

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Venture Capital: O Processo de Tomada de Decisão e Investimento em Startups

Mária Lúcia Santos Leonardo

Mestrado em Gestão

Orientador:

Professor Doutor Renato Pereira, Professor Auxiliar, Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

Iscte Business School

novembro, 2020

iscte

BUSINESS
SCHOOL

Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

Venture Capital: O Processo de Tomada de Decisão e Investimento em Startups

Mária Lúcia Santos Leonardo

Mestrado em Gestão

Orientador:

Professor Doutor Renato Pereira, Professor Auxiliar, Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

Iscte Business School

novembro, 2020

*“(...) De tudo ficaram três coisas:
A certeza de que estamos sempre a começar,
A certeza de que é preciso continuar,
A certeza de que podemos ser interrompidos antes de terminar.
Façamos da interrupção um caminho novo,
Da queda um passo de dança,
Do medo uma escada,
Do sono uma ponte,
Da procura um encontro. (...)”*

O Encontro Marcado – Fernando Sabino

Agradecimento

A conclusão da presente dissertação representa não só o culminar do meu percurso académico enquanto estudante de Mestrado, como a superação de um dos maiores desafios a que já fui submetida. Durante o último ano empreguei todo o meu empenho na elaboração deste estudo e, como em qualquer trajetória, foram diversos os obstáculos a ultrapassar. Contudo, este exercício de melhoria contínua não teria sido possível sem o apoio de pessoas a quem serei sempre grata.

Em primeiro lugar, o meu profundo agradecimento à minha família. Aos meus avós, mãe e irmã. Não só pelo apoio, como pelos valores que me transmitem e que são os alicerces para conseguir alcançar os meus objetivos. Com eles aprendi a nunca desistir, e por mais contrariedades que possam surgir, unidos conseguiremos sempre superá-las. Agradeço também pelo amor, confiança e orgulho que expressam, mesmo nos pequenos gestos, e que são a base da minha essência.

Ao Miguel, pelo apoio e paciência. Por acreditar sempre em mim, mesmo quando eu não acreditei, e por me lembrar constantemente que não estou sozinha. Por último, agradeço o amor que exprime nas suas diversas formas e por ter sempre uma palavra de conforto quando mais preciso.

Quero, de igual modo, expressar o meu agradecimento ao Professor Doutor Renato Pereira pela disponibilidade que sempre demonstrou ao longo de todo este processo. A compreensão e o acompanhamento que me proporcionou foram fundamentais para a conclusão da dissertação.

Por fim, um especial agradecimento a todos os participantes que tornaram esta investigação possível: Dra. Ana Leite, Dr. André Março, Dr. Carlos Morgado, Dr. Daniel Nascimento, Dr. Gonçalo Sousa Coutinho, Dr. José Guerreiro de Sousa, Dr. Luís Quaresma, Dr. Luís Valença Pinto, Dr. Paulo Caetano, Dr. Pedro Pinto Gonçalves, Dr. Ricardo Perdigão Henriques, Dr. Rui Alpalhão, Dr. Rui Ferreira, Dr. Stephan Morais e Dr. Tomás Penaguião. A todos reconheço a partilha de experiências e conhecimento, a disponibilidade e a constante cooperação.

Resumo

Nos últimos anos tem-se assistido a uma tendência crescente de criação de *startups*. Apesar da importância destas empresas no crescimento económico dos países, observam-se fortes restrições de acesso ao capital, e é neste contexto que o *venture capital* se assume como uma das principais fontes de financiamento. Embora sejam vários os autores a tentar descrever o processo de investimento das sociedades de capital de risco, verifica-se uma escassez de estudos que abordem mercados com as características de Portugal. Neste sentido, o presente estudo procura analisar o processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco portugueses. Assumindo uma abordagem exploratória, foram realizadas entrevistas semiestruturadas a dezassete especialistas, nomeadamente capitalistas de risco, para definir como ocorre a seleção de *startups* e descrever todos os procedimentos adotados no processo de investimento. Os resultados obtidos mostram que este processo acontece de forma interativa entre os intervenientes e que algumas atividades podem decorrer simultaneamente. Adicionalmente, o estudo sugere que os critérios de seleção são focados essencialmente nas características da equipa de gestão e do produto ou serviço, seguindo-se as particularidades do mercado e as potenciais opções de saída.

Palavras-Chave: Avaliação; Investimento; Seleção; *Startup*; Tomada de Decisão; *Venture Capital*.

Abstract

In recent years, there has been a growing trend in the creation of startups. Despite the importance of these companies in the economic growth of countries, capital restrictions normally exist. It is in this context that venture capital is one of the main sources of financing. Although several authors try to describe the investment process of venture capital firms, there is a lack of studies addressing markets with the characteristics of Portugal. Thus, this study seeks to analyze the decision-making process of Portuguese venture capitalists. Taking an exploratory approach, semi-structured interviews were conducted with seventeen specialists, namely venture capitalists, to define how the selection of startups occurs and describe all the procedures adopted in the investment process. The results obtained show that this process occurs interactively among the players and some activities can take place simultaneously. In addition, the study suggests that the selection criteria are essentially focused on the characteristics of the management team and the product or service, followed by market features and potential exit options.

Keywords: Evaluation; Investment; Selection; Startup; Decision Making; Venture Capital.

Índice

Agradecimento	iii
Resumo	v
Abstract	vii
Glossário	xiii
Capítulo 1. Introdução	1
1.1. Enquadramento do Estudo	1
1.2. Objetivos Principais e Secundários	2
1.3. Metodologia	2
1.4. Estrutura	3
Capítulo 2. Revisão da Literatura	5
2.1. Empreendedorismo	5
2.2. <i>Startup</i>	6
2.3. <i>Venture Capital</i>	9
2.3.1. Processo de Investimento	11
2.4. O Contexto Português	15
<i>Síntese do Capítulo 2</i>	19
Capítulo 3. Enquadramento Metodológico	21
3.1. Noções Fundamentais da Metodologia Qualitativa	21
3.2. Amostra	23
3.3. Recolha de Dados	26
3.4. Procedimentos	28
<i>Síntese do Capítulo 3</i>	29
Capítulo 4. Resultados	31
4.1. Oportunidade de Investimento	33
4.2. Análise Informal	35
4.3. Análise Formal	36
4.4. Avaliação	37

4.4.1. Critérios de Avaliação	37
4.4.2. Métodos de Avaliação	42
4.5. Estruturação	45
4.6. Acordo de Investimento	47
4.7. Intervenção	47
4.7.1. Acompanhamento do Investimento	48
4.7.2. Saída	49
<i>Síntese do Capítulo 4</i>	51
Capítulo 5. Conclusões	53
5.1. Resultados Alcançados e Limitações	53
5.2. Implicações Práticas	54
5.3. Recomendações para Investigações Futuras	55
Referências Bibliográficas	57
Anexos	65

Índice de Figuras, Tabelas e Gráficos

Figuras

Figura 1. Ciclo de Investimento	8
Figura 2. Distinção entre <i>Venture Capital</i> e <i>Private Equity</i>	10
Figura 3. Processo de Investimento em <i>Startups</i>	32

Tabelas

Tabela 1. Evolução do Conceito de <i>Startup</i>	6
Tabela 2. Caracterização da Amostra	25
Tabela 3. Atividades e Etapas do Processo de Investimento	31
Tabela 4. Critérios de Avaliação dos Investimentos	38
Tabela 5. Métodos de Avaliação das <i>Startups</i>	43
Tabela 6. Principais Cenários de Saída	50

Gráficos

Gráfico 1. Tipologia do Financiamento de <i>Startups</i> em Portugal	16
Gráfico 2. Origem do Financiamento de <i>Startups</i> em Portugal	17
Gráfico 3. Origem do Financiamento de <i>Startups</i> proveniente do Estrangeiro	17

Glossário

AGER – Amway Global Entrepreneurship Report

APCRI – Associação Portuguesa de Capital de Risco

BGI – *Building Global Innovators*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DCF – *Discounted Cash Flow*

EUA – Estados Unidos da América

FFF – *Family, Friends and Fools*

GEM – Global Entrepreneurship Monitor

IAPMEI – Agência para a Competitividade e Inovação

IPO – *Initial Public Offering*

PDF – *Portable Document Format*

PMEs – Pequenas e Médias Empresas

TIC – Tecnologias de Informação e Comunicação

Introdução

1.1. Enquadramento do Estudo

O empreendedorismo tem sido cada vez mais objeto de atenção a nível mundial, decorrente de fenómenos como a internacionalização, os desenvolvimentos da tecnologia e a proliferação de novos mercados. Neste seguimento, nos últimos anos tem-se observado uma mudança na dinâmica da atividade empreendedora, dada a necessidade de surgirem empresas competitivas e inovadoras no mercado que assumam um papel fundamental no crescimento económico. Aquando da associação do empreendedorismo com a inovação, é atingido o expoente máximo do primeiro, materializado através das *startups*. Uma *startup* é normalmente uma empresa na fase inicial do seu ciclo de vida, projetada para criar produtos ou serviços com uma forte componente de inovação e potencial de crescimento (Pineda, 2016). Dadas as singularidades das *startups*, este tipo de empresas provoca efeitos consideráveis no contexto económico e social de um país. De entre os benefícios decorrentes da atividade das *startups* destaca-se, por exemplo, a criação de empregos.

Embora estas empresas gozem de uma repercussão incomparável, muitas vezes enfrentam dificuldades em atrair financiamento, nomeadamente através de fontes tradicionais. Na verdade, as *startups* são caracterizadas por elevados níveis de risco e, normalmente não possuem ativos tangíveis, o que leva a que as referidas fontes de financiamento tradicionais se mostrem relutantes em disponibilizar capital. Face ao exposto, o *venture capital* é considerado uma alternativa atraente para as empresas em fase inicial, uma vez que proporciona o acesso a recursos que de outra forma estas não conseguiriam (Gompers e Lerner, 2001). Em Portugal, o mercado de *venture capital* ainda é pequeno quando comparado com países como os EUA, apesar do crescimento observado nos últimos anos. Para o efeito, contribui o esforço de várias entidades e, em particular, do governo português, com o intuito de fomentar este tipo de financiamento e promover a inovação. A título de exemplo, destaca-se a realização de eventos como o *Web Summit*, que permitem estimular o potencial de Portugal enquanto núcleo empreendedor.

Com base no exposto anteriormente, a relevância do *venture capital* deve-se não só à capacidade que demonstra na criação de emprego e desenvolvimento das empresas, como também por ser considerado uma estratégia para o crescimento económico. Neste sentido, têm

sido desenvolvidos vários estudos a fim de compreender os fatores que influenciam a tomada de decisão dos capitalistas de risco.

Não obstante das várias análises concretizadas referentes ao tema, a fim de compreender o processo de investimento das sociedades de *venture capital*, a subjetividade inerente ao mesmo faz com que continue a persistir a necessidade de serem desenvolvidos estudos alternativos aos existentes. Adicionalmente, a generalidade dos trabalhos aborda o processo de tomada de decisão nos mercados de *private equity* e *venture capital*, não existindo uma diferenciação entre as duas tipologias. Por último, os estudos realizados estão inseridos normalmente em mercados com dimensão relevante. Neste seguimento, pretende-se desenvolver uma investigação sobre como os capitalistas de risco selecionam *startups* em mercados de *venture capital* pequenos, como é o caso de Portugal.

1.2. Objetivos Principais e Secundários

Como exposto no ponto anterior, o empreendedorismo e, mais especificamente, as *startups*, têm um forte impacto no contexto económico e social de um país. De forma semelhante, o *venture capital*, enquanto fonte de financiamento das empresas em fase inicial, tem vindo a assumir uma posição cada vez mais notória nas sociedades. Embora esta modalidade continue a atrair a atenção de muitos académicos, nomeadamente em relação ao processo de tomada de decisão, continua a existir espaço para investigações alternativas às existentes. Neste sentido, o principal objetivo da presente dissertação reside na estruturação de um modelo que descreva o processo de avaliação e seleção de *startups*, conduzido pelos capitalistas de risco. De modo a contribuir para a concretização do objetivo principal, são estabelecidos objetivos secundários, como (i) a identificação e caracterização dos procedimentos a percorrer na seleção dos projetos e (ii) o levantamento dos critérios e métodos de avaliação utilizados pelos capitalistas de risco.

Com vista a alcançar os objetivos propostos anteriormente, será elaborada, em primeiro lugar, uma revisão da literatura para assimilar os conceitos inerentes. Numa fase posterior, serão realizadas entrevistas a especialistas na área, onde será incentivada a partilha de conhecimentos e experiências.

1.3. Metodologia

Em conformidade com o enunciado no ponto anterior, o propósito primordial do presente estudo é a descrição e compreensão do processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco. Neste seguimento, é necessária uma abordagem de investigação exploratória com capacidade de

assegurar que todos os aspetos envolvidos no processo de seleção e avaliação de *startups* são considerados. Assim, a metodologia de investigação começa, em primeiro lugar, por realizar uma extensa revisão da literatura que permite compreender as noções associadas ao empreendedorismo e, especificamente, às *startups*. Adicionalmente, a referida revisão da literatura passará por entender os conceitos inerentes ao *venture capital*.

Em relação à componente empírica, e dado o carácter exploratório da presente dissertação, a metodologia escolhida passa por realizar entrevistas a especialistas na área, isto é, indivíduos que tenham experiência em conceder investimento a *startups* sob a forma de *venture capital*. As entrevistas contarão com dezassete participantes, com perfis distintos, e terão a duração média de 40 minutos. Com base nos resultados obtidos a partir da abordagem adotada, serão identificadas as conclusões da investigação, relacionadas especialmente com as etapas que integram o processo de tomada de decisão e com os critérios utilizados na seleção dos projetos.

1.4. Estrutura

A presente dissertação divide-se formalmente em cinco capítulos. No primeiro capítulo procede-se a um enquadramento inicial referente à investigação a realizar. Ainda neste seguimento, são descritos os objetivos do estudo e é efetuada uma breve explicação da metodologia adotada. O segundo capítulo constitui a revisão da literatura, que começa por fazer menção a alguns conceitos relacionados com o tema. Em primeiro lugar, é referida a evolução do conceito *empreendedorismo* e prossegue-se para a introdução das noções inerentes às *startups*. Neste capítulo também é evidenciado o *venture capital* enquanto fonte de financiamento para as empresas na fase inicial do seu ciclo de vida. Por último, procede-se à caracterização do contexto português. O terceiro capítulo é referente ao enquadramento empírico e apresenta não só os detalhes da metodologia adotada e as noções fundamentais associadas à mesma, como também a identificação da amostra. Neste capítulo é detalhado o processo de recolha dos dados e os procedimentos executados para a análise dos mesmos. No penúltimo capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da análise das entrevistas realizadas. Aqui, é descrito o processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco portugueses, em que se detalha cada um dos procedimentos envolvidos. Por fim, o estudo termina com o quinto capítulo, onde são delineadas as conclusões retiradas, as limitações do estudo e as recomendações para possíveis futuras investigações.

CAPÍTULO 2

Revisão da Literatura

A emergência de novas tecnologias de informação e comunicação (TIC) promoveu a adaptação das sociedades à nova realidade e aos desafios decorrentes da mesma. É neste contexto, pautado pelo crescimento dos mercados, desenvolvimento de novas tecnologias e aumento da concorrência, que surge a necessidade de as empresas agirem de forma a conseguirem destacar-se e alcançar a vantagem competitiva. Neste sentido, o empreendedorismo tem tido uma importante repercussão mundial, capaz de impulsionar a economia através da combinação dos recursos existentes com ideias inovadoras. Assim, vários estudos sobre o empreendedorismo, que conjugam o conhecimento e a inovação, são desenvolvidos, indicando as *startups* como referência dessa associação. Com efeito, neste capítulo proceder-se-á ao enquadramento teórico necessário para a presente dissertação.

2.1. Empreendedorismo

O *empreendedorismo* é um fenómeno mundialmente crescente, que contribui não só para a criação de empregos (İyigün, 2015), como também para o crescimento da produtividade (Peixoto, 2018), sendo considerado um dos motores de desenvolvimento económico e social de um país.

Apesar da expressão *empreendedorismo* ser amplamente discutida, existe uma fraca clareza na sua definição, em parte por influência de áreas como a Economia, Gestão, Ciências Sociais e Antropologia (Tülüce e Yurtkur, 2015). Assim, torna-se relevante analisar a evolução histórica do conceito tendo em consideração alguns dos autores responsáveis pelo desenvolvimento de novas abordagens.

Richard Cantillon é reconhecido, para além das suas contribuições para a teoria económica, como o primeiro autor a considerar a importância do empreendedorismo na economia (Brown e Thornton, 2013; Tülüce e Yurtkur, 2015). O autor define *empreendedor* como alguém com competências que permitem reduzir o risco e tomar uma atitude para alcançar rendimentos mais elevados (Tülüce e Yurtkur, 2015).

Mais tarde, Jean-Baptiste Say ampliou o conceito introduzido inicialmente por Cantillon e descreve o empreendedor como um indivíduo portador de risco (Tülüce e Yurtkur, 2015) que procura transferir recursos económicos para áreas mais valorizadas (Smith et al., 2011). No entanto, foi no início do século XX que as contribuições de Cantillon e Say ganharam um novo destaque através de Joseph Schumpeter, que associa o empreendedorismo à inovação (Landström, 2008). Para Schumpeter (1947) o empreendedor é alguém que procura oportunidades de inovação e, por conseguinte, considera-o o principal impulsionador do progresso da economia. Schumpeter descreve ainda o empreendedor como uma entidade responsável pelo processo de destruição criativa, que tem como consequência a criação de novos processos de produção, produtos e oportunidades de mercado (Tülüce e Yurtkur, 2015). Deste modo, o autor acredita que os fatores mais importantes para o surgimento de novos empreendimentos e, conseqüentemente, para o desenvolvimento económico, são a inovação e a destruição criativa (Salamzadeh, 2015). Dada a extensa base teórica em torno deste tema e a diversidade de autores e abordagens, é possível compreender que, embora existam perceções semelhantes quanto ao conceito de *empreendedorismo*, não existe um consenso em relação à sua definição. Não obstante da falta de clareza na definição deste conceito, podemos depreender que o empreendedorismo está associado não só à inovação, como também à procura de oportunidades de negócio e à capacidade de assumir riscos, com o intuito de criar valor.

2.2. *Startup*

Depois de abordar a evolução do conceito *empreendedorismo* e o seu vínculo à inovação, importa demonstrar a concretização deste mesmo conceito através das *startups*.

A palavra *startup* foi utilizada pela primeira vez em 1845 (Magalhães, 2019), no entanto foi a partir dos anos 1990 que o termo se tornou mundialmente discutido devido à contribuição da Internet (de Oliveira e Zotes, 2018), na medida em que permitiu às *startups* alcançar mercados globais de forma mais rápida. Embora a expressão *startup* seja mencionada há muito tempo, não existe uma definição clara da mesma, razão pela qual se torna oportuno apresentar a sua evolução através da *Tabela 1*.

Período	Definição de <i>Startup</i>
Anos 80	. Fase inicial das empresas.
1991	. Para March, uma <i>startup</i> é um negócio jovem que explora novas oportunidades.

Período	Definição de Startup
2001	· Conforme Fonseca et al., uma <i>startup</i> é um empreendimento na fase inicial do seu desenvolvimento que tem como objetivo procurar um modelo de negócios sustentável.
2002	· Crowne descreve uma <i>startup</i> como uma organização com experiência limitada que atua com recursos escassos.
2007	· De acordo com Steve Blank, uma <i>startup</i> é uma organização que procura um modelo de negócios repetível e escalável.
2012	· Blank e Dorf defendem que uma <i>startup</i> é uma empresa que atua num ambiente de incerteza.
2013	· Conforme Ries, as <i>startups</i> são instituições destinadas a criar novos produtos e serviços em condições de extrema incerteza.
2014	· Para Miski, uma característica fundamental das <i>startups</i> é o seu foco no crescimento.
2015	· Lewandowski considera que as <i>startups</i> são inovadoras e têm planos para crescer rapidamente.
2016	· Em conformidade com Monika Burżacka e Elżbieta Gąsiorowska, <i>startups</i> são empresas jovens na fase inicial do seu desenvolvimento.
2017	· Segundo Andriy Kolosok e Ivanna Koniukh, uma <i>startup</i> é um fenómeno temporário que introduz inovações e acumula recursos.

Tabela 1. Evolução do Conceito de *Startup*

A *Tabela 1* apresenta uma pequena amostra do progresso que o conceito *startup* tem assumido nos últimos anos promovido essencialmente pelos avanços tecnológicos. Nesse sentido, é possível observar que se trata de um conceito difuso, uma vez que é discutido por vários académicos e que não existe uma definição precisa na literatura.

Embora as *startups* possam ser complexas de definir (Salamzadeh e Kawamorita Kesim, 2015) existem características comuns a este tipo de empresas como, por exemplo, a inovação (Lewandowski, 2015; Achleitner, 2016; Kolosok e Koniukh, 2017; Rostek e Skala, 2017) e a tecnologia (Giardino et al., 2014; Pineda, 2016; Rosa et al., 2019). No entanto, importa referir que uma empresa não tem de ser baseada em tecnologia para ser classificada como *startup*.

Outro elemento que vários autores associam às *startups* é a capacidade de crescer (da Silva Piñeiro et al., 2017; Rostek e Skala, 2017; Cockayne, 2019), visto que este tipo de empresas exhibe normalmente elevadas taxas de crescimento. Não obstante do rápido crescimento das *startups*, outra característica comum nas definições apresentadas é o elevado nível de incerteza (Blank e Dorf, 2012; Ries, 2012; Cox et al., 2017), não só relacionado com os recursos limitados que apresentam, como com o reduzido histórico operacional (Giardino et al., 2014; de Oliveira e Zotes, 2018).

As *startups* são ainda empresas recém-criadas, com idade geralmente inferior a três anos, e que exploram novas ideias e oportunidades de mercado. Todavia, não basta que a empresa esteja na fase inicial do seu desenvolvimento para ser considerada *startup* (de Oliveira e Zotes, 2018).

Neste sentido, o que se pode inferir da análise anterior é a inevitabilidade de a inovação e o potencial de crescimento estarem associados ao conceito de *startup*, mais do que qualquer outra característica. Assim, uma *startup* é uma organização projetada para criar produtos ou serviços inovadores e que atua em condições de incerteza, de modo a potencializar o seu crescimento. Atualmente, as *startups* têm um importante impacto na economia de um país e, através da inovação, contribuem não só para a criação de empregos, como também para níveis de produtividade superiores e, conseqüentemente, para o crescimento económico (Pineda, 2016).

Contudo, o financiamento é uma preocupação para este tipo de empresas, uma vez que fatores como os históricos financeiros limitados ou inexistentes (Crow, 2005; Pacheco-Torgal, 2016) e as assimetrias de informação entre os empreendedores e os investidores (Ahluwalia et al., 2020) fazem com que o investimento em *startups* seja de elevado risco. Como a maioria das *startups* apresenta dificuldades em obter capital (Tanrisever et al., 2012) e pode depender de diferentes fontes de capital, é fundamental escolher o método de financiamento ajustado à fase de desenvolvimento em que se encontram (Smith et al., 2011) (ver *Figura 1*).

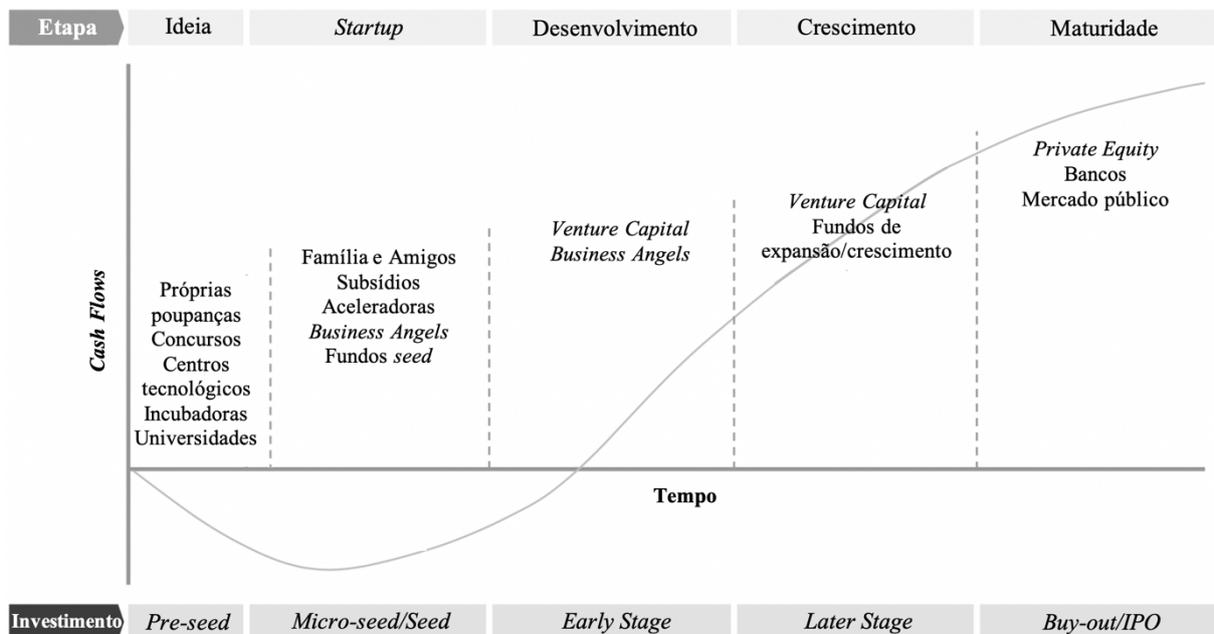


Figura 1. Ciclo de Investimento

Fonte: De Bernardi e Azucar (2020, adap.).

Como observado na *Figura 1*, os empreendedores podem recorrer a múltiplas fontes de financiamento para o desenvolvimento e expansão dos seus projetos. Numa fase inicial, as poupanças pessoais dos empreendedores e os investidores informais, referidos frequentemente como FFF (família, amigos e tolos), são importantes fontes de capital (De Clercq et al., 2006; Malecki, 2011; Smith et al., 2011; Prohorovs et al., 2019; Ubal et al., 2019). Outra das fontes tradicionais de financiamento são os bancos, que muitas vezes se mostram relutantes em conceder empréstimos às *startups*, uma vez que não tencionam assumir os elevados níveis de risco que estas empresas apresentam. Por último, destacam-se os *business angels* e os investidores de capital de risco que, para além de investidores, podem atuar como elementos que ajudam as *startups* a enfrentar os vários desafios com que se deparam. No próximo tópico é realizada uma análise mais detalhada sobre o capital de risco e, em particular, o *venture capital*.

2.3. *Venture Capital*

Em conformidade com o que foi exposto na secção anterior, todas as empresas e, mais especificamente as *startups*, necessitam de financiamento para o desenvolvimento dos seus projetos. O *capital de risco* é uma fonte de financiamento particularmente importante no apoio a empresas em fase inicial, *startups* e PMEs, que permite suprimir as exigências financeiras que essas empresas apresentam (Gompers e Lerner, 2001; Zhong et al., 2008; Li e Zahra, 2012; Casanova et al., 2018).

O setor do capital de risco nasceu nos EUA e cresceu ao longo das últimas décadas, tendo-se expandindo para a Europa e Ásia. Consequentemente, pode observar-se um aumento da literatura sobre o tema. Importa ter presente, no entanto, que as definições e características do capital de risco podem variar conforme o país em questão, assim como a tradução que é reproduzida do termo. Enquanto que nos EUA existe uma clara distinção das duas formas fundamentais de investimento de capital de risco – *venture capital* e *private equity* –, na Europa tende a existir uma utilização incorreta dos termos. Com efeito, o *venture capital* é muitas vezes confundido com o *private equity*, pelo que importa distinguir estas duas fontes de financiamento. Em primeiro lugar, o *private equity* é uma forma de investimento em empresas já estabelecidas em setores desenvolvidos, cujas ações não estão cotadas em qualquer bolsa de valores (Sullivan, 2017; Caselli e Negri, 2018). Adicionalmente, segundo a APCRI, o *private equity* pode ser utilizado para desenvolver novos produtos e fazer aquisições, por exemplo.

Enquanto o *private equity* é destinado a empresas que concluíram o seu processo de crescimento (Caselli e Negri, 2018), o *venture capital* foca-se essencialmente nas empresas em fases iniciais. Desta forma, o *venture capital* é considerado, por vários autores (Landström, 2007; Šimić, 2015; Silveira e Wright, 2016), uma subcategoria do *private equity* que se dedica ao financiamento de novos empreendimentos – *seed* e *startup* – ou empreendimentos em expansão (APCRI). Assim, pode inferir-se que o principal critério para distinguir as duas formas de capital de risco – *private equity* e *venture capital* – é a fase de desenvolvimento das empresas, como mostra a *Figura 2*.

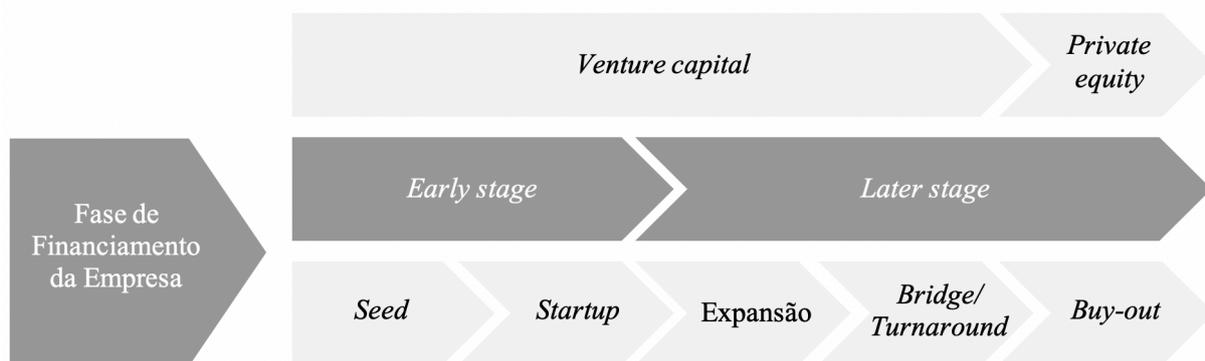


Figura 2. Distinção entre *Venture Capital* e *Private Equity*

Fonte: Jung-Senssfelder (2006, adap.).

Mais especificamente, o *venture capital* é geralmente definido como uma fonte de financiamento que proporciona não só capital a empresas caracterizadas por elevados níveis de risco, grande potencial de crescimento e probabilidade de elevados retornos (Van Deventer e Mlambo, 2009; Groh et al., 2010; Mishra et al., 2017), como também apoia a inovação e contribui de forma estratégica para que essas empresas possam escalar os seus negócios (Kumar e Kaura, 2003). Deste modo, as empresas de *venture capital* fornecem um determinado montante de capital a empresas em fase inicial com o intuito de as ajudar a crescer e, conseqüentemente, obter retornos resultantes do desinvestimento.

A indústria de *venture capital* atua essencialmente através de três *players*: os empreendedores que têm as ideias, mas precisam de financiamento; os investidores que têm recursos e ambicionam elevados retornos, contudo não têm ideias; e os capitalistas de risco (termo utilizado de agora em diante para fazer referência à equipa de *venture capital*) que interagem como intermediários dos dois anteriores (Zider, 1998). Os capitalistas de risco (*general partners*) angariam capital a partir dos investidores (*limited partners*), que podem ser, por exemplo, indivíduos com património ou instituições financeiras, para investir em *startups*

(Tekler e Tekler, 2016). Embora os *limited partners* forneçam a quase totalidade do capital, são investidores passivos na medida em que as suas responsabilidades são limitadas, não tendo intervenção na gestão dos investimentos (Freeman e Engel, 2007; De Bernardi e Azucar, 2020). Desta forma, são os capitalistas de risco que, para além de estarem incumbidos de angariar capital, são responsáveis pela gestão dos fundos, nomeadamente pela seleção dos investimentos e por procurar boas oportunidades de investimento (De Clercq et al., 2006). Neste sentido, os capitalistas de risco estão ativamente envolvidos na gestão dos empreendimentos em portfolio, não só através da prestação de aconselhamento estratégico e operacional, como também ao disponibilizar os seus conhecimentos e redes de contactos (Gifford, 1998; Freeman e Engel, 2007; Zhong et al., 2008). Assim, é possível depreender que os capitalistas de risco dedicam muito tempo aos investimentos realizados, tanto para reduzir possíveis assimetrias de informação, como para que esses mesmos investimentos tenham sucesso e resultem em retornos elevados para todos os *players* envolvidos.

Por último, do ponto de vista organizacional, podem destacar-se duas estruturas nas empresas de *venture capital* – equipa de investimento e comité de investimento. Enquanto que a equipa de investimento é responsável pela atividade de investimento como, por exemplo, análise dos negócios, acompanhamento do portfolio e captação de recursos, o comité de investimento é a entidade que orienta a equipa de investimento em relação à avaliação das propostas (De Bernardi e Azucar, 2020).

Como salienta Jordan (2010), as empresas de *venture capital* têm diferentes perfis de investimento relacionados geralmente com as fases de desenvolvimento das empresas – mais comumente, *early stage* e *later stage* –, sendo que a presente análise, dada a finalidade da investigação, irá incidir no perfil *early stage*.

2.3.1. Processo de Investimento

Desde os anos 1970 que se tenta descrever o processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco, pelo que existe um significativo número de estudos sobre o tema e, consequentemente, diferentes modelos teóricos para tentar especificar este mesmo processo. Neste sentido, e em conformidade com Silva (2004), a literatura existente sobre o processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco pode ser organizada em duas abordagens principais. A primeira perspetiva é a pesquisa processual, que se concentra essencialmente nas atividades que compõem o processo de tomada de decisão (por exemplo, Tyebjee e Bruno, 1984; Hall, 1989). Por outro lado, tem-se uma segunda abordagem – pesquisa de critérios – que destaca os critérios utilizados pelos capitalistas de risco na avaliação das propostas de investimento (por exemplo,

Poindexter, 1976; MacMillan et al., 1985). Ao comparar as duas grandes correntes anteriormente apresentadas é possível verificar que a maioria da investigação existente sobre o tema se concentrou na identificação dos critérios de seleção e avaliação (Hall e Hofer, 1993; Evans e Hudson, 2005).

A diversidade de modelos existentes sugere que os capitalistas de risco têm diferentes visões sobre como selecionar as propostas de investimento (Gompers et al., 2020). Com efeito, é possível observar a comparação de seis modelos propostos por diferentes autores no *Anexo A*. Apesar da divergência de opiniões, parece existir um consenso entre os vários autores, na medida em que todos concordam com o facto de o processo de decisão consistir em múltiplas fases (Hall e Hofer, 1993; Hsu et al., 2014), que são necessárias para o sucesso da tomada de decisão (Petty, 2009). Mais especificamente, pode aferir-se que em todos os modelos apresentados no *Anexo A* o processo inicia com a criação do negócio, isto é, a tentativa de descobrir potenciais investimentos, seguida de uma análise das propostas existentes. Uma outra etapa acontece com a avaliação dos investimentos selecionados anteriormente. E, por último, os vários autores concordam que o processo culmina na saída dos capitalistas de risco.

Antes dos capitalistas de risco investirem numa empresa existem várias etapas a percorrer, desde a análise das oportunidades de investimento até à seleção daquelas que cumprem todos os critérios. Numa primeira fase, são os empreendedores que, muitas vezes, contactam os capitalistas de risco a fim de apresentarem os seus projetos. Tyebjee e Bruno (1984), através de um estudo da indústria de *venture capital* nos EUA, concluem que foram os empreendedores a apresentar a maioria das propostas de investimento, atribuindo um papel passivo aos capitalistas de risco. No entanto, tem-se assistido a uma mudança deste comportamento, visto que atualmente os capitalistas de risco têm adotado uma postura mais proativa. Com efeito, as propostas de investimento podem ser apresentadas de três formas: (i) através dos próprios empreendedores; (ii) contacto direto a partir dos capitalistas de risco; e (iii) através de intermediários como, por exemplo, outras empresas de *venture capital*, bancos ou outros investidores (Siskos e Zopounidis, 1987; Hall e Hofer, 1993; Klonowski, 2007).

Os capitalistas de risco chegam a receber milhares de propostas de investimento, pelo que é necessário analisar todas essas candidaturas de modo a selecionar aquelas que melhor se adequam ao perfil da empresa de *venture capital*. No decorrer da análise inicial a maioria das propostas é rejeitada (Tyebjee e Bruno, 1984; Silver, 1985; Gompers et al., 2020), uma vez que basta a empresa não cumprir um dos critérios estabelecidos pelos capitalistas de risco para resultar na sua exclusão (Grzech, 2009). Dada a dinâmica nas fases de análise e seleção e a variedade de parâmetros utilizados pelos capitalistas de risco para avaliar as diversas propostas

recebidas, existe um número significativo de estudos que aborda esta temática (ver critérios mencionados em pesquisas anteriores no *Anexo B*).

Embora os capitalistas de risco possam diferir relativamente aos critérios que utilizam, resultado da cultura em que estão inseridos (Rakhman e Evans, 2005; Mishra et al., 2017), existem vários aspetos que tendem a ser transversais na seleção dos projetos (Sharma, 2015). Neste sentido, e com base na literatura existente, é possível identificar os elementos que são aplicados com maior frequência no processo de seleção como, por exemplo, a qualidade e experiência dos empreendedores e da equipa de gestão (MacMillan et al., 1985; Nunes et al., 2014; Ho et al., 2016); a estratégia (Hall e Hofer, 1993; Kaplan e Strömberg, 2004); aspetos financeiros (MacMillan et al., 1985); e as características do produto e do mercado (MacMillan et al., 1985; Kaplan e Strömberg, 2004; Nunes et al., 2014). Independentemente dos critérios que são analisados na tomada de decisão, os estudos empíricos anteriores revelam que as considerações referentes aos empreendedores e à equipa de gestão são as que assumem uma maior relevância (Bortoluzzi et al., 2014; Zinecker e Rajchlová, 2014; Falik et al., 2016; Köhn, 2018). Na mesma linha de pensamento, Knight (1994) e Silva (2004) sublinham a importância da personalidade e experiências dos empreendedores no momento de seleção das propostas de investimento.

Após a análise, as empresas que cumprem com os parâmetros exigidos pelos capitalistas de risco passam para uma fase de avaliação. Durante a avaliação, os capitalistas de risco recolhem informações adicionais com o intuito de procederem a uma análise mais detalhada (Fried e Hisrich, 1994), uma vez que as fases posteriores exigem tempo e esforço e, conseqüentemente, custos. Neste sentido, as informações podem ser recolhidas tanto pela empresa de *venture capital*, nomeadamente através de entrevistas com os empreendedores (Koryak e Smolarski, 2008), como por fontes externas (Klonowski, 2007). Adicionalmente, durante o processo de avaliação ocorrem várias reuniões com a equipa de gestão para um melhor conhecimento do negócio (Fried e Hisrich, 1994). A fase de avaliação inclui também a realização de *due diligence*, uma análise detalhada da empresa, que permite aos capitalistas de risco reduzir o risco associado à tomada de decisão (Evans e Hudson, 2005).

Caso a *due diligence* realizada na etapa anterior não identifique quaisquer obstáculos ao investimento, os capitalistas de risco prosseguem para a negociação com os empreendedores. Nesse momento, é desenvolvida uma *term sheet* pela empresa de *venture capital* para ser utilizada como base para a formulação dos termos do acordo (Klonowski, 2007). Este documento resume as condições associadas à decisão de investimento, nomeadamente o valor que o capitalista de risco atribui à empresa e, conseqüentemente, à participação no seu capital

social (Evans e Hudson, 2005; Kollmann e Kuckertz, 2010). Em conformidade com o estudo de Correia (2004), outras das condições presentes na *term sheet* são os direitos de voto, a periodicidade de reporte, o tipo de informação a prestar e a estratégia de saída. Importa ter presente que esta negociação acontece de modo a alinhar os interesses dos empreendedores com os objetivos dos capitalistas de risco e, por conseguinte, mitigar um possível comportamento oportunista dos empreendedores (Manigart e Wright, 2013).

Depois de tomada a decisão de investimento e estabelecido um acordo entre as partes, os capitalistas de risco acompanham o progresso do projeto. Este envolvimento ativo deve-se não só à possível existência de assimetrias de informação, como também ao facto de a obtenção de retornos depender do sucesso do investimento. Embora os capitalistas de risco não desempenhem diariamente um papel de gestores, acompanham de perto as empresas do portfolio e tentam acrescentar valor (Pratch, 2005). Para além de disponibilizarem recursos e experiência em atividades de gestão como, por exemplo, decisões financeiras, estratégicas e organizacionais, também facultam acesso à sua rede de contactos. Uma característica adicional dos capitalistas de risco é o empenho na obtenção de capital proveniente de outros investidores (Tykvová, 2007). Desta forma, os capitalistas de risco intervêm formalmente, através da representação no conselho de administração das empresas do portfolio, e informalmente através de visitas periódicas a essas mesmas empresas.

Como este tipo de investimento é temporário os capitalistas de risco preparam uma saída, ou desinvestimento, que poderá assumir várias formas consoante determinados fatores, nomeadamente, a relação com os empreendedores. Nesta fase, a empresa de *venture capital* desinveste na expectativa de obter um ganho económico resultado do sucesso do investimento (Kaplan e Strömberg, 2004). Importa ter presente, no entanto, que caso o investimento se revele um fracasso, a empresa de *venture capital* não terá qualquer retorno. Com efeito, existem várias estratégias de saída, sendo que as mais comuns são a venda da participação (i) aos próprios empreendedores; (ii) a terceiros como, por exemplo, outros investidores de capital de risco; e (iii) em bolsa (*IPO*). Embora a *IPO* seja a forma de saída preferida por parte dos capitalistas de risco, tem maior expressão nos mercados mais desenvolvidos, como os EUA (Schwienbacher, 2007). Outra saída possível é o *write-off*, isto é, a possibilidade de a empresa de *venture capital* poder desassociar-se da empresa caso identifique que, por algum motivo, o projeto não está a apresentar viabilidade.

2.4. O Contexto Português

Tem-se assistido à proliferação mundial do empreendedorismo, em que diferentes ecossistemas estão a alcançar uma maior relevância e a ter um impacto significativo nas economias. Portugal não é exceção e tanto o empreendedorismo como a criação de *startups* têm assumido cada vez mais importância na economia nacional.

Existem várias publicações realizadas com o intuito de avaliar globalmente as dinâmicas empreendedoras e, mais especificamente, a atividade em Portugal. O *Global Entrepreneurship Monitor* (GEM) é um exemplo de projeto que avalia o ecossistema empreendedor com base em inquéritos à escala global e que tenta identificar potenciais elementos catalisadores e inibidores dessas dinâmicas. De acordo com a mais recente edição do *Global Entrepreneurship Monitor 2019/2020 Global Report* (cf. GEM, 2020), o empreendedorismo em Portugal tem sido encorajado pelo governo português, assim como por vários elementos do ecossistema empresarial, através de diversas iniciativas. Com efeito, Portugal tem procurado investir em ações e programas que estimulem o comportamento empreendedor, com o intuito de potenciar a criação e desenvolvimento de novos projetos e atrair investidores nacionais e estrangeiros. Não obstante do impacto positivo que estas medidas têm no ecossistema empresarial português, continuam a existir obstáculos ao desenvolvimento do empreendedorismo, nomeadamente respeitantes ao excesso de burocracia e carga fiscal. De acordo com o inquérito realizado pelo GEM (2020), os especialistas participantes destacaram sobretudo questões políticas como inibidoras da atividade empresarial em Portugal. Por outro lado, os mesmos especialistas apontaram como elementos positivos o acesso a infraestruturas físicas, os programas disponibilizados pelo governo e as infraestruturas legais e comerciais existentes no país.

Dados referentes a 2016, apresentados pela *Amway Global Entrepreneurship Report* (AGER) (cf. AGER, 2016), indicam que 67% dos inquiridos portugueses têm um comportamento positivo em relação ao empreendedorismo, no entanto apenas 36% é que se imagina a começar um negócio. Importa referir que a discrepância entre estes valores pode estar associada aos fatores inibidores mencionados anteriormente. Apesar dos agentes que podem constranger a atividade empreendedora, Portugal tem alcançado visibilidade internacional nos últimos anos e é considerado por muitos empreendedores um destino promissor para *startups*. Segundo o estudo da Comissão Europeia elaborado por Hollanders (2020), *European Innovation Scorecard 2020*, que faculta uma avaliação comparativa do desempenho de vários países em termos de inovação e investigação, Portugal integra o grupo de países fortemente inovadores. Em conformidade com este estudo, Portugal apresenta como ponto forte o ambiente

favorável à inovação, reforçando assim o posicionamento do país como inovador e de referência internacional, o que potencia a atração de possíveis empreendedores.

Em relação ao financiamento das *startups*, verificou-se anteriormente que estas podem recorrer a diferentes fontes consoante as necessidades que apresentam, sendo que a presente dissertação incide sobre o *venture capital*. O *Portugal Startup Outlook 2019*, um relatório produzido pela BGI e EIT Digital (2019), apresenta o contexto nacional das *startups* através de uma análise descritiva de dados provenientes de fontes secundárias como, por exemplo, o *Dealroom.co*. Para esta edição, foram analisados dados entre 2013 e 2018, em que a dimensão da população correspondente a Portugal foi de 528 empreendimentos ativos fundados entre o espaço temporal mencionado anteriormente.

Em conformidade com os resultados do relatório *Portugal Startup Outlook 2019* (cf. BGI e EIT Digital, 2019), embora o financiamento de *venture capital* em Portugal seja significativamente inferior à média europeia, parece verificar-se um aumento contínuo desta fonte de financiamento, que tem vindo a ganhar expressão no panorama português. Em termos práticos, o *venture capital* contribui para a maioria do financiamento das *startups* em Portugal (68.28%), seguido do *private equity* (29.42%), revelando assim a importância do setor do capital de risco em Portugal como forma de apoio ao desenvolvimento e crescimento de jovens empresas (ver *Gráfico 1*).

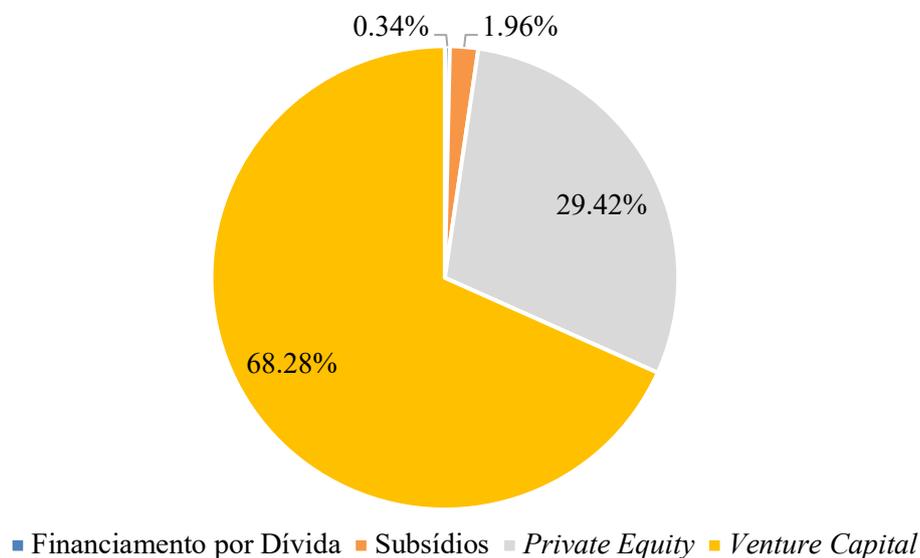


Gráfico 1. Tipologia do Financiamento de *Startups* em Portugal

Fonte: Portugal Startup Outlook 2019 (2019).

Ainda de acordo com as conclusões do estudo realizado pela BGI e EIT Digital (2019), a grande parte do financiamento de *venture capital* em Portugal provém do estrangeiro (66.84%)

(ver *Gráfico 2*), embora os investidores nacionais desempenhem um importante papel nas fases iniciais de financiamento. De referir que os EUA são o país que mais contribui para o financiamento das *startups* portuguesas, seguindo-se os investidores portugueses e, por fim, o Reino Unido (ver *Gráfico 3*).

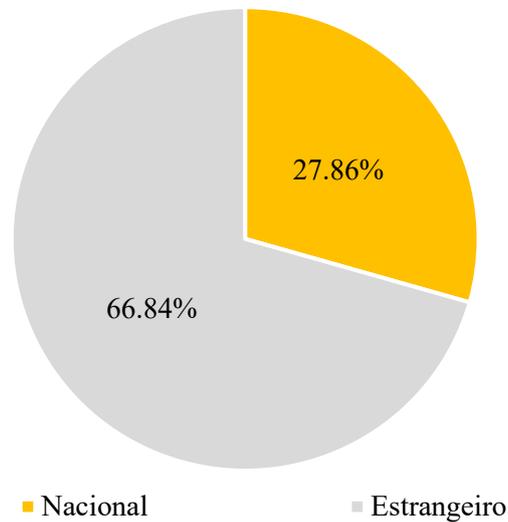


Gráfico 2. Origem do Financiamento de *Startups* em Portugal

Fonte: Portugal Startup Outlook 2019 (2019).

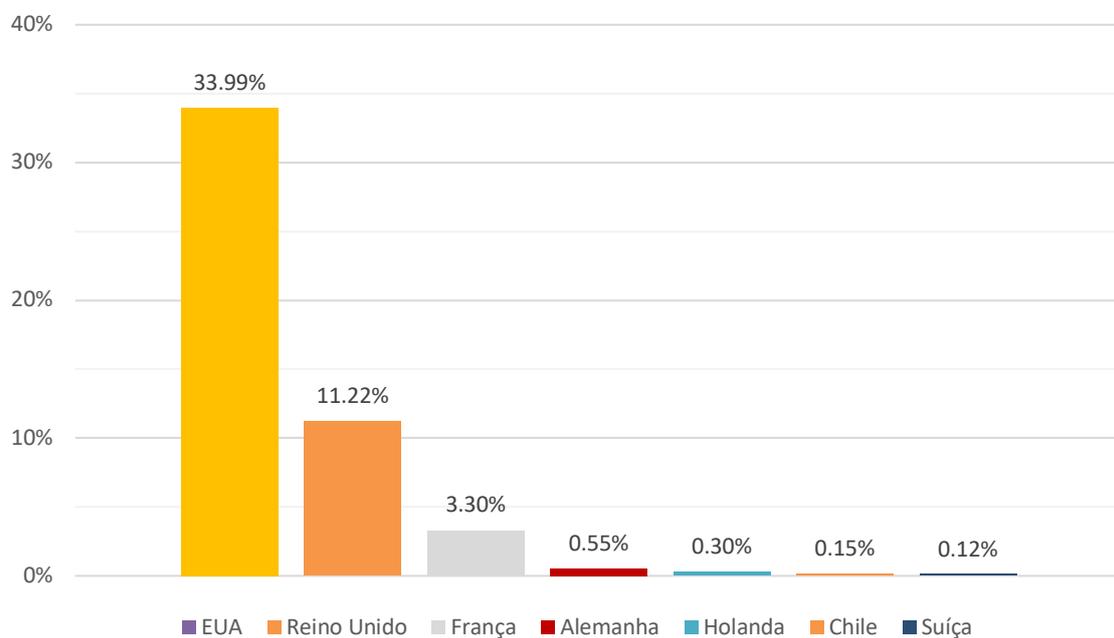


Gráfico 3. Origem do Financiamento de *Startups* proveniente do Estrangeiro

Fonte: Portugal Startup Outlook 2019 (2019).

É de notar que, com base nos estudos existentes, Portugal tem apresentado uma tendência de crescimento e desenvolvimento do seu ecossistema, conseguindo afirmar-se internacionalmente. Para além de ter sido considerado pelo *European Innovation Scorecard 2020* o 12º país mais inovador da União Europeia, o país apresenta diversas condições favoráveis para a comunidade empreendedora como, por exemplo, a existência de centros de investigação que promovem o desenvolvimento tecnológico e a inovação. Adicionalmente, existe um crescente apoio por parte do governo português através de ações que apostam no espírito empreendedor. Ainda assim, parecem subsistir barreiras à criação de novas empresas, nomeadamente em matéria de políticas públicas e regulatórias, sendo necessária uma redução da burocracia relacionada com as *startups*.

SÍNTESE DO CAPÍTULO 2

O *empreendedorismo*, atualmente um fenómeno global e um dos principais motores de desenvolvimento económico de um país, é um conceito secular. A atividade empreendedora tem vindo a expandir-se ao longo dos últimos séculos, assim como o conhecimento, e a sua definição tem vindo a acompanhar esta evolução, sendo discutida por autores de diferentes áreas. Em termos gerais, o empreendedorismo é encarado como uma ferramenta para a resolução de problemas, nomeadamente na sociedade, na medida em que procura identificar novas oportunidades para que o empreendedor possa destacar-se dos concorrentes. Neste sentido, o termo *empreendedorismo* está inevitavelmente associado à inovação, uma vez que tem como propósito criar algo novo (a título de exemplo, um novo produto ou processo) e, conseqüentemente, gerar valor. O crescimento do empreendedorismo nos últimos anos tem sido desencadeado por empresas designadas de *startups*, que são uma materialização prática do empreendedorismo associado à inovação. Uma *startup* é uma empresa na fase inicial do seu ciclo de vida, projetada para criar produtos ou serviços com uma forte componente inovadora e em condições de extrema incerteza. Atualmente, as *startups* têm um importante impacto no país onde se encontram, proporcionando o crescimento económico do mesmo. Desta forma, é possível observar que as *startups* contribuem, por exemplo, para níveis de produtividade superiores, criação de postos de trabalho e melhoria da qualidade de vida. Com efeito, a criação de *startups* tem assumido cada vez mais importância em Portugal, onde o empreendedorismo tem sido encorajado através de diversas ações e programas de incentivos, de modo a colmatar as barreiras à criação de novos negócios. O crescente interesse pela atividade empreendedora acontece, essencialmente, devido à perceção do impacto que esta atividade tem num país, especialmente no que respeita a questões relacionadas com o desenvolvimento. Dada a influência que o empreendedorismo e, particularmente as *startups*, assumem a nível mundial, torna-se relevante compreender a forma como este tipo de empresa obtém capital. Como a principal fonte de financiamento das *startups* em Portugal é o *venture capital*, que se dedica essencialmente ao financiamento de empresas em fase inicial, caracterizadas por elevados níveis de risco e grande potencial de crescimento, importa avaliar como ocorre o processo de investimento. Para tentar explicar tal processo, vários estudos foram realizados, tendo sido evidente em muitos deles que os investidores, muitas vezes, não compreendem o seu próprio processo de tomada de decisão. Adicionalmente, e embora existam vários estudos exploratórios sobre o tema, importa ter presente que os capitalistas de risco não podem ser considerados um grupo homogêneo e, portanto, não se podem realizar generalizações decorrentes dos estudos já

existentes. Neste sentido, torna-se relevante explorar a forma como os capitalistas de risco portugueses se comportam e verificar se os resultados obtidos estão em conformidade com as conclusões de estudos anteriores, uma vez que os processos de investimento podem ser diferentes consoante a cultura vigente. De forma a contribuir para uma visão mais clara do tema em questão, a presente dissertação tenciona compreender de forma mais detalhada o processo de seleção e avaliação das *startups* em Portugal conduzido pelos capitalistas de risco portugueses. No próximo capítulo será apresentada a metodologia do presente estudo.

Enquadramento Metodológico

A semelhança de vários autores que estudaram o processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco (Petty e Gruber, 2011; Bouzahir, 2018), a presente dissertação adota uma abordagem de investigação exploratória, que propicia a consideração e análise de vários aspetos relacionados com o tema mencionado anteriormente. Neste sentido, e atendendo aos objetivos de investigação, uma metodologia qualitativa torna-se o método mais adequado para compreender o processo pelo qual as *startups* têm de passar para conseguirem obter financiamento a partir de empresas de *venture capital*. Por conseguinte, este capítulo terá como principal propósito apresentar a metodologia escolhida para o presente estudo. Numa primeira parte, serão discutidos conceitos fundamentais relacionados com a metodologia eleita, assim como o modo de seleção e caracterização da amostra, que proporcionou um importante contributo para o estudo. Posteriormente, destacar-se-á o processo de recolha dos dados. Por último, será apresentada a técnica de análise escolhida para aprofundar o conteúdo recolhido.

3.1. Noções Fundamentais da Metodologia Qualitativa

Tendo em consideração que os métodos de investigação devem ser escolhidos de acordo com o objeto em estudo, importa fazer um breve enquadramento da metodologia utilizada para a recolha de dados. O presente estudo aborda a tomada de decisão dos capitalistas de risco com base numa abordagem qualitativa, aplicada tipicamente na área de Ciências Sociais, pelo que se fará alusão a este tipo de método. Embora Jean-Pierre Deslauriers (in Guerra, 2006) defenda que não existe uma definição precisa para a expressão *métodos qualitativos*, admite que a mesma possa representar diferentes técnicas de interpretação de fenómenos sociais através da sua descrição, descodificação e tradução, não esquecendo que essas técnicas se concentram no significado dos fenómenos e não na sua frequência.

A opção por uma metodologia qualitativa deve-se essencialmente à utilidade da mesma em compreender diferentes contextos, experiências e comportamentos de determinado grupo de pessoas (Bengtsson, 2016), sendo apropriada para obter uma descrição aprofundada desses aspetos. Com efeito, os participantes de tais métodos são escolhidos de forma intencional com o propósito de descrever as perceções que contraem, consequência das experiências que

vivenciam, pelo que é fundamental garantir a diversidade desses mesmos participantes. Importa ter presente, no entanto, que existem várias críticas às metodologias qualitativas, relacionadas nomeadamente com a “*falta de representatividade*”, a “*generalização selvagem*” e o receio de perda de objetividade (Guerra, 2006). Para contrariar estas críticas, Isabel Guerra (2006) destaca não só a importância da heterogeneidade dos participantes, como também a ideia de saturação, isto é, o momento em que é possível parar a recolha de dados e generalizar os resultados obtidos ao universo a que pertence o grupo analisado. Desta forma, a saturação acontece quando o conteúdo que está a ser reportado pelos participantes não acrescenta informações, novas ou diferentes, aos dados recolhidos anteriormente (Guerra, 2006).

A maioria dos estudos qualitativos consiste em colocar perguntas aos inquiridos ou em efetuar observações em campo (Silverman, 2013), sendo que um dos métodos mais comuns de recolha de dados neste tipo de investigações são as entrevistas (Doody e Noonan, 2013). As entrevistas podem ser definidas como uma troca verbal entre o entrevistador e o entrevistado, traduzindo-se numa oportunidade de analisar o mundo social e obter conhecimentos a partir das experiências ou perceções de um determinado grupo de indivíduos (Rowley, 2012; Silverman, 2016). Por conseguinte, e à semelhança de outros métodos de recolha de dados, as entrevistas apresentam vantagens, assim como desvantagens. Em primeiro lugar, as entrevistas são úteis quando o conhecimento sobre um determinado tema é insuficiente, permitindo ao entrevistador obter uma visão mais precisa do mesmo. Outra vantagem deste método prende-se com a possibilidade de colocar questões mais complexas e conseguir respostas com um elevado grau de detalhe, contrariamente ao que se verifica com outras técnicas de recolha de dados. No entanto, também existem desvantagens como, por exemplo, o tempo despendido não só na condução das entrevistas, como também na transcrição das mesmas e na análise dos dados. Outra desvantagem a ter em consideração está relacionada com o facto de as entrevistas serem suscetíveis a enviesamentos na medida em que os participantes podem fornecer informações que não correspondem à realidade apenas para agradar o entrevistador.

Por último, e embora existam diversos tipos de entrevistas – não estruturadas, semiestruturadas e estruturadas –, foi adotada a tipologia semiestruturada, dada a sua versatilidade e o facto de permitir que as conversas sigam diferentes direções (Given, 2008), mesmo utilizando um conjunto de questões definidas anteriormente. Desta forma, embora todas as entrevistas realizadas tenham seguido o mesmo guião, foi dada liberdade aos intervenientes para abordarem tópicos que considerassem relevantes para o estudo.

3.2. Amostra

A seleção da amostra foi concretizada tendo em consideração a temática em análise, pelo que houve a preocupação de incluir especialistas, isto é, capitalistas de risco, com perfis distintos, de modo a obter não só diferentes perceções, como também uma representação mais precisa do processo de investimento em *startups*. Neste sentido, para seleccionar a amostra foi necessário identificar em primeiro lugar a população alvo, constituída por empresas portuguesas responsáveis por gerir fundos de *venture capital*. Em conformidade com o reportado pela CMVM, em fevereiro de 2020 existiam 52 sociedades de capital de risco a operar em Portugal e 3 sociedades gestoras de fundos de capital de risco (ver lista das sociedades supervisionadas e reguladas pela CMVM nos *Anexos C e D*). Para a investigação, foram consideradas não só as empresas de *venture capital*, como também as sociedades de *private equity* que gerem igualmente fundos de *venture capital* e investem em *startups*.

Dado o estudo exploratório realizado sobre a população alvo, em que foram analisadas todas as sociedades de capital de risco que investem em *startups* e para as quais existia informação disponível, a amostra foi formada com base nas características relevantes para a investigação, e não de forma aleatória. Apesar da quase totalidade dos elementos da amostra pertencerem a um mesmo grupo – capitalistas de risco – foram entrevistados indivíduos com diferentes características, o que permitiu obter perspectivas distintas sobre o mesmo tema.

Depois de seleccionadas todas as empresas que gerem fundos de *venture capital* e que atuam em Portugal, foi estabelecido um primeiro contacto através do envio de mensagens por correio eletrónico. As mensagens enviadas, com intuito de solicitar uma entrevista, continham informações detalhadas relacionadas com o tema e os objetivos da entrevista, assim como a duração prevista. Adicionalmente, existia referência à opção de anonimato dos entrevistados. Após várias tentativas de contacto com todas as sociedades de capital de risco, que tinham como foco não só a vertente de *venture capital*, como também o investimento em *startups*, a amostra foi constituída por catorze capitalistas de risco. Também foi possível a participação de três elementos que detêm experiência relevante no financiamento de *startups*, proporcionando uma ótica complementar aquela obtida a partir dos relatos dos capitalistas de risco. No total a amostra é composta por dezassete participantes.

Na *Tabela 2* são apresentadas as características gerais dos elementos da amostra, sendo que os mesmos não serão identificados dado o desejo de anonimato de um dos entrevistados. Com efeito, não serão revelados os nomes dos entrevistados, assim como as sociedades de capital de risco a que estes pertencem. Para além da posição que os entrevistados ocupam, também é

mencionada a dimensão da sociedade de capital de risco, isto é, o número de colaboradores e o montante sob gestão. Relativamente aos três entrevistados que não pertencem ao grupo de capitalistas de risco, não serão apresentadas informações acerca da dimensão das empresas nas quais exercem a sua profissão. Por último, uma das sociedades de capital de risco não tem fundos sob gestão, uma vez que investe a partir do próprio balanço, pelo que na *Tabela 2* não se faz referência à dimensão em termos do montante sob gestão da mesma.

Atendendo ao perfil de investimento, cinco das sociedades de capital de risco investem em setores específicos como, por exemplo, saúde ou *clean tech*, assumindo assim uma posição especializada. As restantes sociedades de capital de risco não apresentam limitações nas suas políticas de investimento, pelo que consideram as *startups* independentemente do setor em que estas estão inseridas.

	Cargo	Dimensão da sociedade de capital de risco (número de colaboradores)	Dimensão da sociedade de capital de risco (montante sob gestão em milhões)
Entrevistado 1	<i>Partner</i>	-	-
Entrevistado 2	<i>Executive Vice President</i>	38	200
Entrevistado 3	<i>Corporate Finance Partner</i>	-	-
Entrevistado 4	<i>Director</i>	-	-
Entrevistado 5	<i>Managing Partner</i>	6	200
Entrevistado 6	<i>Chief Executive Officer</i>	3	n/a
Entrevistado 7	<i>Director</i>	10	66
Entrevistado 8	<i>Chief Executive</i>	23	335
Entrevistado 9	<i>Managing General Partner</i>	7	66
Entrevistado 10	<i>Partner</i>	15	125
Entrevistado 11	<i>Investor</i>	10	70
Entrevistado 12	<i>Partner</i>	11	260
Entrevistado 13	<i>Board Member</i>	9	100
Entrevistado 14	<i>Associate</i>	3	15
Entrevistado 15	<i>Investment Analyst</i>	7	50
Entrevistado 16	<i>Director</i>	3	2,5
Entrevistado 17	<i>Investment Analyst</i>	8	16

Tabela 2. Caracterização da Amostra

3.3. Recolha de Dados

Como referido no ponto introdutório, a metodologia qualitativa é o método mais adequado para estudar o processo de decisão dos capitalistas de risco em Portugal. Consequentemente, foi desenvolvido um guião com um conjunto de questões para orientar as entrevistas semiestruturadas. Para a construção deste guião foi realizada inicialmente uma revisão de literatura sobre o tema e, posteriormente, uma análise nos *websites* das sociedades de capital de risco para obter informações adicionais sobre o processo de investimento das mesmas. No entanto, este mesmo guião acabou por sofrer algumas alterações decorrentes das primeiras entrevistas, uma vez que foram introduzidas novas questões e eliminadas outras. Em conformidade com o proposto por Johnson e Rowlands (2012) o guião é composto por três partes (ver guião das entrevistas no *Anexo E*), começando com questões que o entrevistado consegue responder facilmente (Doody e Noonan, 2013). A primeira parte compreende perguntas que permitem recolher informações sobre os entrevistados e as empresas da amostra e, por conseguinte, estabelecer uma ligação com os participantes. Seguem-se questões relacionadas não só com as etapas do processo de tomada de decisão, como também com os desafios resultantes da análise de *startups* e os métodos de avaliação deste tipo de empresas. Por fim, o terceiro segmento aborda a intervenção dos capitalistas de risco após o investimento em *startups*.

Depois de ter o guião das entrevistas finalizado foram estabelecidos os primeiros contactos com as sociedades de capital de risco através de mensagens por correio eletrónico. Adicionalmente, foi contactado um elemento do IAPMEI, principal financiador público de fundos de capital de risco. Para além da instituição mencionada participar em fundos de capital de risco associados a *startups*, a intervenção do entrevistado permite obter uma ótica de abordagem complementar aquela conseguida através dos capitalistas de risco. Por último, foram contactados outros dois elementos sugeridos por um entrevistado, na medida em que possuem experiência relevante no financiamento de *startups*.

O local da entrevista é uma consideração importante e pode afetar o processo de recolha de dados. Com efeito, as entrevistas devem ser realizadas num lugar neutro e da preferência do entrevistado, para que este se possa sentir confortável. Para a presente dissertação, as três primeiras entrevistas foram realizadas na sala de reuniões das próprias empresas, sem interrupções que pudessem interferir com as mesmas. Contudo, as restantes entrevistas foram concretizadas através de videochamada, uma vez que devido à pandemia de Covid-19 não foi possível efetuar de modo presencial como inicialmente previsto. Isabel Guerra (2006) alerta

para a possibilidade de surgirem distrações ou interrupções quando as entrevistas ocorrem em casa do entrevistado. Isto acontece, essencialmente, devido a compromissos ou interrupções com a família, e que podem interferir no seguimento da entrevista. Das dezassete entrevistas realizadas, apenas duas sofreram interrupções, no entanto não foram consideradas prejudiciais para a recolha de dados.

Importa referir que antes de iniciar todas as entrevistas foi pedida autorização para a gravação das mesmas, não esquecendo que a confidencialidade estaria assegurada. Vários autores defendem que as entrevistas devem ser gravadas, apesar dos entrevistados poderem sentir inicialmente algum desconforto (Doody e Noonan, 2013; Silverman, 2013). Dois dos elementos da amostra não autorizaram a gravação das entrevistas, pelo que nestes casos se recorreu a anotação, embora este método possa distrair ou interferir com a entrevista e até mesmo falhar alguns detalhes relevantes (Doody e Noonan, 2013). Não obstante, e em conformidade com um estudo desenvolvido por Rutakumwa et al. (2019), que compara os dados recolhidos através de gravações áudio com os dados resultantes das anotações diretas das entrevistas, é possível verificar que ambas as técnicas captam grande parte dos detalhes pertinentes. Contudo, o estudo demonstra que as informações decorrentes das gravações áudio proporcionam conhecimentos mais válidos e de maior confiança.

Em relação à duração das entrevistas, o tempo foi variável dependendo essencialmente da disponibilidade do entrevistado. A duração média das entrevistas foi de aproximadamente 40 minutos, sendo a mais curta de 25 minutos e a mais longa cerca de 60 minutos. Adicionalmente, as entrevistas foram conduzidas entre março e junho de 2020.

Como resultado, as entrevistas foram totalmente transcritas em forma de textos e analisadas em detalhe através de uma segunda revisão das gravações (Bengtsson, 2016). Posteriormente, procedeu-se à análise dos dados obtidos nas entrevistas. Com efeito, foi necessário organizar e conhecer o conteúdo para, em seguida, classificar e codificar os dados. O método de codificação permite não só agrupar o texto das transcrições segundo determinadas categorias (Auerbach e Silverstein, 2003), como também reduzir a quantidade de anotações, permitindo uma análise mais precisa (Bengtsson, 2016). Em conformidade com Coffey e Atkinson (1996), a codificação possibilita a identificação de vários temas ao realizar uma análise comparativa das diferentes entrevistas. Para facilitar a análise dos dados qualitativos recorreu-se a um programa informático – NVivo – que permitiu gerir as transcrições.

3.4. Procedimentos

Dado que a investigação qualitativa gera grandes quantidades de dados, a utilização de um programa informático auxilia o processo de análise das informações resultantes das entrevistas efetuadas. Importa ter presente, no entanto, que este *software* apesar de contribuir para o processo de investigação, não analisa os dados qualitativos (Zamawe, 2015), uma vez que é o investigador a interpretar o texto. Com efeito, foi utilizado o programa NVivo para gerir e codificar os dados obtidos nas transcrições das entrevistas.

O NVivo é um *software* que apoia a análise de dados de diferentes formas, nomeadamente através da gestão e organização de ideias (Bergin, 2011; Bazeley e Jackson, 2013). O programa referido previamente apresenta diversas vantagens para a análise de dados qualitativos, de entre as quais se salientam: (i) a melhoria na consistência da investigação; (ii) a capacidade de lidar com grandes quantidades de dados; (iii) a compatibilidade com vários formatos de ficheiros, em particular documentos Word e ficheiros áudio e PDF, crucial para a transcrição e gestão de dados. Além disso, pelo facto de todo o material estar armazenado num único local, (iv) permite um fácil acesso a todo o conteúdo a analisar.

Dado que nenhum método está isento de limitações, no caso específico do NVivo é possível identificar as seguintes: (i) a quantidade de tempo e esforço necessários; (ii) a probabilidade de exagerar no número de codificações e, conseqüentemente, perder o foco nos dados a analisar; e (iii) a possibilidade de as conclusões serem desprovidas de significado substantivo. Apesar das limitações identificadas, a utilização de programas informáticos como o NVivo pode traduzir-se em benefícios para a problemática em estudo, uma vez que fornece ferramentas úteis para a análise de dados qualitativos.

Uma vez transcritas, as entrevistas foram importadas para o NVivo e procedeu-se à identificação de todo o conteúdo relevante para os objetivos de investigação. Após este processo, foi iniciada a codificação dos dados tendo em consideração as diferentes temáticas abordadas. Com efeito, foi atribuído a cada ideia, ou extrato de texto, uma categoria de análise, tendo sido destacados diversos excertos do discurso dos entrevistados que ilustram os aspetos narrados. Uma vez terminada a codificação, procedeu-se à interpretação dos dados resultantes das entrevistas.

SÍNTESE DO CAPÍTULO 3

Com o propósito de compreender o processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco em relação a *startups*, torna-se necessário adotar uma investigação exploratória no contexto do mercado de *venture capital* em Portugal. Com efeito, no seguimento do que foi apresentado nas secções anteriores, neste terceiro capítulo pretendeu-se fazer um enquadramento da metodologia utilizada, nomeadamente através da apresentação de conceitos relevantes para uma melhor perceção da mesma. A opção metodológica escolhida permite identificar padrões e promover uma investigação mais profunda, na medida em que possibilita alcançar diversos contextos, experiências e comportamentos característicos de determinado grupo de indivíduos. Mais especificamente, para a presente dissertação foram realizadas entrevistas semiestruturadas, não só a capitalistas de risco, como também a entidades que lidam com operações de financiamento de *startups*, uma vez que permitem a recolha de informações e proporcionam liberdade aos entrevistados para abordarem eventuais tópicos que possam surgir no decorrer da conversa. As entrevistas foram realizadas tanto nas salas de reuniões das respetivas sociedades de capital de risco, como através de videochamada, e tiveram uma duração média de 40 minutos. Adicionalmente, foi possível obter respostas com um elevado nível de detalhe, uma vez que todos os entrevistados foram minuciosos nas suas explicações. Neste sentido, as entrevistas seguiram todas o mesmo guião, permitindo apreender as principais etapas por detrás do processo de investimento em *startups*. Em relação à seleção da amostra, existiu a preocupação de incluir não só sociedades responsáveis por gerir fundos de *venture capital*, como outros especialistas, com perfis distintos que permitissem obter uma representação mais exata da temática em estudo. Uma vez terminada a realização das entrevistas, os procedimentos adotados para analisar os dados foram iniciados com a transcrição de todas as entrevistas. Posteriormente, as transcrições foram lidas várias vezes para facilitar a familiarização com toda a informação. Em terceiro lugar, foi utilizado um programa informático – NVivo – para auxiliar a análise dos dados qualitativos. Neste seguimento, os dados foram codificados e organizados em diferentes categorias de modo a melhorar a compreensão das ideias recolhidas dos entrevistados e a retirar conclusões referentes à temática em estudo. Importa ter presente, por último, que a análise qualitativa dos dados é um processo complexo e que a utilização de um programa informático contribui para uma análise mais rigorosa.

CAPÍTULO 4

Resultados

Os capítulos anteriores incidiram no enquadramento teórico e na componente metodológica desta dissertação, tendo sido apresentadas as etapas seguidas na estruturação do problema em estudo, nomeadamente a constituição da amostra e os procedimentos adotados para a análise dos dados. Neste sentido, o presente capítulo materializa os resultados obtidos relativamente ao processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco portugueses no que respeita a *startups*. Na prática, serão destacadas as diferentes fases do processo mencionado anteriormente e, mais especificamente, as atividades desenvolvidas pelos capitalistas de risco em cada uma dessas etapas. Em segundo lugar, será prestada uma breve visão geral acerca dos principais mecanismos utilizados no momento de avaliar uma *startup*. Por último, serão identificados os cenários de saída que ocorrem com maior frequência.

A partir da organização dos dados em diferentes categorias, resultado do processo de codificação das entrevistas, foi elaborada uma representação do processo de investimento das sociedades de capital de risco. Com efeito, foram criadas dez unidades iniciais, designadas de *atividades*, e que combinadas originaram, posteriormente, as principais categorias de análise (às quais se atribui a designação de *etapas*). Em termos gerais, é possível distinguir três momentos principais no ciclo de investimento em *startups* – pré-investimento, investimento e pós-investimento – que compreendem as etapas identificadas no decorrer das entrevistas. Como se pode observar na *Tabela 3*, o processo inicia-se com a oportunidade de investimento e culmina na saída dos capitalistas de risco, embora determinadas atividades não tenham sido mencionadas por todos os entrevistados. Importa referir, no entanto, que apesar das várias atividades estarem associadas a uma etapa específica, não invalida que algumas possam ocorrer simultaneamente e não de forma sequencial, uma vez tratar-se de um processo interativo.

	Etapas	Atividades
	Oportunidade de Investimento	Sinalização (N=14)
Pré-Investimento	Análise Informal	Recolha de Informação (N=17) Seleção Prévia (N=16)

Etapas		Atividades
Pré-Investimento	Análise Formal	Recolha de Informação (N=14)
	Avaliação	Procedimentos de Avaliação (N=17)
		<i>Term Sheet</i> (N=13)
	Estruturação	Comité de Investimento (N=10) <i>Due Diligence</i> (N=11)
Investimento	Acordo de Investimento (N=17)	
Pós-Investimento		Acompanhamento (N=17)
	Intervenção	Saída (N=17)

Tabela 3. Atividades e Etapas do Processo de Investimento

Os capitalistas de risco recebem centenas de candidaturas e, conseqüentemente, iniciam o processo de decisão com um número considerável de potenciais oportunidades de investimento, pelo que surge a necessidade de reduzir esse número. Com efeito, e em conformidade com todos os elementos da amostra, é indispensável proceder-se à recolha de informação sobre cada projeto com o propósito de selecionar apenas aqueles que se enquadram no foco do fundo. Os projetos que cumprem as condições de investimento estabelecidas pelas sociedades de capital de risco prosseguem para as fases seguintes, que compreendem inclusive uma análise formal e a avaliação de diferentes parâmetros. Para que ocorra o investimento, as propostas têm de satisfazer os diversos critérios de seleção e serem aprovadas pelo comité de investimento. Após o acordo entre os empreendedores e os capitalistas de risco, realiza-se o investimento como demonstra a *Figura 3*.

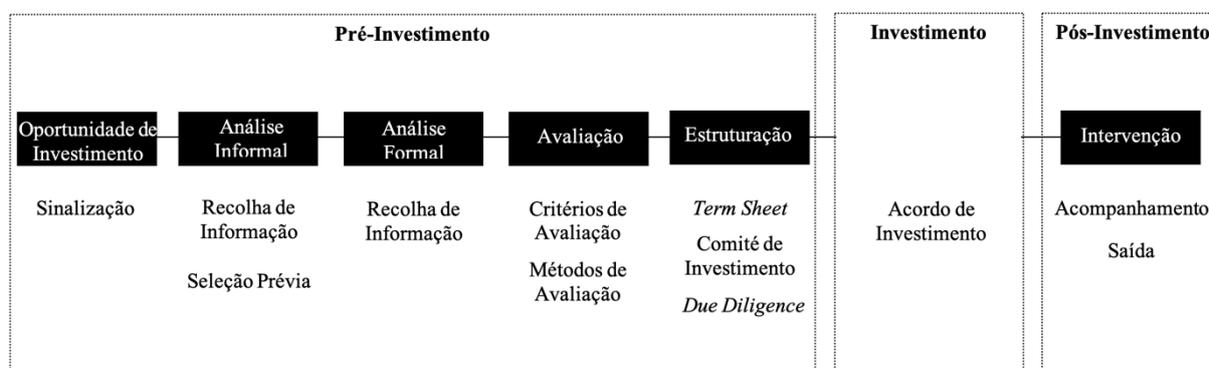


Figura 3. Processo de Investimento em Startups

No sentido de obter uma melhor compreensão sobre o processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco, representado na *Figura 3*, nas secções seguintes será feita uma análise mais detalhada de todas as etapas percorridas, incidindo especificamente nas atividades.

4.1. Oportunidade de Investimento

O processo de selecionar uma empresa para investir pode ser uma tarefa difícil para qualquer investidor, em particular quando se trata de *startups* que apresentam informação limitada (Luef et al., 2020). Consequentemente, numa primeira etapa, os capitalistas de risco procuram sinalizar as oportunidades de investimento que oferecem um elevado potencial de ganhos significativos a longo prazo.

Na etapa designada de *oportunidade de investimento*, os empreendedores e os capitalistas de risco entram em contacto entre si. Neste sentido, a oportunidade de investimento pode ser criada tanto pela sociedade de capital de risco, que procura projetos com elevado potencial de crescimento, como pelos empreendedores, que necessitam essencialmente de recursos. Apesar de existirem duas modalidades possíveis – proativa e passiva – a sinalização acontece, especialmente, através de uma atitude proativa dos capitalistas de risco, na medida em que nove dos entrevistados admitem procurar empresas adequadas ao seu perfil de investimento. Importa ter presente que o comportamento demonstrado deve-se sobretudo à crescente concorrência entre os diferentes capitalistas de risco, forçando-os assim a abandonar a típica postura passiva (Shepherd et al., 2000). Um dos capitalistas de risco entrevistado enfatiza a sinalização das potenciais oportunidades da seguinte forma: “*temos uma estratégia mais ativa de procura de startups e para o efeito contamos com uma equipa com visões complementares para conseguirmos descobrir as empresas em que vamos investir*”. Para o efeito, os capitalistas de risco para além de participarem em diversos eventos, contactam incubadoras e aceleradoras e mantêm relações com várias universidades. Adicionalmente, encontram *startups* através de bases de dados e, dada a situação vivida atualmente, recorrendo a eventos *online*. Em conformidade com outro entrevistado, “*o primeiro canal surge através de incubadoras e aceleradoras e o segundo através de universidades e institutos de investigação que existam*”, que acrescenta “*também assistimos a diversos eventos do ecossistema*”.

Não obstante de nove das sociedades de capital de risco serem proativas, os restantes cinco entrevistados assumem uma atitude passiva, uma vez que esperam que sejam os empreendedores a procurá-los. Segundo um dos participantes, “*as sociedades tendem a ter uma postura passiva, no sentido em que esperam que as oportunidades apareçam por força da*

iniciativa dos promotores”. Nesta linha de pensamento, as *startups* apresentam normalmente uma ideia, quer seja por contacto direto com os capitalistas de risco via correio eletrónico ou *LinkedIn*, ou mediante a submissão de candidaturas nos *websites* das próprias sociedades de capital de risco. Outra alternativa sustenta que as oportunidades de investimento podem ser apresentadas pela rede de contactos dos capitalistas de risco como, por exemplo, advogados, consultores ou até mesmo outros investidores. No sentido de suportar o comportamento passivo dos capitalistas de risco, um entrevistado afirma que *“muitas vezes são as startups a chegar até nós devido à marca que construímos no mercado ao longo dos últimos anos e ao nosso posicionamento bem definido”*.

Neste sentido, apesar de ainda persistir uma postura passiva por parte de alguns capitalistas de risco, as abordagens proativas estão a alcançar progressivamente uma maior relevância em Portugal. Desta forma, observa-se um procedimento misto, dado que existem tanto situações em que são os promotores a contactar as sociedades de capital de risco, como ocasiões em que existe uma procura ativa por *startups* que se traduzam em boas oportunidades de investimento a partir dos capitalistas de risco. Para reforçar esta conclusão, um dos entrevistados sublinha *“a maioria dos projetos chega até nós através dos próprios promotores, mas também temos situações em que nós identificamos proativamente as startups, quer através da relação com o nosso ecossistema de parceiros, quer através de diversos eventos”*. Outro participante completa que *“é um sistema misto, onde as oportunidades chegam até nós ou porque somos abordados pelos promotores diretamente, e muitas vezes, através de intermediários, ou porque nós as procuramos”*.

Depois de estabelecido o contacto entre as duas partes, os capitalistas de risco tencionam conhecer não só as pessoas envolvidas, como também compreender a história de cada projeto. Para o efeito, após o primeiro contacto é normalmente requerido um conjunto de informações básicas sobre as *startups*, como: (i) a apresentação da própria empresa; (ii) a identificação dos promotores; e (iii) a descrição do investimento que tencionam obter e a sua finalidade. Isto acontece, essencialmente, para que os capitalistas de risco consigam validar se existe uma adequação da empresa à política de investimento da sociedade de capital de risco e aos objetivos da mesma. Com base nesta abordagem muito superficial sobre o que é o projeto, os capitalistas de risco tomam a decisão de avançar ou não com a análise da proposta, que será explorada nos tópicos seguintes.

4.2. Análise Informal

Os capitalistas de risco para além de realizarem a sinalização das oportunidades de investimento, numa fase posterior, procedem à recolha de informação que permita conduzir a uma primeira análise não intrusiva, referida como *análise informal*. Da totalidade de candidaturas apresentadas na primeira etapa – *oportunidade de investimento* – apenas as que se enquadram no âmbito de atuação da sociedade de capital de risco são consideradas para a análise informal. Com efeito, e de acordo com um dos entrevistados, “*é feita uma breve análise, com dados muito genéricos, para reduzir ainda mais o número de propostas que prosseguem para as fases seguintes*”.

À exceção de um dos capitalistas de risco, os restantes efetuam todos uma seleção prévia das *startups*, isto é, com base em determinados critérios é realizada uma triagem dos projetos. Interessa ter presente que as métricas utilizadas servem como fatores de exclusão, portanto, se a *startup* não atende a um dos requisitos é excluída. Neste sentido, são considerados para a escolha três aspetos principais: (i) projeto; (ii) mercado; e (iii) equipa. Em primeiro lugar, os capitalistas de risco têm em atenção o potencial do projeto, isto é, “*se é único à escala mundial na resolução de um problema qualquer que foi identificado*”. Com efeito, para além de útil para as pessoas, tem de corresponder a algo que, de alguma forma, seja difícil de imitar e que possa ser escalável. Outra consideração importante diz respeito ao mercado, na medida em que é importante perceber se efetivamente o produto ou serviço tem espaço e, portanto, é preciso analisar “*o tamanho do mercado a que a solução se propõe endereçar*”. Por último, os capitalistas de risco tentam avaliar a adequabilidade das equipas, nomeadamente, se têm *know-how* específico para desenvolver o produto ou serviço que apresentam. Estes são os principais critérios na análise informal, encarada como “*um primeiro filtro para testar se a startup está em conformidade com os objetivos das sociedades*”. Embora os capitalistas de risco façam esta seleção prévia assente nos três requisitos explicados anteriormente, três dos entrevistados também mencionaram as questões financeiras como um fator a ter em consideração. Mais especificamente, dão importância não só à necessidade de financiamento que o projeto tem, como também à expectativa que o promotor possui da avaliação daquela ideia.

Caso as *startups* satisfaçam os interesses dos capitalistas de risco em termos dos requisitos apresentados, entra-se “*num processo de análise mais detalhado, que pode levar meses para perceber, por exemplo, o que é que a empresa se propõe a fazer*”. Neste seguimento, e de acordo com um dos participantes, “*avança-se com uma reunião com a startup em questão para*

começar a nossa análise mais aprofundada, considerando a hipótese de existir interesse mútuo em continuar com o processo”.

Uma vez que as fases subsequentes exigem muito tempo e, por conseguinte, custos, a análise informal permite limitar o número de projetos a ter em consideração. Desta forma, a grande maioria das propostas são eliminadas resultado da análise superficial dos dados fornecidos pelos empreendedores. As restantes candidaturas seguem para a fase seguinte – *análise formal*.

4.3. Análise Formal

Enquanto na etapa anterior – *análise informal* – os capitalistas de risco tomam as decisões com base em informações genéricas facultadas pelas *startups*, na *análise formal* são analisados dados mais específicos. Neste sentido, “*são marcadas reuniões formais com os promotores para que estes apresentem de forma mais detalhada a ideia e esclareçam potenciais dúvidas*”, como relata um dos capitalistas de risco. Ainda que seja um processo dinâmico, que permite uma análise mais aprofundada, pode levar meses até que se possua toda a informação disponível. Para além de os capitalistas de risco recolherem informações acerca das *startups* através dos próprios empreendedores, também “*estabelecem contacto com os fornecedores e clientes atuais, quando existentes, para uma visão complementar aquela que está a ser apresentada pelo promotor*”.

Como resultado da recolha de informação nesta etapa – quer seja através dos empreendedores, ou dos fornecedores e clientes das *startups* – é redigido um relatório preliminar com as principais conclusões retiradas. Com base neste relatório, os capitalistas de risco decidem continuar a analisar as propostas ou, caso a análise não tenha sido favorável, rejeitar. No caso de os projetos serem rejeitados, a forma de comunicar aos empreendedores varia consoante o envolvimento que tiveram ao longo de todo o processo de decisão, como confirma um dos capitalistas de risco entrevistado: “*quando decidimos rejeitar uma proposta a forma como comunicamos depende muito do nível de contacto que tivemos com a empresa. Se chegamos a essa conclusão depois de várias interações com os promotores, temos o cuidado de falar com eles pessoalmente*”.

A informação recolhida na análise formal é posteriormente utilizada na *avaliação*, que em certos casos pode ocorrer em simultâneo com a análise formal.

4.4. Avaliação

Avaliar empresas em fase inicial é uma tarefa desafiadora e complexa, em parte devido à ausência de informações financeiras e históricos (Ge et al., 2005; Miloud et al., 2012; Rahardjo e Sugiarto, 2019), sendo que muitos autores acreditam ser impossível encontrar um valor para as *startups* (Sassi, 2016).

Na fase de *avaliação*, os capitalistas de risco avaliam em primeiro lugar todas as propostas segundo um conjunto definido de critérios, seguindo assim uma abordagem multicritério. Depois de as *startups* cumprirem com todos os critérios estabelecidos pela sociedade de capital de risco, é atribuído um valor à mesma de acordo com o método de avaliação escolhido. Em seguida, serão abordados os critérios que os capitalistas de risco têm em consideração aquando da tomada de decisão.

4.4.1. Critérios de Avaliação

Na *Tabela 4* são apresentados os critérios de avaliação mencionados com maior frequência pelos capitalistas de risco entrevistados, agrupados em diferentes categorias de análise. Importa referir, no entanto, que não foram aferidos os pesos exatos de cada critério, tendo sido apenas questionado aos entrevistados os parâmetros mais valorizados. Uma vez que o processo de avaliação é pautado por um elevado nível de subjetividade (Stankevičienė e Žinytė, 2012), os capitalistas de risco podem divergir relativamente aos critérios utilizados na fase de avaliação (Futó, 2016) e à sua ponderação. Como resultado das entrevistas realizadas, foi possível observar que existem tanto critérios utilizados pela generalidade dos entrevistados, como características mais específicas apreciadas apenas por algumas sociedades de capital de risco. Em termos gerais, todos os capitalistas de risco têm em consideração as características relativas à equipa de gestão e ao produto ou serviço que está a ser alvo de avaliação. Adicionalmente, catorze dos participantes avaliam as características dos empreendedores individualmente, enquanto que os restantes consideram os empreendedores como parte integrante da equipa de gestão. Por fim, quinze capitalistas de risco mencionam as características relacionadas com o mercado e as opções de saída. Foram também referidas outras considerações, mais especificamente a necessidade de capital da *startup* e a estrutura acionista da mesma.

Categoria	Critério
Características do Empreendedor (N=14)	Conhecimento
	Competências
	Experiência
	Honestidade
	Ambição
	Iniciativa
	Potencial de Liderança
Características da Equipa (N=17)	Conhecimento
	Competências
	Experiência
	Heterogeneidade
	Resiliência
	Paixão
	Ambição
	Dedicação
	Humildade
Credibilidade	
Realismo	
Empatia	
Características do Produto/Serviço (N=17)	Tecnologia
	Utilidade
	Proteção
	Inovação
	Potencial de Escalabilidade
Potencial de Internacionalização	
Características do Mercado (N=15)	Tamanho
	Tendências
	Concorrentes
	Clientes
	Fornecedores
Taxa de crescimento	
Potencial de Saída (N=15)	

Categoria	Critério
Outras considerações (N=4)	Necessidade de capital Estrutura acionista Plano de Negócios

Tabela 4. Critérios de Avaliação dos Investimentos

Os capitalistas de risco consideram as características da equipa de gestão como uma categoria fundamental na seleção das propostas de investimento. Em conformidade com um dos entrevistados *“há um fator preponderante que é a equipa de gestão”*, na medida em que *“é a equipa de gestão que vai tornar a execução do projeto possível”*, complementa outro. Com efeito, é necessário que os membros da equipa sejam dotados de determinadas particularidades. Em primeiro lugar, os capitalistas de risco tentam avaliar se a equipa é sólida em termos de conhecimento, experiência relevante para o negócio e competências técnicas. Semelhantes conclusões foram referidas por Khanin et al. (2008), que defendem que os capitalistas de risco escolhem frequentemente as equipas que são competentes e experientes. Além dos atributos mencionados anteriormente, procuram equipas heterogêneas com competências distintas, mas complementares, que se convertem numa vantagem para o projeto. No entanto, não basta que a equipa reúna qualidades técnicas, sendo também importante que as pessoas sejam resilientes, dedicadas e humildes. Segundo o testemunho de um dos capitalistas de risco, *“quando apostamos numa equipa a relação tem de perdurar e, portanto, as pessoas precisam de ser humildes, dedicadas e tem de existir empatia entre todos os elementos”*. Um outro entrevistado suporta a afirmação anterior ao defender que *“nos negócios é sempre importante haver capacidade de gerar empatia entre as pessoas e por mais que nós achemos que não, na verdade a empatia é central porque eu vou estar a trabalhar com a pessoa, vamos ter de estar a definir estratégias, entre outras obrigações. Portanto, se não houver um alinhamento de ideias torna-se muito complicado”*. Outros dois atributos valorizados pela maioria dos capitalistas de risco são a paixão que a equipa demonstra pelo projeto que está a apresentar e a credibilidade que tem junto do mercado. Ainda em relação às particularidades da equipa de gestão, os entrevistados referem que é importante que a equipa seja ambiciosa, mas sem nunca deixar de ser realista. Importa destacar que ao longo das entrevistas os capitalistas de risco reforçam a ideia de que *“é preferível investir numa ideia pior, mas que tem uma boa equipa, do que apostar numa boa ideia cuja equipa não é adequada”*.

Com o decorrer das entrevistas foi possível depreender que existem capitalistas de risco que fazem a distinção entre características da equipa de gestão e características do

empreendedor, existindo catorze entrevistados que defendem a identificação individual de cada um dos grupos. Os entrevistados que avaliam especificamente os atributos dos empreendedores têm especial atenção às competências e experiência demonstradas, uma vez que consideram que estes aspetos transmitem uma maior confiança no momento de investir. De modo análogo ao que se observa com a equipa de gestão, também é valorizado o conhecimento que os promotores têm do negócio e a ambição, assim como a honestidade dos mesmos. Esta última particularidade é uma condição essencial, dado que os capitalistas de risco precisam de confiar nos empreendedores para concretizarem os investimentos. Um outro atributo é a iniciativa que os promotores demonstram ter *“e que não fiquem à espera de que as oportunidades cheguem até eles. Têm de mostrar que são dinâmicos”*. Por fim, os capitalistas de risco desejam pessoas que *“tenham a capacidade de liderar e que sejam boas a fazê-lo e, para isso, é necessário procurar exemplos do passado que demonstrem esta competência”*.

À semelhança do que acontece com as características da equipa de gestão, todos os capitalistas de risco avaliam as especificidades relacionadas com o produto (ou serviço). Para além de ser exigido que o produto demonstre utilidade e, conseqüentemente, consiga responder às necessidades existentes no mercado, também tem de apresentar um elevado potencial de escalabilidade, isto é, *“tem de ter condições para crescer”*. Outra questão a considerar é o grau de inovação do produto e a tecnologia implementada, uma vez que *“é fundamental que seja algo distinto e com elevada tecnologia”*. O grau de proteção, quer seja através da existência de patentes ou outro mecanismo de proteção idêntico que garanta que o produto não será duplicado, complementa a categoria de características associadas ao produto. Neste sentido, os entrevistados expressam que *“o produto tem de ser patenteado, ou protegido de outra forma, para que tenhamos a garantia que estamos a investir num projeto que dificilmente será duplicado. Algo que é facilmente replicável não é desejável”*. Por último, os capitalistas de risco apenas consideram as *startups* que apresentem potencial de internacionalização, tendo em vista que *“Portugal é um país muito pequeno e, portanto, é central ter mercados maiores”*. Isto acontece, essencialmente, porque Portugal é encarado como um país que tem um mercado interno relativamente diminuto, o que torna imprescindível às *startups* aproveitar as oportunidades existentes a nível internacional. Com efeito, a dimensão do mercado português justifica a necessidade de os capitalistas de risco portugueses procurarem projetos que tenham um elevado potencial de internacionalização.

Na mesma linha de pensamento do potencial de internacionalização do projeto, o mercado ao qual o produto se destina tem de apresentar uma dimensão relevante e gozar de uma taxa de crescimento significativa. Ao tomar uma decisão, os capitalistas de risco também analisam as

tendências do mercado, sendo que um dos participantes realçou que *“tentamos escolher as empresas que estão dentro das macrotendências e fugimos dos setores onde há muita incerteza”*, enfatizando a importância do critério mencionado. Outra dimensão analisada no decorrer do processo de seleção de *startups* é o grau de dependência dos fornecedores. Um dos capitalistas de risco afirma que *“se a empresa tem um fornecedor com peso muito grande, isto é, se está dependente de um único fornecedor, dificilmente investimos. O principal motivo para descartarmos logo essa empresa prende-se com o facto de que nestas situações podem ocorrer constrangimentos com o fornecedor em questão e a startup não tem capacidade para fazer face a isso, acabando por fracassar”*. Assim, é valorizada a possível facilidade de acesso aos fornecedores. De modo semelhante, normalmente é avaliada a possibilidade de existir algum cliente com peso significativo, visto que na eventualidade de haver *“a startup caso perca esse cliente fica vulnerável”*. Um último aspeto a considerar é a presença de concorrentes no mercado. Caso se verifique uma elevada ameaça da concorrência e a imposição de barreiras à entrada de novos produtos, que as empresas em fase inicial não conseguem combater, os capitalistas de risco preferem não arriscar e acabam por não investir nas *startups*.

Quinze dos capitalistas de risco mencionam também o potencial de saída como um critério fundamental a ter em conta. Quando os capitalistas de risco angariam dinheiro para constituir os fundos, que têm como finalidade serem utilizados para investir, fazem-no sempre com uma ideia muito clara de desinvestir em algum momento do tempo. A duração média dos fundos é de aproximadamente dez anos e, findo esse período, o que constitui o fundo tem de ser convertido em termos monetários. Em conformidade com um dos participantes, *“enquanto fundo de investimento o nosso retorno financeiro é realizado na totalidade quando vendemos as nossas participações. Portanto, temos de assegurar que quando vendemos a nossa participação existe um mercado para comprar este tipo de produtos”*. *“Quando investimos temos de sair porque investimos com dinheiro dos nossos investidores e depois temos de devolver esse valor. Assim, investimos com o objetivo de desinvestir e temos de definir o mecanismo de saída previamente”*. Neste sentido, o potencial de saída é uma componente importante para a seleção dos projetos.

Por fim, quatro dos participantes referem outros aspetos a considerar no momento de avaliação de um projeto. O primeiro critério diz respeito à necessidade de capital que a *startup* apresenta, sendo que *“na hipótese de a empresa estar a precisar de elevados montantes de capital e não ter perspetivas de conseguir recuperar esse valor a médio prazo, o negócio não é atraente e eliminamos à partida”*. O segundo parâmetro corresponde à estrutura acionista da empresa. Um dos capitalistas de risco argumenta que *“se quando recebemos a empresa, esta já*

vem com os fundadores bastante diluídos, acaba por ser menos aliciante para nós porque queremos que eles tenham a maior percentagem possível na startup de modo a que se mantenham incentivados e motivados". Neste sentido, os capitalistas de risco valorizam mais as empresas que apresentem uma estrutura acionista não diluída a fim de manter os promotores envolvidos no negócio. A última consideração mencionada nas entrevistas é relativa à qualidade do plano de negócios. Como resultado, os capitalistas de risco realizam uma *"avaliação detalhada do plano de negócios, incluindo a caracterização do mercado de atuação, do produto e das respetivas estratégias, como por exemplo, a estratégia de marketing"*. No entanto, este último critério apenas é mencionado por quatro entrevistados, uma vez que os restantes defendem que *"muitas vezes as startups chegam até nós sem um plano de negócios elaborado e, portanto, não conseguimos conduzir uma avaliação com base em planos de negócios. No entanto, quando pretendemos investir num projeto e não há um plano de negócios definido, nós próprios ajudamos os promotores a construir um"*.

Como as empresas em fase inicial não apresentam normalmente dados quantitativos, os critérios utilizados no processo de tomada de decisão são na grande maioria qualitativos. Exatamente pelo facto de a vertente quantitativa não existir, os critérios são na sua essência subjetivos, pelo que o processo de tomada de decisão em si também o é. Importa referir que, independentemente do projeto em avaliação, os critérios aplicados não diferem, como relata um capitalista de risco *"apesar das propostas poderem ser distintas, nós utilizamos genericamente os mesmos critérios e os pesos atribuídos a cada um também não divergem"*.

Se houver um parecer favorável com base nos critérios supramencionados, os capitalistas de risco prosseguem no processo de tomada de decisão e tentam atribuir um valor à *startup* para efeitos de negociação. Na próxima secção, serão apresentados os métodos que suportam essa estimativa.

4.4.2. Métodos de Avaliação

Existem diversos métodos de avaliação de *startups*, que utilizam na sua maioria indicadores quantitativos económicos (Malyar et al., 2016). No entanto, existem dois que se destacam na literatura existente – os fluxos de caixa descontados (DCF) e o método de múltiplos – em que o primeiro é descrito como uma abordagem de rendimento e o último uma abordagem de mercado (Ge et al., 2005; Visconti, 2020).

A abordagem dos DCF é usada normalmente na avaliação de empresas em fase inicial (Rahardjo e Sugiarto, 2019), uma vez que não depende de informações acerca do passado para realizar previsões do valor das empresas. Por este motivo, o método dos DCF é útil para avaliar

as *startups*, dado que muitas não possuem histórico (Manigart et al., 1997). Contudo, existem obstáculos à utilização dos DCF como, por exemplo, a dificuldade em estimar os fluxos de caixa futuros e determinar a taxa de desconto apropriada, dado depender de expectativas (Ge et al., 2005; Kotova, 2014).

O método dos múltiplos é um instrumento de avaliação amplamente utilizado para *startups*, que compara empresas do mesmo setor e com características semelhantes entre si. Neste sentido, o objetivo desta técnica baseia-se em atribuir um valor à empresa através de uma análise comparativa com outras empresas semelhantes que servem de referência (Maya e Hernández, 2012), em que são usados múltiplos dessas empresas para estimar o valor da empresa que está a ser avaliada.

Os capitalistas de risco entrevistados, que mencionaram a avaliação como uma etapa do processo de investimento em *startups*, esclarecem que métodos de avaliação são aplicados para estimar um valor para as empresas que apresentam os seus projetos. A avaliação das *startups* pode ser realizada através de diversas metodologias, de forma a garantir que o resultado encontrado seja o mais próximo possível da realidade, uma vez que *“falamos tipicamente de conceitos e ideias que não estão demonstrados e, portanto, é difícil avançar para um exercício de avaliação”*. Os resultados obtidos são apresentados na *Tabela 5*, que evidencia que os capitalistas de risco usam na sua maioria uma combinação de dois métodos – DCF e múltiplos. A segunda abordagem aplicada com maior frequência é a técnica dos múltiplos, seguida dos DCF. Os restantes dois entrevistados utilizam métodos próprios de avaliação, visto defenderem que *“quando as empresas são muito jovens ninguém sabe verdadeiramente quanto é que valem porque basicamente são constituídas apenas por um projeto e pessoas”*.

Métodos de Avaliação

DCF (N=2)

Múltiplos (N=5)

DCF e Múltiplos (N=8)

Outros Métodos (N=2)

Tabela 5. Métodos de Avaliação das *Startups*

Em conformidade com os capitalistas de risco entrevistados, *“por vezes é muito difícil avaliar as startups com base apenas em projeções, o que torna o cálculo dos DCF um método pouco sólido”*. Para colmatar esta dificuldade, cinco dos participantes defendem que através da comparação da *startup* com casos relativamente similares é possível ter uma estimativa do valor

da empresa. Um dos elementos da amostra comenta que “*os múltiplos permitem uma perspetiva de estarmos ou não a apostar numa boa empresa. Conseguimos ter uma aproximação do montante que as empresas irão faturar ao olhar para o que está a acontecer no mercado e, conseqüentemente, conseguimos ficar com uma ideia do que a empresa poderá valer*”. Contudo, “*em Portugal não existem muitos múltiplos para que possamos fazer uma comparação mais exata, mas a nível internacional conseguimos obter múltiplos independentemente do setor*”. Com efeito, os capitalistas de risco portugueses recorrem a empresas internacionais para prosseguirem com a avaliação das *startups*. Embora existam capitalistas de risco a utilizar os métodos mencionados anteriormente de forma individual, oito dos intervenientes defendem a combinação dessas mesmas metodologias de modo a aferir com maior exatidão a valorização das empresas.

Ainda que os métodos de avaliação convencionais, como os DCF e os múltiplos, sejam frequentemente utilizados por capitalistas de risco (Dusatkova e Zinecker, 2016), podem ser considerados inadequados para avaliar empresas em fase inicial (Dhochak e Doliya, 2020). De entre as principais razões que sustentam a afirmação anterior destacam-se as seguintes: (i) ausência de informação financeira relevante (Miloud et al., 2012); (ii) inexistência de empresas comparáveis (Dusatkova e Zinecker, 2016); (iii) restrições para a obtenção de informação importante (Ubal et al., 2019); e (iv) aplicabilidade limitada na avaliação de novos empreendimentos (Milkova et al., 2018). Com base em alguns dos aspetos anteriores, dois dos capitalistas de risco entrevistados assumiram utilizar métodos próprios para conferir um valor às *startups*. Segundo um dos testemunhos “*a avaliação de empresas com esta maturidade é a questão mais desafiante de todas e eu não utilizo os métodos tradicionais. É muito difícil encontrar uma taxa de desconto adequada quando se segue a metodologia dos DCF e também não é fácil identificar transações comparáveis com aquelas que temos de avaliar para aplicarmos o método dos múltiplos*”. Um dos capitalistas de risco reforça ainda que “*temos disponível um modelo em Excel em que temos todos os nossos critérios de investimento e atribuímos um peso a cada um desses critérios. Depois avaliamos as empresas em cada um desses campos e no final temos uma pontuação para as empresas e decidimos a partir dessa classificação*”.

No decorrer da avaliação, os projetos são analisados conforme determinadas categorias de critérios e, posteriormente, são sujeitos a um processo de atribuição de valor para que nas etapas seguintes os capitalistas de risco possam negociar os termos dos investimentos. Caso as *startups* consigam um parecer favorável no conjunto dos critérios contemplados, prosseguem para a fase subsequente, designada de *estruturação*.

4.5. Estruturação

Depois de os capitalistas de risco selecionarem as *startups* com base nos critérios definidos *a priori*, é necessário negociar os termos do negócio. Neste seguimento, ocorre a última etapa antes da atribuição do investimento – *estruturação do negócio* – composta por três atividades principais. Ainda que nem todos os capitalistas de risco tenham mencionado a etapa de estruturação, treze dos entrevistados admitem percorrer a mesma, embora não sejam unânimes em relação às atividades envolvidas e à sua ordem no processo de tomada de decisão.

A seguir à avaliação acontece a negociação dos termos do contrato, em que os capitalistas de risco apresentam uma oferta não vinculativa, frequentemente designada por *term sheet*, com o propósito de agilizar o processo (Bartlett, 1999). Com efeito, a *term sheet* é um documento que resume os termos e condições do investimento, nomeadamente o montante investido e os direitos de propriedade que os investidores recebem, resultado desse investimento (Mosiyevyeh, 2019), embora não seja vinculativa para nenhuma das partes. De acordo com um dos elementos da amostra, “*a proposta de investimento é formulada através de uma term sheet não vinculativa, onde apresentamos os termos de entrada nesse possível investimento. Para além de endereçar o tema da valorização, incide noutras temáticas como, por exemplo, o nosso modelo de governo da sociedade e como nos comportamos enquanto acionistas*”, fundamentando o enunciado anteriormente. Outro capitalista de risco alude à questão de “*com base na term sheet vamos definir o preço, os termos de entrada, qual a participação com que ficamos e o que é que precisamos de validar posteriormente para transformar esta oferta numa oferta vinculativa*”.

Caso se chegue a um acordo com os promotores, através da *term sheet*, os capitalistas de risco apresentam os projetos ao comité de investimento, “*um órgão do fundo composto por vários elementos, nomeadamente por nós e pelos investidores do nosso fundo*”. Assim, sempre que necessário, é convocada uma reunião com o comité de investimento para obter uma análise de cada um dos projetos.

Como este órgão é composto por pessoas com diversos perfis e experiências, existe uma sensibilidade diferente na consideração das várias propostas, sendo percebida pelos capitalistas de risco como uma mais-valia. Importa ter presente que a equipa de capitalistas de risco apresenta os projetos ao comité de investimento apenas quando se sente confortável com toda a informação recolhida até ao momento, pelo que prepara “*minuciosamente todos os dados para que consiga convencer o comité a dar autorização para avançar com o investimento*”. Normalmente, os capitalistas de risco “*preparam uma apresentação com a caracterização da*

startup em termos, por exemplo, de crescimento e receitas da empresa, assim como a descrição da ronda e estrutura do investimento” e o comité de investimento toma uma decisão, geralmente por unanimidade.

Com a aprovação do investimento pelo comité procede-se à realização de *due diligences* para garantir a veracidade de todos os dados facultados pelos empreendedores e minimizar a assimetria de informação (Pintado et al., 2007). Um dos entrevistados chega a admitir que “*já identificamos algumas situações onde os promotores nos omitiram alguma informação e, portanto, nós na due diligence conseguimos identificar esses cenários*”. Como esta avaliação mais profunda é um processo extenso (Manigart et al., 1997) e, conseqüentemente, acarreta custos para as sociedades de capital de risco, só os projetos com aprovação do comité de investimento são sujeitos à mesma. Para a elaboração das *due diligences* as sociedades de capital de risco contratam entidades especializadas, como advogados e auditores, com o propósito de “*confirmar aquilo que os empreendedores disseram porque até este momento a avaliação foi baseada naquilo que nos foi transmitido por estes*”, como indica um dos capitalistas de risco da amostra. Com efeito, e de acordo com os relatos obtidos a partir das entrevistas, existem *due diligences* em diversas dimensões, especialmente, financeira, fiscal e legal. Primeiramente, na *due diligence* financeira procede-se à verificação das contas para garantir que tudo está em conformidade, enquanto que na *due diligence* fiscal o propósito é “*verificar se todas as obrigações com o Estado foram cumpridas e não há problemas fiscais*”. Relativamente à *due diligence* legal “*analisa-se se a empresa está a cumprir os regulamentos, os contratos e se não tem problemas em tribunal, confirmando assim que a empresa se encontra em conformidade com as leis*”. Quatro dos onze entrevistados que referiram a *due diligence* como uma atividade integrante da estruturação do negócio, destacam ainda duas outras dimensões: ambiental e comercial. Enquanto que na ótica ambiental averigua-se se “*as questões ambientais estão ou não em cumprimento*”, na perspetiva comercial tenta-se entender o “*potencial que o produto tem no mercado em questão*”.

Serão as conclusões das várias *due diligences* que levam à seleção final dos projetos e posterior preparação e celebração dos contratos que vão reger o investimento com as *startups*. Neste sentido, se o resultado da estruturação do negócio for favorável, o comité de investimento intervém novamente, confirmando a intenção de investir nos projetos.

4.6. Acordo de Investimento

A partir do parecer favorável do comité de investimento, consequência das diversas atividades conduzidas ao longo de todo o processo de tomada de decisão, é redigido um contrato, formal e juridicamente vinculativo, entre a sociedade de capital de risco e os empreendedores (Smith et al., 2011). Este acordo tem como ponto de partida a *term sheet* elaborada na etapa anterior - *estruturação do negócio* - e estabelece os termos e condições presentes no documento supramencionado, agora de modo formal. Um dos elementos da amostra reforça a ideia de que “*depois da due diligence estar completa segue-se a fase em que se redige o contrato, com o apoio de advogados, para que culmine no investimento*”.

Logo após a validação do acordo de investimento, inicia-se a disponibilização dos montantes previamente estipulados. Em conformidade com Eckbo (2008), uma das particularidades patentes no financiamento de *venture capital* é o mesmo ocorrer normalmente por tranches, isto é, os montantes serem providenciados em fases distintas ao longo do tempo. A realização das entrevistas expõe que todos os capitalistas de risco seguem a premissa anterior, na medida em que a totalidade da amostra assume concretizar os investimentos de forma faseada, ainda que se rejam por diferentes indexantes. Os entrevistados constataam que “*muitas vezes dividimos o investimento em tranches e vamos libertando os fundos à medida que são cumpridas determinadas milestones*” e isto acontece, essencialmente, para “*dar uma maior segurança*”. Embora existam cenários em que “*os fundos acabam por ser dados de forma faseada consoante objetivos definidos no momento do contrato*”, também se observam situações em que “*a atribuição dos montantes está indexada a períodos temporais, ou seja, investe-se um determinado montante em intervalos de tempo pré-estabelecidos*”. Importa destacar que os investimentos são realizados tipicamente de forma controlada e que os próprios capitalistas de risco interagem com os promotores com a intenção de os ajudar a cumprir os objetivos a que se comprometeram.

Com o intuito de incidir com maior detalhe nas possíveis interações dos capitalistas de risco com os promotores, a secção seguinte irá evidenciar as atividades após o investimento, designadas de acompanhamento e saída.

4.7. Intervenção

A *intervenção* dos capitalistas de risco é um processo que visa acrescentar valor, especialmente através do acompanhamento das empresas, e reduzir os riscos associados à assimetria de informação. Assim, torna-se pertinente começar por abordar em primeiro lugar o

acompanhamento a que as *startups* são sujeitas, dando exemplos de atividades realizadas neste processo, para posteriormente apresentar os cenários de saída considerados pelos capitalistas de risco portugueses.

4.7.1. Acompanhamento do Investimento

Em regra, os capitalistas de risco acompanham o percurso das *startups* aquando do investimento, existindo diversos mecanismos que o permitem fazer, tal como a participação no conselho de administração e o contacto próximo com a equipa de gestão. Geralmente, as sociedades de capital de risco exigem um representante no conselho de administração, executivo ou não executivo, nas empresas que constituem o portfolio e prestam auxílio nas diversas atividades das *startups*, embora alguns não pretendam envolver-se demasiado no seu dia a dia (Kaplan e Strömberg, 2001). Todos os capitalistas de risco da amostra referem que para além de assumirem uma postura ativa e próxima com as empresas em que investem, têm *“sempre um lugar no conselho de administração e poder de veto em determinadas matérias reservadas”*. A título de exemplo, *“as decisões de investimento a partir de um certo montante têm de ser autorizadas pela sociedade de capital de risco, assim como a contratação de pessoas”*. Em alguns casos pode mesmo acontecer que os capitalistas de risco sejam forçados a alocar equipas externas para as *startups* com o propósito de responder a falhas que existam, por exemplo.

Apesar de todos os entrevistados terem um assento no conselho de administração enquanto não executivos, a intervenção nas empresas difere consoante as sociedades de capital de risco, sendo unânime que *“não existe uma participação diária em cada empresa porque não é possível fazê-lo e depende muito do modelo de intervenção escolhido”*. *“Tipicamente, existem dois perfis – ou muito alinhados com a atividade das empresas e presentes, ou generalistas, que apenas intervêm pontualmente”*, sendo o perfil de intervenção definido com base na maturidade da empresa. Um dos participantes refere ainda que *“estamos presentes e intervimos na medida daquilo que nos é pedido, tanto pelos promotores, como pelos nossos investidores”*. Com efeito, e à semelhança do que acontece com o nível de intervenção, a frequência do exercício de acompanhamento também varia. Se por um lado existem testemunhos de que *“o acompanhamento que se observa é regular, já que nos primeiros meses reunimos todas as semanas”*, por outro também ocorrem situações nas quais *“as reuniões com os promotores acontecem trimestralmente”*. Assim, o acompanhamento tende a ser mais constante no início, passando depois a ser mensal na maioria dos casos, e depende sobretudo do nível de maturidade das *startups*. Adicionalmente, cinco dos entrevistados apontam para *“a existência de relatórios,*

normalmente trimestrais, em que os promotores dão conhecimento das receitas que obtiveram nesse intervalo de tempo, a evolução de indicadores relevantes para o negócio e os objetivos alcançados e por atingir no futuro". Importa ter presente que as reuniões formais não inviabilizam a ocorrência de momentos informais sempre que os capitalistas de risco considerem necessário.

Das atividades conduzidas pelos capitalistas de risco destacam-se as seguintes: (i) apoio ao nível estratégico e gestão de negócios; (ii) encontrar novos investidores; (iii) auxiliar no processo de recrutamento; (iv) desbloquear burocracias que as *startups* não conseguem; e (v) disponibilizar a rede de contactos. Neste sentido, depois do investimento nas *startups*, os capitalistas de risco *“trabalham muito com a equipa, nomeadamente na apresentação de clientes e parcerias, contratações e angariação de fundos”*, de modo a *“encontrar soluções que permitam ultrapassar os obstáculos que surgem”*. Um dos entrevistados acrescenta que *“periodicamente damos apoio à empresa formal e informalmente, por exemplo, a nível do processo de recrutamento e grandes decisões estratégicas”*.

Os capitalistas de risco envolvem-se no acompanhamento das *startups* consoante as necessidades manifestadas pelas mesmas, sendo possível depreender que se posicionam como investidores muito ativos até ao momento do desinvestimento, dado que são acionistas da empresa e, portanto, têm interesse em que os projetos sejam bem-sucedidos. Posto isto, torna-se igualmente importante perceber as opções de saída exequíveis.

4.7.2. Saída

O investimento por parte das sociedades de capital de risco assume um carácter temporário e, portanto, após um determinado período de tempo é necessário preparar o desinvestimento. Neste sentido, é importante definir uma estratégia de saída que permita obter ganhos económicos, isto é, maximizar os retornos para os investidores.

Com base nos resultados obtidos a partir das entrevistas aos capitalistas de risco é possível identificar diferentes mecanismos de saída, apresentados na *Tabela 6*. O desinvestimento ocorre geralmente através de: (i) venda da *startup* a outra empresa, geralmente designada por venda comercial; (ii) recompra das ações da sociedade de capital de risco pelos empreendedores; (iii) *IPO*, isto é, o empreendimento tornar-se público; e (iv) venda a outro parceiro financeiro como, por exemplo, capitalistas de risco ou *business angels*.

Cenários de Saída

Venda (N=17)

Recompra pelos empreendedores (N=6)

IPO (N=14)

Venda a Outro Parceiro Financeiro (N=8)

Tabela 6. Principais Cenários de Saída

Conforme o exposto na *Tabela 6*, o desinvestimento pode ocorrer através de um processo pensado e estruturado pelos capitalistas de risco, assim como pela iniciativa de entidades interessadas em comprar a participação que a sociedade de capital de risco detém. Todos os capitalistas de risco da amostra argumentam que a venda da *startup* a outra empresa é o cenário mais comum, visto que “os investidores conseguem melhores valorizações e também têm menos preocupações no momento da concretização da saída”. Uma segunda possibilidade é uma IPO, no entanto os capitalistas de risco portugueses consideram esta opção “uma utopia só americana, uma vez que em Portugal são raríssimos os exemplos desta opção”. Embora “a empresa tornar-se cotada na bolsa de valores seja uma oportunidade de saída para os investidores, Portugal não é um mercado muito ativo e, portanto, este tipo de iniciativa não é o mais apropriado para o contexto português”. Oito dos entrevistados referem ainda a venda a outros parceiros financeiros como uma possibilidade de saída, em que “um novo investidor demonstra interesse em comprar a nossa participação”. Finalmente, o quarto cenário ocorre quando a sociedade de capital de risco formaliza junto dos empreendedores a hipótese de vender as ações que possuem e cabe a esses mesmos empreendedores decidir a recompra dessas ações.

Não obstante a todos os cenários apresentados anteriormente, dois elementos da amostra expõem ainda uma saída menos desejável – *write-off* – que ocorre quando “por alguma razão a empresa passa a ter, por exemplo, uma má reputação e, conseqüentemente, deixa de ser rentável. Nestas situações preferimos salvaguardar-nos e saímos do investimento sem retorno”.

SÍNTESE DO CAPÍTULO 4

No último capítulo da presente dissertação foram apresentados os resultados alcançados através da metodologia esplanada anteriormente. Com o intuito de obter uma compreensão mais exata do processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco, foram descritas as etapas a percorrer e as atividades que integram cada uma dessas fases. Neste seguimento, o processo de investimento foi segmentado em sete etapas distintas – (i) oportunidade de investimento; (ii) análise informal; (iii) análise formal; (iv) avaliação; (v) estruturação; (vi) acordo de investimento; e (vii) intervenção – e é constituído por dez atividades. Numa primeira instância ocorre a sinalização das oportunidades, geralmente por iniciativa dos promotores ou através de uma postura ativa dos capitalistas de risco. Após uma primeira interação entre as partes, os empreendedores são convidados a facultar um conjunto de informações básicas relativas à *startup*, com o propósito de validar o ajuste da empresa ao perfil de investimento da sociedade de capital de risco. Posteriormente, são realizadas duas análises – informal e formal –, com diferentes graus de complexidade. Dado o elevado número de candidaturas recebidas surge a necessidade de limitar o número de propostas que serão consideradas na etapa de avaliação e, portanto, as análises mencionadas anteriormente funcionam como um mecanismo de pré-seleção. No momento da avaliação, os capitalistas de risco identificam várias dificuldades relacionadas principalmente com o elevado grau de incerteza. Nesta etapa as características da equipa de gestão e do produto ou serviço são referidas como as categorias mais importantes, sendo as características do mercado e as opções de saída também aspetos relevantes para a seleção dos investimentos. Caso as *startups* atendam aos requisitos exigidos pelas sociedades de capital de risco, estima-se o valor das mesmas para efeitos de negociação. Embora não existam métodos exatos que permitam avaliar as empresas em fase inicial do seu ciclo de vida, estão disponíveis várias abordagens, como os DCF e múltiplos. Após a avaliação, prossegue-se para a estruturação do negócio, em que é apresentada, em primeiro lugar, uma oferta não vinculativa aos promotores. Chegado a um entendimento, é preparada uma apresentação a realizar perante o comité de investimento e, mediante a aprovação deste órgão, inicia-se o processo de *due diligence*, de modo a ter uma visão exata da situação da empresa. Por último, e depois da concretização do investimento, observa-se o envolvimento dos capitalistas de risco, materializado no acompanhamento constante e posterior saída. Importa ainda referir que a representação do processo de investimento conduzido pelos capitalistas de risco portugueses deve ser encarada como exemplificativa, na medida em que nem todos seguem a mesma trajetória e, portanto, poderão existir reproduções alternativas relativas ao mesmo assunto.

CAPÍTULO 5

Conclusões

5.1. Resultados Alcançados e Limitações

O último capítulo da presente dissertação apresenta os principais resultados decorrentes da investigação, as limitações encontradas e as recomendações para investigações futuras relativas ao financiamento de *startups*.

A crescente importância que as *startups* têm assumido nos últimos anos, resultante dos impactos económicos e sociais que provocam nas sociedades, tem originado um progressivo aumento de trabalhos académicos, nomeadamente associados ao *venture capital*. Com efeito, são vários os autores que nas últimas décadas tentam descrever o processo de tomada de decisão dos capitalistas de risco, existindo diversos modelos teóricos que delineiam esse processo. No entanto, não existe um consenso entre os vários académicos sobre este tema, que pode ser explicado pela existência de fatores como a dimensão e a maturidade dos mercados considerados. Neste sentido, e dada a escassez de estudos que abordam mercados como o português, surge a necessidade de estruturar um modelo que consiga explicar o processo de investimento em *startups* das sociedades de capital de risco em Portugal. Para o efeito, a presente dissertação procurou descrever o processo de decisão dos capitalistas de risco portugueses.

Através da realização de entrevistas a especialistas foi possível identificar o conjunto de etapas que constituem o processo de investimento em *startups*, assim como as diferentes atividades que integram cada uma dessas fases. Como resultado, e de acordo com os entrevistados, o processo de investimento, que tem uma duração média de três a seis meses, pode ser segmentado em três momentos: (i) pré-investimento; (ii) investimento; e (iii) pós-investimento. Adicionalmente, foram assinaladas sete etapas que constituem este processo – (i) oportunidade de investimento; (ii) análise informal; (iii) análise formal; (iv) avaliação; (v) estruturação; (vi) acordo de investimento; e (vii) acompanhamento –, compostas por diversas atividades. Importa ainda referir que ao contrário do que possa ser percecionado por estudos anteriores, este é um processo interativo, em que algumas das atividades consideradas como sequenciais, podem ser realizadas em simultâneo. Desta investigação foi ainda possível percecionar que critérios são considerados no momento da seleção dos projetos, sendo que a maioria das observações estão em conformidade com os resultados da literatura já existente.

Em termos gerais, os capitalistas de risco selecionam as *startups* de forma subjetiva e com base num conjunto de critérios focados essencialmente nas características relacionadas com a equipa de gestão e produto ou serviço. Contudo, e ao contrário das conclusões da literatura anterior, os resultados da presente dissertação sugerem que as considerações financeiras não desempenham um fator de decisão importante. Isto acontece, essencialmente, devido à natureza das *startups*, dado que muitas vezes não apresentam dados financeiros. De modo geral, os resultados vão de encontro aos estudos existentes, na medida em que evidenciam a importância atribuída às características da equipa de gestão e do produto, assim como a divergência de métodos de avaliação consoante o perfil dos capitalistas de risco.

As limitações identificadas na presente dissertação foram essencialmente as seguintes: (i) as dificuldades em constituir a amostra, não só pela morosidade em obter resposta aos pedidos enviados por correio eletrónico, mas também relacionadas com o tempo que os entrevistados teriam de despende. Dada a situação vivida no momento da realização das entrevistas, provocada pela pandemia de Covid-19, alguns dos especialistas revelaram não ter disponibilidade ou interesse em participar. Adicionalmente, (ii) a elaboração de um modelo que representa o processo de investimento em *startups* depende das respostas dos especialistas e, dada a subjetividade associada ao mesmo, a aplicação dos resultados e generalização a outros contextos é vista com algumas reservas. De igual modo, (iii) as *startups* podem ser avaliadas e, conseqüentemente, selecionadas através de diferentes critérios e métodos, que variam consoante a sociedade de capital de risco, pelo que surge a necessidade de alguma cautela na generalização dos resultados obtidos na presente investigação. No ponto seguinte, serão referidas as principais implicações do presente estudo.

5.2. Implicações Práticas

Este estudo procurou identificar e descrever as etapas envolvidas na tomada de decisão dos capitalistas de risco referente às *startups*. Através da metodologia adotada foi possível definir o processo de investimento a que as empresas em fase inicial são sujeitas e, neste sentido, a investigação contribui essencialmente para duas vertentes. Em primeiro lugar, os resultados mostram-se úteis para os capitalistas de risco, na medida em que são discutidas diversas perspetivas relacionadas com o processo de investimento e, muitas vezes, estes não têm perceção de todos os procedimentos envolvidos na própria escolha, dado que o fazem de forma intuitiva. Neste sentido, as conclusões conseguidas permitem aos capitalistas de risco obter perspetivas diferentes sobre o tema. A segunda vertente está associada aos empreendedores,

que no momento de procurar financiamento não têm conhecimento do processo envolto. Com efeito, os resultados possibilitam uma melhor compreensão de todo o processo por parte dos empreendedores, especialmente em relação aos critérios de seleção e métodos de avaliação a que são sujeitos. Desta forma, os promotores poderão apresentar propostas mais sólidas e, conseqüentemente, serem bem-sucedidos na obtenção de capital. Por último, a presente dissertação acrescenta um contributo também para a literatura existente sobre o tema, incidindo em mercados de *venture capital* de pequena dimensão.

5.3. Recomendações para Investigações Futuras

As conclusões do presente trabalho propõem a possibilidade de que em futuros estudos se possam abordar diversos aspetos com maior detalhe, relacionados essencialmente com o processo de investimento em *startups*. Neste sentido, sugere-se que em investigações futuras (i) se explorem as atividades que ocorrem depois da disponibilização do capital às empresas, a fim de entender os diferentes níveis de intervenção e os efeitos daí resultantes; (ii) se estude cada etapa do processo individualmente, de modo a que se obtenham conclusões mais pormenorizadas. Adicionalmente, e uma vez que os capitalistas de risco mencionaram que as opções de saída são um fator importante no momento de seleção das *startups*, aconselha-se a (iii) investigar de forma mais detalhada as várias estratégias de desinvestimento. Por último, recomenda-se (iv) um estudo que compare o processo de investimento dos capitalistas de risco com outros investidores como, por exemplo, *business angels*, com o intuito de encontrar possíveis diferenças e (v) uma investigação que analise a atividade dos capitalistas de risco estrangeiros no mercado português, dado que grande parte do financiamento de *venture capital* em Portugal provém do estrangeiro.

Referências Bibliográficas

- Ahluwalia, S., Mahto, R. V., & Guerrero, M. (2020). Blockchain technology and startup financing: A transaction cost economics perspective. *Technological Forecasting and Social Change*, 151, 119854.
- Amway. (2016). *Ager 2016 Amway Global Entrepreneurship Report*. Retrieved February 15, 2020, from https://23hizqizbc2qqq8o9r5c6tuk-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/2017/09/ager_2016_publication.pdf.
- APCRI. *Glossário*. Retrieved February 20, 2020, from <http://www.apcri.pt/capital-de-risco/glossario/>
- Auerbach, C., & Silverstein, L. B. (2003). *Qualitative data: An introduction to coding and analysis*. New York University Press.
- Bartlett, J. W. (1999). *Fundamentals of venture capital*. Madison Books.
- Bazeley, P., & Jackson, K. (2013). *Qualitative data analysis with NVivo*. Sage Publications, Inc.
- Bengtsson, M. (2016). How to plan and perform a qualitative study using content analysis. *NursingPlus Open*, 2, 8-14.
- Bergin, M. (2011). NVivo 8 and consistency in data analysis: Reflecting on the use of a qualitative data analysis program. *Nurse Researcher*, 18(3), 6-12.
- BGI & EIT Digital. (2019) *Portugal Startup Outlook 2019*. Retrieved February 15, 2020, from <https://www.scaleupportugal.tech/pso-2019>.
- Blank, S. (2007). *The Four Steps to the Epiphany – Successful Strategies for Products that Win*. Raleigh, NC: Lulu Enterprises.
- Blank, S., & Dorf, B. (2012). *The startup owner’s manual: The step-by-step guide for building a great company*. K&S Ranch. Inc, California.
- Bortoluzzi, G., Tivan, M., Tracogna, A., & Venier, F. (2014). The Growth Drivers of Start-up Firms and Business Modelling: A First Step toward a Desirable Convergence. *Management*, 9(2), 131-154.
- Bosma, N., Hill, S., Ionescu-Somers, A., Kelley, D., Levie, J., & Tarnawa, A. (2020). *Global Entrepreneurship Monitor 2019/2020 Global Report*. Global Entrepreneurship Research Association.
- Bouzahir, B., & Ed-Dafali, S. (2019). Venture Capitalists’ Investment Decision Criteria for New Ventures: An Exploratory Study in Morocco. *Turkish Journal of Business Ethics*, 11(2), 151–163.
- Brown, C., & Thornton, M. (2013). How Entrepreneurship Theory Created Economics. *Quarterly Journal of Austrian Economics*, 16(4), 401-419.
- Burżacka, M., & Gąsiorowska, E. (2016, September). The importance of venture capital financing of start-up companies. *Forum Scientiae Oeconomia* (Vol. 4, No. 3, pp. 141-150).
- Casanova, L., Cornelius, P. K., & Dutta, S. (2018). Technology Startups, Innovation, and the Market for Venture Capital. In *Financing Entrepreneurship and Innovation in Emerging Markets* (pp. 185–218). Elsevier.
- Caselli, S., & Negri, G. (2018). The Fundamentals of Private Equity and Venture Capital. In *Private Equity and Venture Capital in Europe* (pp. 3–17). Elsevier.
- CMVM. (2020a). *Sociedades de Capital de Risco*. Retrieved February 19, 2020, from https://web3.cmvm.pt/sdi/capitalrisco/pesquisa_scr.cfm.
- CMVM. (2020b). *Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco*. Retrieved February 19, 2020, from https://web3.cmvm.pt/sdi/capitalrisco/pesquisa_sgfc.cfm.

- Cockayne, D. (2019). What is a startup firm? A methodological and epistemological investigation into research objects in economic geography. *Geoforum*, 107, 77-87.
- Coffey, A., & Atkinson, P. (1996). *Making sense of qualitative data: Complementary research strategies*. Sage Publications, Inc.
- Correia, M. C., & da Rocha Armada, M. J. (2007). Sobre a Identificação dos Factores de selecção, das Formas de Intervenção e o Contributo das Sociedades de Capital de Risco em Portugal. In *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al future*. Universidad de La Rioja.
- Cox, K. C., Lortie, J., & Gramm, K. (2017). The investment paradox: why attractive new ventures exhibit relatively poor investment potential. *Venture Capital*, 19(3), 163-181.
- Crow, D. (2005). Valuing usability for startups. In *Cost-Justifying Usability* (pp. 165-184). Morgan Kaufmann.
- Crowne, M. (2002). Why software product startups fail and what to do about it. Evolution of software product development in startup companies. In *IEEE International Engineering Management Conference* (Vol. 1, pp. 338-343).
- da Silva Piñeiro, F., de Oliveira, J. M., da Cruz, A. C., & Patias, T. Z. (2017). Business models on startups: a multicase study. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 10(5), 792-807.
- De Bernardi, P., & Azucar, D. (2020). *Innovation in Food Ecosystems: Entrepreneurship for a Sustainable Future*. Springer Nature.
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J. (2006). An entrepreneur's guide to the venture capital galaxy. *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.
- de Oliveira, F. B., & Zotes, L. P. (2018). Valuation methodologies for business startups: a bibliographical study and survey. *Brazilian Journal of Operations & Production Management*, 15(1), 96-111.
- Dhochak, M., & Doliya, P. (2020). Valuation of a startup: Moving towards strategic approaches. *Journal of Multi-Criteria Decision Analysis*, 27(1-2), 39-49.
- Doody, O., & Noonan, M. (2013). Preparing and conducting interviews to collect data. *Nurse Researcher*, 20(5), 28-32.
- Dusatkova, M. S., & Zinecker, M. (2016). Valuing start-ups—selected approaches and their modification based on external factors. *Business: Theory and Practice*, 17(4), 335-344.
- Falik, Y., Lahti, T., & Keinonen, H. (2016). Does startup experience matter? Venture capital selection criteria among Israeli entrepreneurs. *Venture Capital*, 18(2), 149-174.
- Fonseca, R., Lopez-Garcia, P., & Pissarides, C. A. (2001). Entrepreneurship, start-up costs and employment. *European Economic Review*, 45(4-6), 692-705.
- Freeman, J., & Engel, J. S. (2007). Models of innovation: Startups and mature corporations. *California Management Review*, 50(1), 94-119.
- Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial Management*, 23(3), 28-37.
- Futó, J. E. (2016). Empirical analysis of Hungarian firms according to venture capital investment criteria. *Timisoara Journal of Economics and Business*, 9(1), 16-32.
- Ge, D., Mahoney, J. M., & Mahoney, J. T. (2005). New venture valuation by venture capitalists: An integrative approach. In *Urban Champaign Working Paper*.
- Giardino, C., Wang, X., & Abrahamsson, P. (2014). Why early-stage software startups fail: A behavioral framework. In *Lecture Notes in Business Information Processing* (Vol. 182). Springer Verlag.
- Gifford, S. (1998). The Role of the Venture Capitalist. In *The Allocation of Limited Entrepreneurial Attention* (pp. 111-125). Springer, Boston, MA.

- Given, L. M. (2008). *The SAGE Encyclopedia of Qualitative Research Methods*. Sage Publications, Inc.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The venture capital revolution. *Journal of economic perspectives*, 15(2), 145-168.
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions?. *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190.
- Groh, A. P., Von Liechtenstein, H., & Lieser, K. (2010). The European venture capital and private equity country attractiveness indices. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 205-224.
- Grzech, A. (2009). Preliminary selection in the decision-making process of venture capital funds. *Operations Research and Decisions*, 1(19), 27-35.
- Guerra, I. C. (2006). *Pesquisa qualitativa e análise de conteúdo: sentidos e formas de uso*. Lucerna.
- Hall, J. (1989). Venture capital decision making and the entrepreneur: an exploratory investigation. *Unpublished Doctoral Thesis. University of Athens, Georgia*.
- Hall, J., & Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of Business Venturing*, 8(1), 25-42.
- Hollanders, H. (2020). *European Innovation Scoreboard 2020*. Publications Office of the European Union. <https://doi.org/10.2873/6063>
- Hsu, D. K., Haynie, J. M., Simmons, S. A., & McKelvie, A. (2014). What matters, matters differently: a conjoint analysis of the decision policies of angel and venture capital investors. *Venture Capital*, 16(1), 1-25.
- Hudson, E., & Evans, M. (2005). A review of research into venture capitalists' decision making: implications for entrepreneurs, venture capitalists and researchers. *Journal of Economic & Social Policy*, 10(1), 45-63.
- İyigün, N. Ö. (2015). What could entrepreneurship do for sustainable development? A corporate social responsibility-based approach. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 195, 1226-1231.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2000). How do venture capitalists choose investments. *Working Paper, University of Chicago*, 121, 55-93.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2001). Venture Capitals as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. *American Economic Review*, 91(2), 426-430.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.
- Khanin, D., Baum, J. R., Mahto, R. V., & Heller, C. (2008). Venture capitalists' investment criteria: 40 years of research. *Small Business Institute Review*, 35.
- Klonowski, D. (2007). The venture capital investment process in emerging markets. *International Journal of Emerging Markets*, 2(4), 361-382.
- Knight, R. M. (1994). Criteria used by venture capitalists: a cross cultural analysis. *International Small Business Journal*, 13(1), 26-37.
- Kollmann, T., & Kuckertz, A. (2010). Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*, 63(7), 741-747.
- Kolosok, A., & Koniukh, I. (2017). Definition of Startup Projects, Main Problems and Prospects of Development. *Economic journal of Lesia Ukrainka Eastern European National University*, 4(12), 62-67.
- Koryak, O., & Smolarski, J. (2008). Perception of risk by venture capital and private equity firms: A European perspective. *The Journal of Private Equity*, 11(2), 30-42.
- Kotova, M. V. (2014). The theoretical and methodological basis of startups valuation. *Економіка: реалії часу*, (1), 107-112.

- Köhn, A. (2018). The determinants of startup valuation in the venture capital context: a systematic review and avenues for future research. *Management Review Quarterly*, 68(1), 3-36.
- Kumar, A. V., & Kaura, M. N. (2003). Venture capitalists' screening criteria. *Vikalpa*, 28(2), 49-59.
- Landström, H. (2007). Pioneers in venture capital research. In *Handbook Of Research On Venture Capital* (pp. 3–65). Edward Elgar Publishing.
- Landström, H. (2008). Entrepreneurship research: A missing link in our understanding of the knowledge economy. *Journal of Intellectual Capital*, 9(2), 301-322.
- Lewandowski, C. M. (2015). Why are big businesses looking to start-ups for innovation? *Kpmg*, 1(February), 23.
- Li, Y., & Zahra, S. A. (2012). Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 95-111.
- Johnson, J. M., & Rowlands, T. (2012). The interpersonal dynamics of in-depth interviewing. *The SAGE Handbook of Interview Research: The Complexity of the Craft*, 99-113.
- Jordan, J. F. (2010). Innovation, Commercialization, and the Successful Startup. *CMU Working Paper*, 1–25.
- Jung-Senssfelder, K. (2007). *Equity financing and covenants in venture capital: An augmented contracting approach to optimal german contract design* (Vol. 58). Springer Science & Business Media.
- Luef, J., Ohrfandl, C., Sacharidis, D., & Werthner, H. (2020, March). A recommender system for investing in early-stage enterprises. In *Proceedings of the 35th Annual ACM Symposium on Applied Computing*, 1453-1460.
- MacMillan, I. C., Siegel, R., & Narasimha, P. S. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.
- Magalhães, R. P. (2019). *What is a startup?: a scoping review on how the literature defines startup* (Doctoral dissertation).
- Malecki, E. J. (2012). Regional social capital: Why it matters. *Regional Studies*, 46(8), 1023-1039.
- Malyar, M., Polishchuk, V., Sharkadi, M., & Liakh, I. (2016). Model of start-ups assessment under conditions of information uncertainty. *Eastern-European Journal of Enterprise Technologies*, 3(4–81), 43–49.
- Manigart, S., & Wright, M. (2013). Venture capital investors and portfolio firms. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 9(4-5), 365-370.
- Manigart, S., Wright, M., Robbie, K., Desbrieres, P., & De Waele, K. (1997). Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21(4), 29-43.
- March, J. G. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization science*, 2(1), 71-87.
- Maya, C. R., & Sánchez Hernández, M. (2012). Empirical evidence on investment valuation models used by Spanish venture capital companies: special reference to the discounted cash flow method's implementation. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 17(4), 495-510.
- Milkova, M., Andreichikova, O., & Andreichikov, A. (2018). Venture Capitalists Decision Making: Applying Analytic Network Process to the Startups Evaluation. *International Journal of the Analytic Hierarchy Process*, 10(1), 1-18.
- Miloud, T., Aspelund, A., & Cabrol, M. (2012). Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital*, 14(2-3), 151-174.

- Mishra, S., Bag, D., & Misra, S. (2017). Venture Capital Investment Choice: Multicriteria Decision Matrix. *The Journal of Private Equity*, 20(2), 52-68.
- Miski, A. (2014). Development of a mobile application using the lean startup methodology. *International Journal of Scientific & Engineering Research*, 5(1), 1743-1748.
- Monika, & Sharma, A. K. (2015). Venture capitalists' investment decision criteria for new ventures: a review. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 189, 465-470.
- Mosiyevych, O. O. (2019). Deal Structuring in Venture Capital Financing. *Business Inform*, 5(496), 169–173.
- Nunes, J. C., Félix, E. G., & Pires, C. P. (2014). Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments?. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 21(3), 505-527.
- Pacheco-Torgal, F. (2016). Introduction to start-up creation for the smart eco-efficient built environment. In *Start-Up Creation* (pp. 1-17). Woodhead Publishing.
- Peixoto, B. M. (2018). *Why start-ups fail in Portugal?* (Doctoral dissertation).
- Petty, J. S. (2009). The Dynamics Of Venture Capital Decision Making. *Academy of Management Proceedings*, 2009 (1), 1-6.
- Petty, J. S., & Gruber, M. (2011). "In pursuit of the real deal": A longitudinal study of VC decision making. *Journal of Business Venturing*, 26(2), 172-188.
- Pineda, D. M. M. (2016). Startup y Spinoff: definiciones, diferencias y potencialidades en el marco de la economía del comportamiento. *Contexto*, 5, 141-152.
- Pintado, T. R., De Lema, D. P., & Van Auken, H. (2007). Venture capital in Spain by stage of development. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 68-88.
- Poindexter, J.B. (1975). The efficiency of financial markets: the venture capital case. *Unpublished doctoral dissertation, New York University, New York*.
- Pratch, L. (2005). Value-added investing: A framework for early stage venture capital firms. *The Journal of Private Equity*, 8(3), 13-29.
- Prohorovs, A., Bistrova, J., & Ten, D. (2019). Startup Success Factors in the Capital Attraction Stage: Founders' Perspective. *Journal of East-West Business*, 25(1), 26-51.
- Rahardjo, D., & Sugiarto, M. (2019, March). Valuation model using a mixed real options method: a review on Singapore and Indonesia digital startups. In *16th International Symposium on Management (INSYMA 2019)*. Atlantis Press.
- Rakhman, A., & Evans, M. (2005). Enhancing Venture Capital Investment Evaluation: A Survey of Venture Capitalists', Investees' and Entrepreneurs' Perspectives. *Journal of Economic and Social Policy*, 10(1), 2.
- Ries, E. (2013). *The Lean Startup*. Prime Books.
- Rosa, M. C. W., Sukoharsono, E. G., & Saraswati, E. (2019). The Role of Venture Capital on Start-up Business Development in Indonesia. *Journal of Accounting and Investment*, 20(1).
- Rostek, K., & Skala, A. (2017). Differentiating Criteria and Segmentation of Polish Startup Companies. *Problemy Zarządzania*, (15 (1 (65))), 192-208.
- Rowley, J. (2012). Conducting research interviews. *Management Research Review*, 35(3-4), 260-271.
- Rutakumwa, R., Mugisha, J. O., Bernays, S., Kabunga, E., Tumwekwase, G., Mbonye, M., & Seeley, J. (2020). Conducting in-depth interviews with and without voice recorders: a comparative analysis. *Qualitative Research*, 20(5), 565-581.
- Salamzadeh, A. (2015). New venture creation: Controversial perspectives and theories. *Economic Analysis*, 48(3-4), 101-109.
- Salamzadeh, A., & Kawamorita Kesim, H. (2015). Startup companies: Life cycle and challenges. *SSRN Eletronic Journal*.

- Sassi, R. (2016). *An improved valuation method for Startups in the social-media industry* (Doctoral dissertation).
- Schumpeter, J. A. (1947). The creative response in economic history. *The journal of economic history*, 7(2), 149-159.
- Schwienbacher, A. (2007). International capital flows into private equity funds. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 81, 335-343.
- Shepherd, D. A., Ettenson, R., & Crouch, A. (2000). New venture strategy and profitability: A venture capitalist's assessment. *Journal of Business Venturing*, 15(5), 449-467.
- Silva, J. (2004). Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation. *Venture capital*, 6(2-3), 125-145.
- Silveira, R., & Wright, R. (2016). Venture capital: A model of search and bargaining. *Review of Economic Dynamics*, 19, 232-246.
- Silver, A. D. (1985). *Venture Capital: The Complete Guide for Investors*. New York: John Wiley and Sons.
- Silverman, D. (2013). *Doing qualitative research: A practical handbook*. Sage Publications, Inc.
- Silverman, D. (2016). *Qualitative research*. Sage Publications, Inc.
- Šimić, M. (2015). Investment criteria set by venture capitalists. *Ekonomski Vjesnik/Econviews - Review of Contemporary Business, Entrepreneurship and Economic Issues*, 28(2), 457-479.
- Siskos, J., & Zopounidis, C. (1987). The evaluation criteria of the venture capital investment activity: An interactive assessment. *European Journal of Operational Research*, 31(3), 304-313.
- Smith, J., Smith, R. L., Smith, R., & Bliss, R. (2011). *Entrepreneurial finance: strategy, valuation, and deal structure*. Stanford University Press.
- Stankevičienė, J., & Žinytė, S. (2011). Valuation model of new start-up companies: Lithuanian case. *Business: Theory and Practice*, 12(4), 379-389.
- Sullivan, T. D. (2017). What do venture capital and private equity firms do? Some current and historical examples. *Journal of Business & Finance Librarianship*, 22(3-4), 182-189.
- Tanrisever, F., Erzurumlu, S. S., & Joglekar, N. (2012). Production, process investment, and the survival of debt-financed startup firms. *Production and Operations Management*, 21(4), 637-652.
- Teker, S., & Teker, D. (2016). Venture capital and business angels: Turkish case. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 235, 630-637.
- Tülüce, N. S., & Yurtkur, A. K. (2015). Term of strategic entrepreneurship and Schumpeter's creative destruction theory. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 207, 720-728.
- Tyebee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Tykvová, T. (2007). What do economists tell us about venture capital contracts?. *Journal of Economic Surveys*, 21(1), 65-89.
- Ubal, N. P., Camejo, M., Oliver, V., & Cerecedo, V. P. (2019). Inversiones en empresas con alta participación de intangibles: Estudio de casos de startups del sector TI. *Contabilidad y Negocios: Revista del Departamento Académico de Ciencias Administrativas*, 14(27), 44-56.
- Van Deventer, B., & Mlambo, C. (2009). Factors influencing venture capitalists' project financing decisions in South Africa. *South African Journal of Business Management*, 40(1), 33-41.
- Visconti, R. M. (2020). The Valuation of Technological Startups. *SSRN Electronic Journal*.
- Wells, W. A. (1974). Venture capital decision making. *Unpublished doctoral dissertation, Carnegie Mellon University, Pittsburgh*.

- Zamawe, F. C. (2015). The implication of using NVivo software in qualitative data analysis: Evidence-based reflections. *Malawi Medical Journal*, 27(1), 13-15.
- Zhang, X. (2012). Venture Capital Investment Selection Decision-making Base on Fuzzy Theory. *Physics Procedia*, 25, 1369-1375.
- Zhong, H., Liu, C., Zhong, J., & Xiong, H. (2018). Which startup to invest in: a personalized portfolio strategy. *Annals of Operations Research*, 263(1-2), 339-360.
- Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard business Review*, 76(6), 131-139.
- Zinecker, M., & Bolf, D. (2015). Venture capitalists' investment selection criteria in CEE countries and Russia. *Business: Theory and Practice*, 16(1), 94-103.
- Zinecker, M., & Rajchlová, J. (2010). Private equity and venture capitalists' investment criteria in the Czech Republic. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 58(6), 641-652.

Anexos

Anexo A. Comparação de Modelos Relativos à Tomada de Decisão dos Capitalistas de Risco

Wells (1974)	Tyebjee e Bruno (1984)	Silver (1985)	Hall (1989)	Fried e Hisrich (1994)	Silva (2004)
Procura de Investimentos	Criação do Negócio	Procura de Investimentos	Criação do Fluxo de Negócios	Criação do Negócio	Criação do Negócio
Análise	Análise	Análise Inicial	Análise	Análise Específica da Empresa	Análise Informal
			Apreciação das propostas	Análise genérica	Análise Formal
Avaliação	Avaliação		Avaliação do projeto	Primeira fase de avaliação	Avaliação
		<i>Due diligence</i>	<i>Due diligence</i>	Segunda fase de avaliação	
	Estruturação	Estruturação	Estruturação		
	Atividades pós-investimento	Acompanhamento do progresso			
Saída		Saída	Saída	Saída	Saída

Anexo B. Critérios de Seleção de Empresas

MacMillan et al. (1985)	
Personalidade do empreendedor	<p>Capaz de um esforço intenso e sustentado</p> <p>Capaz de avaliar e reagir bem ao risco</p> <p>Articulado na discussão do empreendimento</p> <p>Atende aos detalhes</p> <p>Tem personalidade compatível com a do investidor</p>
Experiência do empreendedor	<p>Familiarizado com o mercado visado pelo empreendimento</p> <p>Capacidade de liderança demonstrada no passado</p> <p>Tem um histórico relevante para o empreendimento</p> <p>O empreendedor foi encaminhado por uma fonte de confiança</p> <p>O investidor já está familiarizado com a reputação do empreendedor</p>
Características do produto/serviço	<p>O produto é patenteado ou pode ser protegido de outra forma</p> <p>O produto goza de aceitação demonstrada no mercado</p> <p>O produto foi desenvolvido até ao ponto de um protótipo funcional</p> <p>O produto pode ser descrito como “alta tecnologia”</p>
Características do mercado	<p>O mercado alvo goza de uma taxa de crescimento significativa</p> <p>O empreendimento irá estimular um mercado existente</p> <p>O empreendimento está numa indústria com a qual o investidor está familiarizado</p> <p>Existe pouca ameaça de concorrência durante os primeiros três anos</p> <p>O empreendimento irá criar um novo mercado</p>
Considerações financeiras	<p>O investidor exige um retorno igual a pelo menos 10 vezes o seu investimento dentro de 5-10 anos</p> <p>O investidor requer um investimento que possa ser facilmente liquidado (por exemplo, tornado público ou adquirido)</p> <p>O investidor exige um retorno igual a pelo menos 10 vezes o seu investimento dentro de pelo menos 5 anos</p> <p>O investidor não espera fazer investimentos subsequentes</p> <p>O investidor não irá participar nas posteriores rondas de investimento (requer a sua participação na ronda inicial de investimento)</p>
Equipa do empreendimento	<p>O empreendimento é iniciado por uma pessoa com a experiência relevante para a sua ideia</p> <p>O empreendimento é iniciado por mais do que um indivíduo, cada um com experiência relevante semelhante</p> <p>O empreendimento é iniciado por mais de um indivíduo, os indivíduos constituem uma equipa de gestão funcionalmente equilibrada</p> <p>Nenhum dos elementos acima referidos é essencial para que o empreendimento avance</p>

Fried e Hisrich (1994)

Conceito	Potencial significativo para o crescimento dos ganhos Ideia de negócio “Vantagem competitiva” substancial Requisitos gerais de capital razoáveis
Gestão	Integridade pessoal Desempenho em empregos anteriores Capacidade realista de identificar riscos Trabalhador Flexível Conhecimento profundo do negócio Capacidade de liderança Conhecimentos gerais de gestão
Retornos	Oportunidade de saída Potencial para uma elevada taxa de retorno Potencial para um elevado retorno absoluto

Kaplan e Strömberg (2000)

Análise de mercado
Tecnologia
Cliente
Concorrência
Equipa de gestão
Projeções financeiras e Estratégias de saída

Pintado et al. (2007)

Proprietário	Honestidade e integridade Conhecimento do setor Experiência de trabalho Equipa de gestão Capacidade de liderança Compreende os objetivos da empresa
Produto	Sucesso comprovado do produto Fase do ciclo de vida do produto Estratégia de <i>marketing</i> Produto de alta tecnologia
Mercado	Mercado alvo tem uma elevada taxa de crescimento potencial Empresa capaz de criar um novo mercado para o produto Elevada taxa de crescimento potencial de potenciais clientes Experiência da empresa de capital de risco no mercado

Zhang (2012)

Gestão	Qualidade da gestão e dos funcionários chave Planeamento e prestação de contas Compensação Gestão da informação e divulgação
Operação	Plano de receitas/rentabilidade Gestão das despesas Planos operacionais Qualidade e eficiência do processo
Estratégia	Tendências de mercado Posição competitiva Estratégia de crescimento Gestão de clientes
Transações	Realização de valor Aquisições adicionais acumuladas Saída (<i>timing</i> previsto)
Custo	Custo de financiamento Relação <i>input-output</i> Estrutura de ativos

Nunes et al. (2014)

Personalidade do empreendedor e equipa de gestão	Honestidade e integridade Visão a longo prazo Capacidade de reação e avaliação do risco Capacidade de realizar um esforço contínuo e intenso Capacidade para aumentar a empatia com os capitalistas de risco Favorável a sugestões e críticas Desejo de ganhar dinheiro Atenção aos detalhes
Experiência do empreendedor e equipa de gestão	Focado e familiarizado com os objetivos de mercado da empresa Conhecimento do setor Capacidade de organizar a equipa de gestão Competências técnicas Competências de gestão Experiência profissional Referências de outros Histórico educacional Capital disponível do empreendedor
Mercado	Taxa de crescimento do mercado alvo Fácil acesso aos canais de distribuição e fornecedores Barreiras à entrada de novos produtos

	<p>Capacidade da empresa para criar um novo mercado para o produto ou serviço</p> <p>Concorrência mínima nos primeiros três anos</p> <p>Capitalistas de risco familiarizados com o mercado dos produtos</p> <p>Tamanho do mercado</p>
Produto	<p>Potencial mercado externo</p> <p>Produto com aceitação demonstrada no mercado</p> <p>Empresa proprietária da patente</p> <p>Disponibilidade de matérias primas</p> <p>Inovação no processo de produção</p> <p>Produto desenvolvido a ponto de um protótipo</p> <p>Exclusividade do produto</p> <p>Produto de alta tecnologia</p>
Aspectos financeiros	<p>Taxa de retorno esperada</p> <p>Facilidade de saída</p> <p>Custos de estrutura</p> <p>Período para atingir um nível de equilíbrio</p> <p>Dimensão do investimento</p> <p>Período para reembolsar</p> <p>Capacidade de obter financiamento complementar</p> <p>Sinergia com os atuais investimentos dos capitalistas de risco</p>
Outros aspectos	<p>Qualidade do plano de negócios</p> <p>Intuição dos capitalistas de risco</p> <p>Sensibilidade aos ciclos económicos</p> <p>Capacidade de produção</p> <p>Localização geográfica</p>

Zinecker e Bolf (2015)

Produto	<p>Exclusividade do produto</p> <p>Potencial global do produto</p> <p>Vantagem competitiva do produto</p> <p>Ciclo de vida do produto</p>
Qualidade da gestão	<p>Gestão experiente e qualificada</p> <p>Reputação da gestão</p> <p>Simpatias pessoais à gestão</p> <p>A gestão é comunicativa</p> <p>Experiência com a indústria</p>
Critérios financeiros	<p>Potencial de elevados retornos</p> <p>Potencial de saída antecipada</p> <p>Continuidade ao portfolio da empresa</p> <p>Baixos requisitos de capital</p> <p>Baixos custos de comercialização e produção</p> <p>Baixo nível de custos de monitorização e administração</p>

Critérios de mercado	Procura para o produto Tamanho do mercado e o seu crescimento
----------------------	--

Anexo C. Lista das Sociedades de Capital de Risco Registadas na CMVM

Sociedades de Capital de Risco

ActiveCap – Capital Partners SCR, SA
Alpac Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Atena Equity Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Atlantic Premium Capital Partners – SCR, SA
BCP Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Bem Comum – Sociedade de Capital de Risco, SA
Beta – Sociedade de Capital de Risco, SA
BIZ Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Blue Catching – Sociedade de Capital de Risco, SA
Bluecrow – Sociedade de Capital de Risco, SA
Bright Ventures Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Bynd Venture Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
CA Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Caixa Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Capital Criativo – Sociedade de Capital de Risco, SA
Celtis Venture Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Change Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Core Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Crest Capital Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Critical Ventures – Sociedade de Capital de Risco, SA
Draycott – Sociedade de Capital de Risco, SA
EDP Ventures – Sociedade de Capital de Risco, SA
ERIGO – Sociedade de Capital de Risco, SA
Explorer Investments – Sociedade de Capital de Risco, SA
Faber Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Fund Box – Sociedade de Capital de Risco, SA
Golden Monarque – Sociedade de Capital de Risco, SA
Grande Enseada Capital Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Grosvenor House of Investments – Sociedade de Capital de Risco, SA
Growth Partners Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Haitong Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA

HCapital Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Hovione Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Iberis Semper – Sociedade de Capital de Risco, SA
Índico Capital Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Inter Risco – Sociedade de Capital de Risco, SA
ISQ – Sociedade de Capital de Risco, SA
Lean Company Ventures – Sociedade de Capital de Risco, SA
Lince Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Magnify Afterburner Capital Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Menlo Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Naves – Sociedade de Capital de Risco, SA
Novabase – Sociedade de Capital de Risco, SA
Onetier Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
Optime Investments – Sociedade de Capital de Risco, SA
Phyxius – Sociedade de Capital de Risco, SA
Portugal Capital Ventures – Sociedade de Capital de Risco, SA
Quadrantis Capital – Sociedade de Capital de Risco, SA
Vallis Capital Partners – Sociedade de Capital de Risco, SA
2bpartner – Sociedade de Capital de Risco, SA

Fonte: CMVM (2020a)

Anexo D. Lista das Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco Registadas na CMVM

Sociedades Gestoras de Fundos de Capital de Risco

Armilar Ventures Partners – Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco, SA

ECS – Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco, SA

OXY Capital – Sociedade Gestora de Fundos de Capital de Risco, SA

Fonte: CMVM (2020b)

Anexo E. Guião das Entrevistas

No âmbito da realização de uma Dissertação do Mestrado em Gestão do Iscte-iul, serve a presente entrevista como um dos momentos de investigação, sobre a temática “*Processo de Investimento em Startups*”. A principal finalidade da entrevista é analisar o processo de tomada de decisão das sociedades de *venture capital*.

Desta forma, pretende-se obter uma melhor compreensão do modo como os investidores avaliam e selecionam as *startups* em que têm interesse investir, uma vez que se trata de um assunto sobre o qual existe falta de conhecimento na literatura.

A entrevista

Parte 1: Apresentar o tema e fornecer informação referente à finalidade da entrevista, de modo a motivar o entrevistado a participar e realçando a importância da sua colaboração; recolher informações sobre os entrevistados e as sociedades de *venture capital*;

Parte 2: Perguntas de resposta aberta, específicas ao tema “*Processo de Investimento em Startups*”;

Parte 3: Conclusão e agradecimento.

Objetivos

A entrevista a realizar, baseada neste guião, tem como objetivo específico abordar o processo de tomada de decisão dos investidores em relação aos investimentos em *startups*.

Assim sendo, procura-se clarificar o processo complexo de avaliar uma *startup*. Pretende-se ainda averiguar as etapas envolvidas neste processo, bem como o(s) método(s) que o entrevistado considera adequado(s) para avaliar este tipo de empresas, bem como os critérios considerados nesta mesma avaliação. Por fim, tenciona-se abordar as dificuldades existentes em avaliar *startups*.

Questões

Quais as principais características do processo de tomada de decisão em relação a *startups*? Em que etapas se divide o processo de investimento?

Qual a duração média do processo de avaliação de uma *startup*?

Que método(s) é utilizado para avaliar uma *startup*?

O(s) método(s) de avaliação utilizado(s) difere(m) consoante o tipo de *startups* a avaliar?

Que critérios são utilizados para avaliar uma *startup*? Em média quantos critérios são utilizados? Quais os critérios com maior peso?

Qual a interação com uma *startup* depois de investir na mesma? Qual o papel do investidor enquanto apoio deste tipo de empreendimento?

Que dificuldades existem ao avaliar *startups*?