a rejeitarem propostas de investimento. Como é possível verificar através da Tabela XII não existem diferenças significativas entre os BA e os VCs na atribuição dos valores de cada critério, excepto no que diz respeito à qualidade do plano de negócios, uma vez que apresenta o $p\text{-value} \leq 0,05$.

Tabela XII – Teste *Mann-Whitney* para duas amostras independentes (Outros)

	33	34	35	36
Mann-Whitney U	4,000	16,500	23,500	16,500
Wilcoxon W	19,000	31,500	38,500	71,500
Z	-2,752	-1,107	-,222	-1,142
Asymp. Sig. (2-tailed)	,006	,268	,825	,253
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,008 ^b	,310 ^b	,859 ^b	,310 ^b

a.Grouping Variable: investidor

b.Not corrected for ties

Nível de significância: $p \leq 0,05$

4.2.2. Análise entre os grupos de critérios

Os resultados seguintes dizem respeito à análise efetuada entre os grupos de critérios, incluindo a média e desvio – padrão, bem como o teste *Mann-Whitney* para duas amostras independentes, e o teste *Wilcoxon* para duas amostras emparelhadas.

Tabela XIII – Média da importância atribuída a cada grupo de critérios

Grupos de critérios	BA n=5		VCs n=10	
	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
A-Personalidade do empreendedor e equipa de gestão	4,00	0,118	3,69	0,207
B-Experiência do empreendedor e equipa de gestão	3,78	0,408	3,97	0,348
C-Mercado	3,91	0,480	3,86	0,350
D-Produto	4,20	0,400	4,28	0,406
F-Aspetos financeiros	3,71	0,436	3,44	0,246
G-Outros aspetos do investimento	3,55	0,112	3,90	0,357

Nota: 1 = Nada importante; 5 = Muito importante

A Tabela XIII representa a média atribuída pelos VCs e pelos BA a cada grupo de critérios e, como se pode verificar, ambos os tipos de investidores atribuíram uma maior importância ao grupo de critérios relacionados com o produto. Os BA classificaram em segundo lugar o grupo de critérios relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão, seguindo-se

do grupo de critérios relacionados com o mercado. Já os VCs classificam em segundo e terceiro lugares, respetivamente, o grupo de critérios relacionados com a experiência do empreendedor e da equipa de gestão e o grupo de critérios que envolvem outros aspetos do investimento. Estes resultados levam a rejeitar a primeira hipótese⁷ apresentada neste estudo, uma vez que os dois grupos de investidores conferem uma maior importância aos critérios relacionados com o produto quando avaliam as propostas de investimento que lhes são apresentadas. Não obstante, esta descoberta vai ao encontro do estudo de Brettel (2003), que referiu que a exclusividade do produto é um dos critérios que mais pesa na decisão dos BA quando se trata de investir.

Ao comparar a importância conferida a cada critério dentro de cada grupo, através do teste *Wilcoxon* (Tabela XIV), verifica-se que, para os VCs, as amostras emparelhadas (B-A) e (E-F) apresentam o $p\text{-value} \leq 0,05$, indicando que existem diferenças significativas na atribuição da importância dada aos critérios, à exceção de (D-C) que revela semelhanças. Contrariamente, os resultados estatísticos obtidos através das respostas dos BA indicam que não existem diferenças significativas, uma vez que $p\text{-value} \geq 0,05$.

Acrescenta-se ainda que os critérios foram organizados segundo a média que lhes foi atribuída, verificando-se que, para os BA, os três critérios que obtiveram uma maior classificação dizem respeito às características pessoais do empreendedor e da equipa de gestão; o acesso ao mercado e a credibilidade do empreendedor (Tabela XXI, em anexo), enquanto que os VCs indicaram o potencial de venda do produto, a necessidade de produto no mercado e o conhecimento geral do negócio como os três critérios mais importantes (Tabela XXII, em anexo).

⁷ H1: No processo de decisão de investimento, os VCs e os BA consideram mais importante o grupo de critérios relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão.

Tabela XIV – Teste *Wilcoxon* para duas amostras emparelhadas

Investidor		B - A	D - C	E - F
BA	Z	-1,095 ^b	-1,490 ^c	-,948 ^b
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,273	,136	,343
VC	Z	-2,403 ^c	-1,688 ^c	-2,661 ^c
	Asymp. Sig. (2-tailed)	,016	,091	,008

b. Based on positive ranks

c. Based on negative ranks

Nível de significância: $p \leq 0,05$

As tabelas XV, XVI, XVII, XVIII, XIX e XX dizem respeito ao Teste *Mann-Whitney* para duas amostras independentes, em que apenas os grupos de critérios relacionados com a personalidade e com outros aspetos do investimento apresentam o $p\text{-value} \leq 0,05$, ou seja existem diferenças significativas na atribuição do valor dos critérios em relação à média do grupo, contudo as restantes tabelas indicam que $p\text{-value} \geq 0,05$, sendo por esse motivo rejeitada a hipótese 2 deste trabalho, constando-se que no processo de avaliação de investimento os VCs e os BA utilizam maioritariamente critérios semelhantes. No entanto, como foi referido por Van Osnabrugge (2000) existem diferenças entre os dois tipos de investidores, uma vez que o retorno financeiro é um aspeto mais importante para os VCs quando decidem investir, que propriamente para os BA, que investem principalmente para se tornarem ativos.

Tabela XV – Teste *Mann-Whitney* Grupo Personalidade

	A
Mann-Whitney U	2,500
Wilcoxon W	57,500
Z	-2,868
Asymp. Sig. (2-tailed)	,004
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,003 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not corrected for ties.

Nível de significância: $p \leq 0,05$ **Tabela XVI – Teste *Mann-Whitney* Grupo Experiência**

	B
Mann-Whitney U	17,500
Wilcoxon W	32,500
Z	-,937
Asymp. Sig. (2-tailed)	,349
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,371 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not corrected for ties.

Nível de significância: $p \leq 0,05$

Tabela XVII – Teste *Mann-Whitney Grupo Mercado*

	C
Mann-Whitney U	21,000
Wilcoxon W	76,000
Z	-,502
Asymp. Sig. (2-tailed)	,616
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,679 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not corrected for ties.

Nível de significância: $p \leq 0,05$ Tabela XVIII – Teste *Mann-Whitney Grupo Produto*

	D
Mann-Whitney U	21,000
Wilcoxon W	36,000
Z	-,500
Asymp. Sig. (2-tailed)	,617
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,679 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not corrected for ties.

Nível de significância: $p \leq 0,05$ Tabela XIX – Teste *Mann-Whitney Grupo Financeiro*

	E
Mann-Whitney U	15,000
Wilcoxon W	70,000
Z	-1,271
Asymp. Sig. (2-tailed)	,204
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,254 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not corrected for ties.

Nível de significância: $p \leq 0,05$ Tabela XX – Teste *Mann-Whitney Grupo Outros*

	F
Mann-Whitney U	9,500
Wilcoxon W	24,500
Z	-1,970
Asymp. Sig. (2-tailed)	,049
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,055 ^b

a. Grouping Variable: investidor

b. Not corrected for ties.

Nível de significância: $p \leq 0,05$

5. Conclusões e limitações

O presente trabalho tinha como propósito identificar quais os critérios mais importantes utilizados pelos *Business Angels* e pelos *Venture Capitalists* no processo de decisão de investimento.

Com base na literatura foram identificados 36 critérios que foram divididos em seis grupos: “Aspetos relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão”; “Aspetos relacionados com a experiência do empreendedor e da equipa de gestão”; “Aspetos relacionados com o mercado”; “Aspetos relacionados com o produto”; “Aspetos financeiros” e por fim, “Outros aspetos relacionados com o investimento”. Além disso foram definidas as hipóteses do estudo, em

que com a primeira se pretendia verificar se os critérios que a os BA e os VCs atribuem maior importância estão presentes no grupo dos aspetos relacionados com a personalidade e equipa de gestão, e com a segunda hipótese se analisaria se os critérios mais importantes para os VCs eram diferentes dos critérios mais importantes para os BA.

Primeira hipótese de estudo

Em cada grupo de critérios, os investidores identificaram aqueles que consideram mais importantes, sendo que no primeiro se verificou que as características pessoais do empreendedor e a credibilidade deste são os aspetos mais importantes segundo a classificação atribuída pelos BA e pelos VCs. No segundo grupo verificou-se que os BA e os VCs valorizam mais o potencial de liderança do empreendedor, a experiência da equipa de gestão no setor de atividade, bem como o conhecimento geral do negócio.

Quanto aos aspetos relacionados com o mercado, os critérios mais valorizados foram o acesso ao mercado, a necessidade do produto no mercado e o crescimento do mercado. Já nos critérios relacionados com o produto verificou-se que os BA e os VCs dão maior importância à necessidade do produto no mercado e ao potencial de venda do mesmo. Em relação aos aspetos financeiros, os dois tipos de investidores indicaram que a taxa de retorno esperado, o tempo para o *payback* e o tempo para o *breakeven* são os critérios mais importantes deste grupo. No último grupo, os VCs consideram como critérios mais importantes a qualidade do plano de negócios, seguindo-se da capacidade de produção, enquanto que os BA conferem maior importância à intuição dos investidores e à capacidade de produção.

Ao analisar a média total de cada grupo de critérios observa-se que ambos os investidores consideraram os aspetos relacionados com o produto aqueles que mais influenciam a sua decisão de investimento. Os BA classificaram em segundo lugar o grupo de critérios relacionados com a personalidade do empreendedor e da equipa de gestão, seguindo-se do grupo de critérios relacionados com o mercado, enquanto que os VCs classificaram em segundo lugar os critérios relacionados com a experiência do empreendedor e da equipa de gestão e em terceiro lugar os critérios que envolvem outros aspetos do investimento. **Com estes resultados conclui-se que a primeira hipótese deve ser rejeitada.**

Segunda hipótese de estudo

Quanto à segunda hipótese apresentada a mesma não foi fundamentada pelos resultados dos testes estatísticos efetuados, uma vez que se verificou que, maioritariamente, **não existem diferenças significativas no valor médio atribuído a cada grupo de critérios dependendo do tipo de investidor.** Além disso, **foi possível concluir que, para os BA não existem diferenças no valor da importância atribuída a cada critério.** Contrariamente, os resultados apresentados para os VCs revelam que, maioritariamente, **existem diferenças significativas na importância dada a cada critério, à exceção daqueles que estão relacionados com o mercado e com o produto.**

Ao organizar cada critério segundo a média total de classificação atribuída verificou-se que os BA dão mais importância às características pessoais do empreendedor e da equipa de gestão, ao acesso ao mercado e à credibilidade do empreendedor, enquanto que para os VCs o potencial de venda do produto, a necessidade do produto no mercado e o conhecimento geral do negócio são os critérios mais valorizados.

Este estudo apresenta algumas limitações, na medida em que as amostras utilizadas continham um número de participantes mais reduzido em relação a outros estudos que foram realizados, além de que havia uma diferença significativa no número de respondentes de cada amostra (5 – BA; 10 – VCs).

Como foi referido anteriormente, não existem estudos publicados na literatura portuguesa que tenham explorado o conceito da comparação dos critérios utilizados entre os BA e os VCs no processo de tomada de decisão de investimento, faltando aqui uma base que permitisse uma maior exploração dos dados que poderiam ter sido apresentados anteriormente. Na literatura estrangeira foi feita referência ao estudo de Van Osnabrugge (2000), no entanto, o objetivo desse estudo seria comparar o processo de tomada de decisão dos dois tipos de investidores, e não propriamente os critérios mais importantes.

Em estudos posteriores seria importante tentar explorar este conceito mais aprofundadamente, e abranger empresas em diferentes estágios de financiamento. Além disso, poderia também adotar-se outra perspetiva, a de tentar averiguar a importância do capital de risco nas empresas em desenvolvimento.

6. Referências bibliográficas

Aernoudt, R. (1999). Business Angels: Should they fly on their own wings? *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1, Nº 2, pp. 187-195.

APCRI, (2006). *Guia prático do Capital de Risco*, disponível em: http://www.apcri.pt/sites/default/files/Guia_Pratico_do_Capital_de_Risco.pdf (consultado a 1 de Outubro de 2013).

Argerich, J., Hormiga, E., Valls-Pasola, J. (2012). Financial services support for entrepreneurial projects: key issues in the business angels investment decision process. *The Service Industries Journal*, Vol. 33, Nº 9-10, pp. 1-14.

Banha, F. (2011). *Os Business Angels em Portugal*, disponível em: http://www.gesbanha.com/index.php?option=com_content&view=article&id=418:os-business-angels-em-portugal&catid=91:artigos&Itemid=15 (consultado a 15 de Outubro de 2013).

Banha, F. (2013). *Como empreender em Portugal?*, disponível em: http://www.gesbanha.com/index.php?view=article&catid=91%3Aartigos&id=438%3Acomo-empreender-em-portugal&format=pdf&option=com_content&Itemid=15 (consultado a 30 de Outubro de 2013).

Banha, F. (2014). *Nova linha de financiamento para Business Angels*, disponível em: http://www.gesventure.pt/newsletter/info_n80.htm (consultado a 17 de Fevereiro de 2014).

Brettel, M. (2003). Business angels in Germany: A research note. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 5, Nº 3, pp. 251-268.

CMVM, (2012). *Relatório Anual da Atividade de Capital de Risco – 2012*, disponível em:

http://www.cmvm.pt/CMVM/Estatisticas/Capital%20de%20Risco/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20do%20Capital%20de%20risco%202012_Vers%C3%A3ofinal.pdf (consultado a 1 de Outubro de 2013).

Duxbury, L., Haines, G., Riding, A. (1996). A Personality Profile of Canadian Informal Investors. *Journal of Small Business*, Vol. 34, Nº 2, pp. 44-55.

Feeney, L., Haines JR, G. H., Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: Insights from qualitative data. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1, Nº 2, pp. 121-145.

Félix, E. G. S., Nunes, J. C., Pires, C. P. (2011). Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments? *Working paper* que aguarda publicação em *Journal of Small Business and Enterprise Development*, CEFAGE – Universidade de Évora.

Fried, V., Hisrich, R. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, Vol. 23, Nº 3, pp. 28-37.

Hall, H. J., Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria and new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, Nº 8, pp. 25-42.

Harrison, R. T. Mason, C. M. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 14, Nº 3, pp. 271-287.

Hill, B., Power, D. (2002). *Attracting Capital from Angels How Their Money – and their experience – can help you build a successful company*. John Wiley & Sons, Inc. pp. 61-81.

Hill, M.M., Hill, A. (2008). *Investigação por Questionário*. Edições Sílabo, 2ª Edição, Portugal.

Hindle, K., Wenban, R. (1999). Australia's informal venture capitalists: an exploratory profile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1, Nº 2, pp. 169-186.

- Korosteleva, J., Mickiewicz, T. (2011). Start-Up Financing in the Age of Globalization. *Emerging Markets Finance & Trade*, Vol. 47, Nº 3, pp. 23-49.
- Laurenço, R. M. S. (2011). *Testes de hipóteses com o SPSS, o meu manual de consulta rápida*. Edições Sílabo, 1ª Edição, Portugal, pp. 134-149.
- MacMillan, I. C., Siegel, R., Subba Narasimha, P. N. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business Venturing*, Vol. 1, Nº 4, pp. 119-128.
- Markova, S., Petrovska-Mirčevska, T. (2010). Entrepreneurial Finance: Angel investing as a source of funding high-growth start-up firms. *Annals of the University of Petroșani, Economics*, Vol. 10, Nº 3, pp. 217-224.
- Maroco, J. (2010). *Análise Estatística com utilização do SPSS*. Edições Sílabo, 3ª Edição, Portugal, pp. 214-227.
- Mason, C. M., Harrison, R. T. (1994). The Informal Venture Capital Market in the U.K., em Edições A. Hughes and D. J. Storey, *Financing Small Firms*, London: Routledge, pp. 64-111.
- Mason, C. R., Harrison, R. T. (1995). Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital. *Small Business Economics*, Vol. 7, Nº 2, pp. 153-172
- Mason, C., Stark, M. (2004). What do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International Small Business Journal*, Vol. 22, Nº 3, pp. 227-248.
- Meade, N. (1978). Decision Analysis in Venture Capital. *The Journal of the Operational Research Society*, Vol. 29, Nº 1, pp. 43-53.
- Muzyka, D., Birley, S., Leleux, B. (1996). Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, Vol. 11, Nº 4, pp. 273-287.

- Narayansamy, C., Hashemoghli, A., Rashid, R. M. (2012). Venture Capital pre-investment decision making process: an exploratory study in Malaysia. *Global Journal of Business Research*, Vol. 6, Nº 5, pp. 49-63.
- Paul, S., Whittam, G., Johnston, J. B. (2003). The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 5, Nº 4, pp. 313-335.
- Paul, S., Whittam, G., Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 9, Nº 2, pp. 107-125.
- Prowse, S. (1998). Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, Nº 6-8, pp. 785-792.
- Ramadani, V. (2009). Business angels: who they really are. *Strategic Change*, Vol. 18, Nº 7-8, pp. 249-258.
- Richard, E. M., Mori, N. G. (2012). SMEs Access to Financial Services: Bankers' Eye. *Chinese Business Review*, Vol. 11, Nº 2, pp. 217-223.
- Sahlman, W.A. (1988). Aspects of Financial Contracting in Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 1, Nº 2, pp. 23-36.
- 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*, Vol. 6, Nº 2, pp.125-145.
- Sørheim, R. (2003). The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 5, Nº 4, pp. 337-364.

- Sudek, R. (2007). Angel Investment Criteria. *Journal of Small Business Strategy*, Vol. 17, Nº 2, pp. 89-103.
- Tyebjee, T., Bruno, A. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, Vol. 30, Nº 9, pp. 1051-1066.
- Van Deventer, B., Mlambo, C. (2009). Factors influencing venture capitalists' project financing decisions in South Africa. *South Africa Journal Business Management*, Vol. 40, Nº 1, pp. 33-41.
- 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*, Vol. 2, Nº 2, pp. 91-109.
- Van Osnabrugge, M., Robinson, R. J. (2000). *Angel investing: matching start-up funds with start-up companies: the guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalist*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Wells, W. (1974). Venture Capital Decision Making. *Tese de Doutorado não publicada*, Carnegie Mellon University, Pittsburgh.
- Wetzel, W. E. (1983). Angels and informal risk capital. *Sloan Management Review*, Vol. 24, Nº 4, pp. 23-34.
- Zacharakis, A.L., Meyer, G.D. (1998). A lack of insight: Do the venture capitalist really understand their own decision process? *Journal of Business Venturing*, Vol. 13, Nº 1, pp. 57-76.

7. Anexos

Anexo A – Tabelas critérios mais importantes

Tabela XXI – Lista dos cinco critérios mais importantes para os BA

Critérios BA	Média	Desvio-Padrão	Categoria
Características pessoais	5,00	0,000	Personalidade
Acesso ao mercado	5,00	0,000	Mercado
Credibilidade do empreendedor	4,80	0,447	Personalidade
Necessidade do produto no mercado	4,80	0,447	Mercado
Necessidade do produto no mercado	4,80	0,447	Produto

Nota: 1 = nada importante; 5 = muito importante

Tabela XXII – Lista de critérios mais importantes para os VCs

Critérios VCs	Média	Desvio-Padrão	Categoria
Potencial de venda do produto	4,80	0,422	Produto
Necessidade do produto no mercado	4,70	0,483	Produto
Conhecimento geral do negócio	4,60	0,843	Experiência
Credibilidade do empreendedor	4,60	0,699	Personalidade
Qualidade do plano de negócios	4,60	0,516	Outros

Nota: 1 = nada importante; 5 = muito importante

Anexo B – Questionário

O presente questionário destina-se a dois tipos de investidores, os *Business Angels* e os *Venture Capitalists*, e tem como objetivo verificar quais são os critérios que influenciam a tomada de decisão na concessão de financiamento às *start-ups*. O questionário é anónimo, assegurando ao respondente a confidencialidade do tratamento dos dados recolhidos, que serão posteriormente utilizados como parte essencial da dissertação de mestrado em Ciências Empresariais. O questionário contém 16 questões e demorará cerca de 10 minutos. A sua participação no estudo é bastante importante.

Muito obrigada pela sua colaboração.

Q1. Este grupo de questões tem como objetivo identificar o perfil do respondente, por esse motivo, indique por favor qual o tipo de investidor que melhor se enquadra no seu perfil

- a) Business Angel
- b) Venture Capitalist

Q2. Indique por favor qual a sua profissão

Q3. Tendo em conta o seu perfil como investidor, indique por favor como considera a atividade de investimento (escolha apenas uma das opções)

- a) Investidor profissional
- b) A atividade de investimento é secundária

Q4. As questões seguintes dizem respeito a informações sobre o negócio, pretendendo saber como é que costuma obter conhecimento sobre as propostas de negócio. (pode escolher mais do que uma das opções)

- a) Contacto por parte do empreendedor através de “cold call” (sem aviso prévio)
- b) A proposta de negócio foi encaminhada por outros
- c) Procura ativa de novas propostas de negócio onde investir

Q5. Se na questão anterior respondeu que obteve ou costuma obter conhecimentos das propostas de negócio encaminhadas por outros, refira através de que meios (pode escolher mais do que uma das opções)

- a) Comunidades de capital de risco
- b) Bancos
- c) Empresas em que investiu anteriormente
- d) Conhecimentos pessoais

Q6. As seguintes questões dizem respeito a informações sobre o investimento. Indique por favor qual o valor mínimo e o valor máximo que geralmente investe e considera ser o mais apropriado

Valor mínimo _____

Valor máximo _____

Q7. Quanto à política de investimento, prefere investir em: (pode escolher mais do que uma das opções)

- a) Negócios pequenos que requerem um investimento menor
- b) Deseja manter uma base de investimento, diversificada em vários negócios
- c) Solicita a participação de outros fundos de capital de risco para investir em negócios maiores

Q8. Qual o setor de mercado que prefere e costuma investir (pode escolher mais do que uma das opções)

- a) Indústrias de tecnologia

- b) Setor de bens de consumo
- c) Empresas de manufatura
- d) Empresas que possuem uma nova tecnologia
- e) Empresas que possuem uma tecnologia já existente
- f) Empresas que preferem melhorar produtos já existentes
- g) Empresas que possuem produtos semelhantes aos da concorrência

Q9. Quanto à localização prefere investir em: (pode escolher mais do que uma das opções)

- a) Zonas urbanas
- b) Zonas metropolitanas
- c) Zonas rurais
- d) Localização próxima da sede do investidor

Q10. Qual o estágio de financiamento em que prefere investir (pode escolher mais do que uma das opções)

- a) Empresas em estágios iniciais e que ainda não estão estabelecidas (*seed-capital*)
- b) Empresas em fase de desenvolvimento com elevado potencial de crescimento (*start-up*)
- c) Empresas já estabelecidas (*later-stage*)

O seguinte e último grupo de questões tem como objetivo verificar quais são os critérios que maioritariamente influenciam a tomada de decisão de investimento.

Q11. Quanto aos critérios de decisão relacionados com a personalidade do empreendedor e equipa de gestão, classifique as seguintes alternativas, numa escala crescente de cinco pontos, sendo que 1 é nada importante e 5 muito importante

	Nada importante	Pouco importante	Relativamente importante	Importante	Muito importante
Características pessoais (entusiasmo, integridade, paixão, compromisso)					
Credibilidade do empreendedor					
Perícia do empresário					
Flexibilidade do empreendedor e da equipa de gestão					
Empatia por parte do investidor após reunião com o empreendedor					
Currículo académico do empreendedor					

Q12. No que diz respeito aos critérios relacionados com a experiência do empreendedor e da equipa de gestão, classifique as seguintes alternativas, numa escala crescente de cinco pontos, sendo que 1 é nada importante e 5 muito importante

	Nada importante	Pouco importante	Relativamente importante	Importante	Muito importante
Potencial de liderança da equipa de gestão					
Potencial de liderança do empreendedor					
Experiência da equipa de gestão no setor de atividade					
Capacidade para identificar o risco					
Conhecimento geral do negócio					
Referências transmitidas por fontes confiáveis					

Habilidades
financeiras

Habilidades de
gestão

Habilidades de
marketing

Q13. No que diz respeito aos critérios relacionados com o mercado, classifique as seguintes alternativas, numa escala crescente de cinco pontos, sendo que 1 é nada importante e 5 muito importante

	Nada importante	Pouco importante	Relativamente importante	Importante	Muito importante
Tamanho do mercado					
Acesso ao mercado					
Potencial de crescimento do mercado					
Necessidade do produto no mercado					
Barreiras à entrada de novos produtos					
Localização do mercado					
Grau de compreensão do mercado de produtos					

Q14. No que diz respeito aos critérios relacionados com o produto, classifique as seguintes alternativas, numa escala crescente de cinco pontos, sendo que 1 é nada importante e 5 muito importante

	Nada importante	Pouco importante	Relativamente importante	Importante	Muito importante
Produto patenteado					
Exclusividade do produto					
Disponibilidade de matérias-primas					
Necessidade do produto no mercado					
Potencial de venda do produto					

Q15. Quanto aos critérios relacionados com aspetos financeiros, classifique as seguintes alternativas, numa escala crescente de cinco pontos, sendo que 1 é nada importante e 5 muito importante

	Nada importante	Pouco importante	Relativamente importante	Importante	Muito importante
Tempo para o <i>breakeven</i>					
Tempo para o <i>payback</i>					
Taxa de retorno esperado					
Tamanho do investimento					
Possibilidade de coinvestimento					

Q16. No que diz respeito aos critérios relacionados com outros aspetos do investimento, classifique as seguintes alternativas, numa escala crescente de cinco pontos, sendo que 1 é nada importante e 5 muito importante

	Nada importante	Pouco importante	Relativamente importante	Importante	Muito importante
Qualidade do plano de negócios					
Capacidade de produção					
Sensibilidade a ciclos económicos					
Intuição dos investidores					