



INSTITUTO  
UNIVERSITÁRIO  
DE LISBOA

---

## **O Impacto que os *Business Angels* têm no Desenvolvimento de *Start-ups***

Diogo Filipe Marques Murteira

Mestrado em Gestão

Orientador:

Professor Doutor Joaquim Paulo Viegas Ferreira de Carvalho,  
Professor Auxiliar Convidado

Iscte – Instituto Universitário de Lisboa

Co-Orientador:

Doutor Rui Manuel Falcão Guerreiro Escorrega

Outubro, 2024



BUSINESS  
SCHOOL

---

Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

**O Impacto que os *Business Angels* têm no Desenvolvimento de *Start-ups***

Diogo Filipe Marques Murteira

Mestrado em Gestão

Orientador:

Professor Doutor Joaquim Paulo Viegas Ferreira de Carvalho,  
Professor Auxiliar Convidado

Iscte – Instituto Universitário de Lisboa

Co-Orientador:

Doutor Rui Manuel Falcão Guerreiro Escorrega

Outubro, 2024

## AGRADECIMENTOS

Esta dissertação representa o culminar de um trabalho árduo, marcado por desafios e conquistas, que só foi possível concretizar graças ao apoio e à confiança de várias pessoas que estiveram ao meu lado em cada etapa deste longo caminho. A todas essas pessoas gostaria de expressar o meu sincero agradecimento.

Primeiramente, agradeço à minha família, pelo apoio incondicional, pela paciência infinita, por me encorajarem constantemente e por poder contar sempre com vocês ao longo de todo o meu trajeto académico.

Aos meus amigos, agradeço pelo companheirismo, por todo apoio e por cada momento que tornou esta jornada mais leve.

Agradeço, também, a todos os *Business Angels* e empreendedores que, de forma generosa, aceitaram participar neste estudo. A concretização desta dissertação só se tornou possível graças à vossa contribuição.

Ao Doutor Alcino Pascoal, um sincero agradecimento pela sua prestabilidade e simpatia, que possibilitaram o contacto com o Doutor Rui Falcão, o meu co-orientador, cuja orientação foi crucial para o desenvolvimento deste trabalho.

Expresso a minha especial gratidão aos meus orientadores, Professor Doutor Paulo Viegas de Carvalho e Doutor Rui Falcão, pelo suporte incansável e orientação dada ao longo de todo este processo, bem como pela confiança depositada em mim. Estendo ainda este meu agradecimento ao meu antigo orientador, Professor Doutor António Freitas Miguel, cuja orientação inicial foi muito importante para a realização desta dissertação.

À minha namorada, Beatriz, que esteve ao meu lado em todos os momentos desta jornada, deixo o meu mais profundo e especial agradecimento. O teu apoio constante, a tua compreensão e toda a motivação que me deste para concluir esta jornada foram vitais em cada fase. Este trabalho não teria sido possível realizar sem o amor e o suporte incondicional que recebi de ti, pelos quais serei eternamente grato.



## RESUMO

A presente dissertação explora o impacto que os *Business Angels* (*BAs*) têm no desenvolvimento de *start-ups*, analisando como esses investidores influenciam o crescimento dessas empresas. Os *BAs* fornecem capital e apoio às *start-ups*, promovendo mentoria ativa e conectando-as às suas redes de contactos, o que contribui para o desenvolvimento e sucesso das mesmas. Este estudo investiga como o envolvimento ativo e a experiência dos *BAs* podem influenciar positivamente o desenvolvimento das *start-ups*, principalmente nas suas fases iniciais, *pre-seed* e *seed*. A pesquisa adota uma abordagem qualitativa e foi conduzida através de 14 entrevistas semi-estruturadas, onde foram entrevistados 9 *BAs* e 5 empreendedores, com o objetivo de colher dados e obter uma visão mais abrangente sobre o papel desempenhado pelos *BAs* nas *start-ups* e como os mesmos influenciam determinados fatores-chave que impactam o desenvolvimento das *start-ups*.

**Palavras-Chave:** *Business Angels*, *Start-ups*, Capital de Risco Informal, Financiamento, Mentoria

**Classificação JEL:** G24, L26



## **ABSTRACT**

This dissertation explores the impact that Business Angels (BAs) have on the development of start-ups, analyzing how these investors influence the growth of these companies. BAs provide capital and support to start-ups, providing mentoring and connecting them to their networks, which contributes to their development and success. This study investigates how the active involvement and experience of BAs can positively influence the development of start-ups, especially in their early, pre-seed and seed phases. The research adopts a qualitative approach and was conducted through 14 semi-structured interviews, where 9 BAs and 5 entrepreneurs were interviewed, with the aim of gathering data and obtaining a more comprehensive view of the role played by BAs in start-ups and how they influence certain key factors that impact the development of start-ups.

**Keywords:** Business Angels, Start-ups, Informal Venture Capital, Financing, Mentoring

**JEL Classification System:** G24, L26



## ÍNDICE

AGRADECIMENTOS.....	i
RESUMO .....	iii
ABSTRACT .....	v
GLOSSÁRIO .....	ix
Glossário de Siglas.....	ix
1. INTRODUÇÃO .....	1
1.1. Problema de Investigação .....	1
1.2. Objetivos .....	2
2. REVISÃO DE LITERATURA .....	3
2.1. Capital de Risco .....	3
2.2. <i>Business Angels</i> .....	4
2.2.1. A origem do termo “ <i>Business Angels</i> ” .....	4
2.2.2. Conceito de “ <i>Business Angels</i> ” .....	4
2.2.3. Redes de <i>Business Angels</i> .....	5
2.2.4. Tipos de <i>Business Angels</i> e as suas características .....	6
2.2.5. Motivos para ao <i>Business Angels</i> investirem .....	7
2.2.6. Quando, onde e como os <i>Business Angels</i> investem.....	9
2.2.7. Setores em que os <i>Business Angels</i> têm mais interesse .....	12
2.2.8. Principais fatores para os <i>Business Angels</i> terem sucesso nos seus investimentos.....	14
2.2.9. Relacionamento entre os <i>Business Angels</i> e as Empresas do seu Portefólio .....	15
2.2.10. O Envolvimento e Impacto dos <i>Business Angels</i> no Pós-Investimento .....	15
2.2.11. Desafios no Mercado de Investimento Anjo.....	16
2.2.12. Saída dos <i>Business Angels</i> .....	17
2.3 <i>Start-ups</i> .....	18
2.3.1. A origem do termo “ <i>Start-up</i> ” .....	18
2.3.2. Conceito de “ <i>Start-up</i> ” .....	18
2.4. Relacionar conceitos .....	19
2.4.1. O papel dos <i>Business Angels</i> nas <i>start-ups</i> .....	19
3. PROPOSIÇÕES .....	21
4. METODOLOGIA .....	23
4.1 Introdução .....	23
4.2 Metodologia e Tipos de Abordagens de Pesquisa Adotados .....	23
4.3 Colheita de Dados .....	27
4.4 Análise de Dados.....	28

5. RESULTADOS E DISCUSSÃO .....	29
5.1 Apresentação e Análise dos Resultados .....	29
5.1.1 <i>Business Angels</i> .....	29
5.1.1.1 Caracterização do Perfil dos <i>Business Angels</i> .....	29
5.1.1.2 Processo de Seleção de <i>Start-ups</i> e Critérios de Investimento .....	30
5.1.1.3 Expectativas Financeiras e Estratégias de Investimento .....	32
5.1.1.4 O Papel dos <i>Business Angels</i> e Avaliação do Desempenho dos seus Investimentos ....	33
5.1.1.5 Planejamento Futuro e Saída das <i>Start-ups</i> .....	37
5.1.2 Empreendedores .....	38
5.1.2.1 Caracterização do Perfil dos Empreendedores .....	38
5.1.2.2 Investimento dos <i>Business Angels</i> .....	38
5.1.2.3 Papel e Envolvimento dos <i>Business Angels</i> .....	39
5.1.2.4 Relação com os <i>Business Angels</i> .....	40
5.1.2.5 Planejamento Futuro e de Saída dos <i>Business Angels</i> .....	41
5.2 Discussão dos Resultados .....	41
5.2.1 Proposição 1: “ <i>Business Angels</i> com uma boa rede de contactos têm mais facilidade em atrair financiamento adicional para as <i>start-ups</i> ” .....	41
5.2.2 Proposição 2: “Os <i>Business Angels</i> ativos têm um impacto maior no desenvolvimento das <i>start-ups</i> do que os <i>Business Angels</i> passivos” .....	42
5.2.3 Proposição 3: “A experiência dos <i>Business Angels</i> influencia positivamente a sobrevivência e o crescimento das <i>start-ups</i> que os mesmos financiam” .....	44
5.2.5 Problema de Investigação: “Qual é o impacto real dos <i>Business Angels</i> no desenvolvimento de <i>start-ups</i> ?” .....	45
6. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES .....	49
6.1 Principais Conclusões do Estudo .....	49
6.2 Implicações para a Prática .....	50
6.3 Limitações de Pesquisa e Sugestões para Investigações Futuras .....	51
FONTES .....	53
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFIAS .....	55
ANEXOS .....	61
Anexo A: Requerimento de Consentimento para a Participação e Gravação de Áudio .....	61
Anexo B: Guiões das Entrevistas aos Empreendedores .....	63
Anexo C: Guião da Entrevista aos <i>Business Angels</i> .....	68

## GLOSSÁRIO

### Glossário de Siglas

*BA – Business Angel*

*IPO – Initial Public Offering*



## 1. INTRODUÇÃO

Os *Business Angels (BAs)* desempenham um papel crucial ao investirem capital nas *start-ups*, especialmente nas fases iniciais, *pre-seed* e *seed* (Shane, 2008; Ramadani, 2009; EBAN, 2018). Estes investidores, para além de investirem o seu capital também apoiam as *start-ups* em que investem através de mentoria, conselhos, conhecimentos especializados e ligação às suas redes de contactos (EBAN, 2023). O conceito de *BA*, como conhecemos atualmente, surgiu a partir de um estudo realizado por Wetzel em 1978. Nesse estudo o autor observou como os empreendedores e empresários obtinham capital para começar os seus negócios e passou a utilizar o termo “*angel*” para designar os indivíduos que investiam nesses negócios (*The Economist*, 2006 citado em Vasilescu, 2009).

A literatura destaca que o envolvimento ativo dos *BAs* pode agregar valor às *start-ups*, melhorando as suas chances de sucesso e crescimento (Hüsler & Platzer, 2014; Lodefalk & Andersson, 2023; Macht, 2006). Estes investidores contribuem para o crescimento das *start-ups*, desempenhando diversas atividades, como auxílio no desenvolvimento de estratégias, participação no conselho de administração, fornecimento de mentoria e construção de redes de contactos para as *start-ups* (Macht, 2006). Contudo, o envolvimento por parte dos *BAs* pode ser prejudicial para o desenvolvimento das *start-ups*, levando a conflitos com os fundadores. Assim sendo, torna-se essencial estabelecer desde o início da relação as expectativas e os limites deste envolvimento (Collewaert, 2012).

Esta dissertação adota uma abordagem qualitativa, onde foram realizadas entrevistas a *BAs* e empreendedores, de modo a ser possível obter uma visão mais abrangente sobre o problema de investigação.

### 1.1. Problema de Investigação

O financiamento de *start-ups* por meio de *BAs* tem sido cada vez mais comum nestes últimos anos. Embora existam alguns estudos sobre o financiamento de *start-ups* através de *BAs*, ainda existe uma lacuna no que diz respeito ao impacto concreto que os *BAs* têm no desenvolvimento de *start-ups*.

Por este motivo, esta dissertação visa preencher essa mesma lacuna, explorando o seguinte problema de investigação: “Qual é o impacto real dos *Business Angels* no desenvolvimento de *start-ups*?”

Este problema de investigação é atual e importante por várias razões, que irei mencionar de seguida.

Atualmente, têm surgido cada vez mais *start-ups* e é de extrema importância compreender os fatores que contribuem para o seu sucesso. Os *BAs* através dos seus investimentos e conhecimentos, são fundamentais para o crescimento do ecossistema empreendedor. Embora haja um reconhecimento geral sobre a importância dos *BAs*, existe uma falta de estudos que demonstrem efetivamente e de forma clara o impacto que estes investidores têm no sucesso e crescimento das *start-ups*. Por isso, este estudo é importante e pode fornecer dados concretos que ajudem a preencher esta lacuna.

Outro ponto positivo deste problema de investigação é que permite aos empreendedores que procuram financiamento para as suas *start-ups*, entender melhor como os *BAs* podem impactar o desenvolvimento e o crescimento dos seus negócios. Do mesmo modo, potenciais *BAs* também podem utilizar as conclusões deste estudo para aprimorar as suas estratégias de investimento.

Por último, as *start-ups* com sucesso contribuem para o desenvolvimento económico, logo é relevante compreender o impacto que os *BAs* têm nas mesmas, de modo a maximizar esses benefícios.

## **1.2. Objetivos**

Através desta dissertação, pretende-se abordar de forma aprofundada o problema de investigação mencionado anteriormente. Deste modo, o principal objetivo desta dissertação é explorar o impacto que os *BAs* têm no desenvolvimento de *start-ups*, mas para atingir o objetivo principal é necessário atingir primeiro os seguintes objetivos específicos:

I) Compreender de forma clara os estudos efetuados nesta área e ao mesmo tempo desenvolver conhecimento sobre a mesma.

II) Perceber qual é o impacto real dos *Business Angels* nas *start-ups*, de acordo com a perspetiva dos *Business Angels* e dos Empreendedores.

III) Averiguar quais são os fatores-chave que os *Business Angels* influenciam no desenvolvimento das *start-ups*.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1. Capital de Risco

O capital de risco surgiu pela primeira vez na Roma Antiga, cerca de cem anos antes de Cristo e desde essa época, este meio de financiamento tem desempenhado um papel importante ao longo da história, ajudando a financiar os descobrimentos marítimos portugueses, a revolução industrial inglesa e o processo de industrialização americana (Caetano, 2013).

A primeira vez que o termo “capital de risco” foi usado da maneira que se reconhece hoje, foi em 1938, quando o *Wall Street Journal* definiu capital de risco como um investimento sem garantia definitiva de que os fundos irão gerar, desde início, um retorno que corresponda ao montante investido (Kenney, 2011).

O financiamento através de capital de risco pode ser realizado de maneira formal ou informal, caso seja efetuado de maneira formal, os *venture capitalists* angariam fundos através de vários investidores e posteriormente tomam as decisões de investimento (Argerich et al., 2013). Estes são investidores corporativos que fornecem capital de longo prazo a empresas não cotadas com potencial de crescimento, com o objetivo de obter um retorno financeiro que suporte o risco e a falta de liquidez envolvidos no investimento (Mason e Harrison, 1994).

No caso do capital de risco informal, os investidores informais, designados por *BAs* é que decidem diretamente em quais empreendimentos é que vão investir (Argerich et al., 2013).

Morita (2018) refere que os *venture capitalists*, são intermediários financeiros que necessitam obrigatoriamente de estar registados nos seus reguladores, que são a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em Portugal e a *U. S. Securities and Exchange Commission (SEC)* nos Estados Unidos da América. Os *BAs*, por sua vez, não necessitam de estar regulados nem institucionalizados, assim os *BAs* podem investir individualmente ou por meio de sindicância, apenas sob a regulamentação geral do governo, mas sem a obrigação de seguir outras regras institucionais.

Os mercados de capital de risco, tanto formais quanto informais, devem ser considerados como complementares, pois apresentam benefícios mútuos reconhecidos. O capital de risco formal ajuda o capital de risco informal, uma vez que ao investir em fases mais avançadas, frequentemente proporciona uma oportunidade de “saída” aos investidores informais. Por outro lado, os *BAs* facilitam o crescimento inicial das empresas e por este motivo aumentam a possibilidade de posteriormente estas empresas serem apoiadas por sociedades de capital de risco (Lopes, 2018).

## **2.2. Business Angels**

### **2.2.1. A origem do termo “Business Angels”**

O termo “*Business Angels*” surgiu no final do século dezanove, na *Broadway*, em *Midtown Manhattan*. Este termo, nessa época era utilizado para descrever investidores abastados que financiavam peças musicais e de teatro. Estes investidores faziam estes investimentos não apenas pela sua paixão pelo teatro, como também pela oportunidade de conhecer e conviver com os atores, escritores e produtores famosos da época (Ramadani, 2009).

William Wetzel, professor da Universidade de *New Hampshire* e fundador do *Center for Venture Research*, realizou no ano de 1978, um estudo pioneiro acerca de como os empreendedores e empresários angariavam capital para arrancar os seus negócios e nesse estudo começou a utilizar o termo “*angel*” para descrever os indivíduos que investiam no negócio (*The Economist*, 2006 citado em Vasilescu, 2009). Foi desta forma, que o termo “*Business Angels*” começou a ficar conhecido no mundo inteiro e começou a ter o significado que conhecemos nos dias de hoje.

Os *BAs* foram essenciais para muitas empresas, numa fase inicial onde as empresas necessitavam de capital para se desenvolver. Algumas destas empresas tornaram-se bem-sucedidas e conhecidas a nível mundial, como é o caso da Ford e da Apple (Ramadani, 2009).

### **2.2.2. Conceito de “Business Angels”**

O conceito de “*Business Angels*” não tem apenas uma definição, pelo que existem algumas definições para o mesmo, embora estas não sejam muito divergentes umas das outras.

De acordo com Wetzel (1983), o mesmo definiu *BAs* como investidores interessados em investir no estágio inicial de desenvolvimento das empresas. Wetzel (1983), também mencionou que os *BAs* não podiam ser amigos, nem familiares dos fundadores da empresa em que iam investir.

Os *BAs* são normalmente indivíduos de meia-idade, que possuem bons estudos, têm experiência em negócios e um património considerável (Wetzel & Seymour, 1981).

O site oficial da Rede Europeia de Business Angels (EBAN, 2023), descreve os *BAs* como “Investidores privados que optam por fazer investimentos de arranque e de fase inicial em start-ups. Para além de investirem o seu capital, os *Business Angels* também apoiam as empresas que investem com mentoria e conselhos, conhecimentos especializados e ligações à rede.”.

Mason e Harrison (2008) indicam que uma definição simples que pode ser utilizada para descrever um *BA* é a de um indivíduo que age sozinho ou através de um sindicato formal ou informal, que investe o seu próprio capital diretamente numa empresa não cotada em bolsa, sem possuir qualquer ligação familiar com a mesma. Após o investimento, participa ativamente na empresa, podendo exercer funções como a de consultor ou membro do conselho de administração. Presume-se, geralmente, que estes investidores possuem um património líquido elevado, o que lhes permite realizar investimentos de alto risco (Mason & Harrison, 2008).

Segundo Shane (2008) um *BA* é um indivíduo que providência capital, tanto na forma de dívida como de capital próprio, através dos seus fundos, a uma empresa privada que é gerida por uma pessoa que não é membro da sua família nem seu amigo.

### **2.2.3. Redes de *Business Angels***

Cada vez mais se têm formado Redes de *BAs*, ao redor do mundo todo, mas com mais ênfase em regiões que têm um número reduzido de *BAs*. A criação destas Redes visa facilitar o encontro entre *BAs* e empreendedores com novas ideias. As Redes de *BAs* por si só, não efetuam investimentos ou tomam decisões sobre os mesmos (OECD, 2011).

Tal como mencionado anteriormente, também o website do EBAN citado em OECD (2011) reforça a ideia de que uma Rede de *BAs* é uma organização que tem como objetivo facilitar o encontro entre empreendedores que procuram financiamento e *BAs*, mas ainda acrescenta que as Redes de *BAs* tendem a manter-se neutras, sem avaliar os planos de negócio nem os *BAs*. Deste modo os *BAs* continuam a tomar as suas próprias decisões de investimento, sem que haja uma intervenção da Rede de *BAs*.

Além do que foi mencionado anteriormente, as Redes de *BAs* também desempenham um papel crucial no que diz respeito à resolução do problema de assimetria de informação, este problema é causado pelos elevados custos de pesquisa que os empreendedores e os *BAs* têm de suportar para se encontrarem (Mason e Harrison, 1999; Mason & Harrison, 2002; Mason, 2009; Wetzel, 1987).

Segundo Bilau e Sarkar (2016), as Redes de *BAs* podem facilitar o co-investimento entre vários *BAs*.

No entanto, a literatura existente sobre o papel das Redes de *BAs* apresenta resultados mistos (Bilau & Sarkar, 2016). Algumas pesquisas mostram que essas redes mobilizam capital e promovem investimentos (Harrison & Mason, 1996), enquanto outras indicam que as mesmas

não são uma fonte importante de investimento para a maioria dos *BAs* (Mason & Harrison, 2002).

#### **2.2.4. Tipos de *Business Angels* e as suas características**

A literatura não é muito clara em relação aos tipos de *BAs* que existem, uma vez que cada autor pode agrupar os *BAs* nas categorias que os mesmos criam. De modo a ser possível obter um maior conhecimento sobre os tipos de *BAs*, irei apresentar, como vários autores os classificam.

Segundo Sørheim e Landström (2001) os *BAs* podem ser agrupados da seguinte forma:

##### **A) Investidores *Lotto* (baixa competência e baixa atividade de investimento)**

São investidores que não têm muita experiência como empresários e acabam por se envolverem pouco nas empresas em que investem. Estes investidores tendem a ter menos rendimentos e património que os outros investidores (Sørheim & Landström, 2001).

Por este motivo, acabam por investir pequenas partes do seu capital em empresas que não estão cotadas na bolsa de valores. Este tipo de investidor acaba por não recorrer muito às Redes de *BAs*, acabando por usar mais os meios de comunicação social para recolher informações acerca de novos negócios. Como utilizam pouco as Redes de *BAs*, o co-investimento com outros investidores acaba por ocorrer poucas vezes (Sørheim & Landström, 2001).

##### **B) Traders (baixa competência e elevado nível de atividade)**

São investidores que não possuem muita experiência em gestão por isso não têm grande envolvimento nas empresas que investem, mas são bastante ativos investindo em média cerca de 5 vezes em 3 anos. O seu horizonte de investimento costuma ser à volta de 3 anos. Estes investidores normalmente possuem um rendimento e um património relativamente elevados, e costumam optar por investir em ações não cotadas na bolsa (Sørheim & Landström, 2001).

##### **C) Investidores Analíticos (elevado nível de competência e baixo nível de atividade)**

São investidores que possuem uma elevada experiência em gestão e empreendedorismo, mas são pouco ativos, investindo poucas vezes. Os amigos e colegas costumam ser uma boa fonte de informação, pois este tipo de investidor costuma gostar de investir juntamente com outros investidores. Estes investidores tendem a investir uma pequena parte do seu capital em empresas não cotadas na bolsa, por este motivo cerca de dois terços deste tipo de investidores optam por investir regionalmente num período de investimento inferior a 3 anos (Sørheim & Landström, 2001).

#### D) Os “Verdadeiros” *BAs* (elevado nível de competência e elevado nível de atividades)

São investidores que possuem um vasto conhecimento na área de gestão e do empreendedorismo, e são bastante ativos, normalmente investem cerca de 7 vezes num período de 3 anos. Grande parte das vezes, optam por investir com outros empresários, sendo que este tipo de investidor normalmente gosta de ser o investidor principal. As principais fontes de informação destes indivíduos costumam ser as Redes de *BAs* e raramente utilizam os meios de comunicação social para se informarem. De maneira geral, costumam participar ativamente nas empresas que investem, fazendo parte do conselho de administração ou então sendo consultores e normalmente o período de investimento é maior do que nos outros três tipos de investidores (Sørheim & Landström, 2001).

Ramadani (2009) através das suas pesquisas e dos seus estudos conseguiu agrupar os *BAs* em três tipos. Os *Angels* ativos, que têm experiência em investimentos e procuram por novos investimentos. Os *Angels* latentes, que são investidores que investiram no passado, mas não investem há pelo menos três anos. Por fim, descreve os *Angels* virgens, como investidores que ainda não fizeram o seu primeiro investimento.

Shane (2008) também definiu várias categorias para agrupar os *BAs*. Começou por dividir os *BAs* em certificados e não certificados, os *BAs* certificados cumprem os requisitos de acreditação da *SEC* (*Securities and Exchange Commission's*), já os não certificados não cumprem esses mesmos requisitos. Os *BAs* também são divididos como ativos e passivos, e ambos utilizam o seu capital para financiar uma empresa privada e gerida por outra pessoa, mas os *BAs* ativos investem tempo no desenvolvimento da empresa, enquanto os *BAs* passivos apenas investem o seu capital e não o seu tempo para desenvolverem a empresa (Shane, 2008). Por fim, este investigador reparte os *BAs* em individuais e membros de um grupo, os *BAs* individuais investem por conta própria, sem recorrerem a mais ninguém para investir em conjunto. Já os *BAs* membros de um grupo, fazem os seus investimentos em conjunto com outros empresários.

#### **2.2.5. Motivos para ao *Business Angels* investirem**

Numa visão mais atualizada e holística, Falcão et al. (2023) distingue os motivos para os *BAs* investirem de acordo com o valor de investimento percebido pelos mesmos, existindo seis dimensões: económica, funcional, emocional, autoestima, altruísta e empreendedora (Falcão et al., 2023).

No que diz respeito à dimensão económica, os *BAs* investem como forma de obter retornos financeiros significativos, normalmente investem cerca de 10% do seu capital disponível para investimento nesta atividade e esperam obter um retorno entre 20% e 30% sobre esses investimentos (Ramadani, 2009; Mason et al., 2022; Wiltbank, 2009). Segundo Falcão et al. (2023), a perspetiva de retornos financeiros é uma medida óbvia de sucesso e um componente essencial na motivação desses investidores. Embora a literatura frequentemente destaque o fator económico como a principal motivação para os *BAs* investirem (Morrisette, 2007; Croce et al., 2020). Os estudos realizados por Ramadani (2009) e Falcão et al. (2023), demonstram que existe uma grande variedade de fatores que motivam indivíduos a tornarem-se *BAs*, para além do fator económico.

Na dimensão funcional, os *BAs* investem através da conveniência e dos resultados do investimento (Falcão et al., 2023). Segundo Farquhar e Rowley (2009), a conveniência pode ser definida como um juízo feito pelos consumidores com base na sua perceção de controlo sobre a gestão, utilização e conversão do seu tempo e esforço para alcançar os objetivos associados ao acesso e utilização do serviço. Investir em *start-ups* não oferece apenas benefícios económicos, mas também a vantagem de manter uma atividade empreendedora de forma indireta, sem ser necessário despender tanta energia e tempo como quando se tem de iniciar e gerir um negócio desde o zero (Shane, 2008). Os *BAs* após terem trabalhado arduamente nas suas próprias empresas, procuram continuar a alimentar o espírito empreendedor, mas desta vez sem as responsabilidades ou a carga horária de trabalho exigente (Rose, 2014).

Relativamente à dimensão emocional, os *BAs* investem devido as experiências emocionais positivas ou aos estados afetivos gerados pelo ato de investir (Falcão et al., 2023).

Os *BAs* são muitas vezes motivados pela busca de sensações e muitas vezes priorizam o prazer de jogar o “jogo das *start-ups*”, em vez do lucro financeiro (Zuckerman & Aluja, 2015; Croce et al., 2020; Dorn et al. 2008; Dorn & Sengmueller, 2009). Reforçando esta ideia, outros estudos indicam que muitos *BAs* investem apenas pela realização emocional, procurando diversão e prazer, e consideram que investir é mais estimulante e excitante do que outros passatempos (Ramadani, 2009; Freear et al., 2002).

No que concerne à dimensão de autoestima, os *BAs* investem para causar uma impressão positiva e melhorar a sua reputação ao associar-se a *start-ups* de sucesso (Ramadani, 2009). Investimentos bem-sucedidos elevam a autoestima, pois o aumento da autoestima está associado a objetivos de autodesenvolvimento e crescimento profissional (Franić & Drnovšek, 2019; Irving & Williams, 1999; Benjamin & Margulis, 2005; Duxbury et al., 1996). Além disso,

a aprendizagem e o autodesenvolvimento são fatores que motivam os *BAs*, pois despertam a sua identidade e incentivam os mesmos a investir frequentemente (Preston, 2004).

Quanto à dimensão altruísta, os *BAs* investem para ajudar novos empreendedores a alcançar os seus sonhos e a não repetirem os mesmos erros que eles cometeram no passado, despendendo assim do seu tempo, dinheiro e experiência para que isso seja possível (Ramadani, 2009). Para além disso, os *BAs* também investem para criar empregos locais e por sua vez estimular a economia (Shane, 2008). *BAs* que são motivados por sentimentos de altruísmo, por norma sentem-se mais felizes e realizados quando podem usar o seu tempo e dinheiro para apoiar o empreendedorismo (Aknin et al., 2013; Hill & Power, 2002)

Por último, na dimensão empreendedora, os *BAs* investem devido à sua forte ligação ao espírito empreendedor e à satisfação que encontram no apoio ao desenvolvimento de novos negócios (Rose, 2014). Muitos *BAs* veem-se como empreendedores, co-criadores e co-fundadores de novos negócios, ao invés de apenas investidores financeiros, perpetuando assim o espírito de empreendedorismo (Fili & Grünberg, 2016). Estudos demonstram que os *BAs* e os empreendedores compartilham comportamentos semelhantes, como a procura ativa de novas oportunidades de negócio, a procura de soluções inovadoras, a disposição para assumir riscos elevados, a gestão de recursos e a adição de valor aos negócios (Filion, 2011; Lindsay & Craig, 2002; Politis, 2008).

### **2.2.6. Quando, onde e como os *Business Angels* investem**

Os investimentos efetuados pelos *BAs* visam preencher a “*Gap*” da oferta de capital, entre *Friends, Family and Fools* e o *Venture Capital* (Pereira, 2022).

Compreender o ciclo evolutivo de uma empresa, torna-se fundamental para entender a estratégia de investimento dos *BAs*.

O ciclo de vida de uma *start-up* tem seis fases, começando na fase *pre-seed* e acabando na fase *exit*, mas poucas são as *start-ups* que conseguem entrar na última fase, algumas empresas conhecidas que conseguiram passar pelas seis fases de desenvolvimento são o Facebook, a Uber, o Twitter, o LinkedIn e o Airbnb (Nichols, 2024).

A fase *pre-seed* é a primeira fase do ciclo de vida de uma *start-up* e é caracterizada pelo forte investimento em investigação, desenvolvimento e inovação para moldar a ideia de negócio (Escartín et al., 2020). Nesta fase, o desenvolvimento de *software* e a terceirização de serviços possibilitam uma redução de tempo e de custos, que é bastante importante nesta fase inicial visto que ainda não há clientes, logo não há nenhuma receita, existem apenas investimentos e

despesas (Escartín et al., 2020). É nesta fase que a incerteza sobre a sobrevivência da empresa é máxima.

Segundo Escartín et al. (2020), a fase *seed* é a fase em que a empresa tenta iniciar o projeto com um modelo de negócio adequado e eficiente. A empresa começa a operar, lança o produto ou serviço no mercado, valida a reação dos usuários e tenta atrair os primeiros clientes. A necessidade de financiamento é maior, e geralmente é nesta fase que se recorre ao financiamento através dos *BAs*, o critério de decisão de investimento é baseado na força da ideia do projeto e não tanto nas possibilidades de geração de fluxo de caixa futuro. As rondas de financiamento nesta fase, por norma variam entre €200.000,00 e €1.000.000,00, dependendo do potencial do projeto (Escartín et al., 2020).

A fase *early surge* após a superação do ponto de equilíbrio, onde as receitas cobrem todas as despesas da empresa, mas mesmo assim a empresa ainda enfrenta tensões de tesouraria e precisa de injeções de liquidez por parte de agentes externos (Escartín et al., 2020). Nesta fase, já é possível estimar a capacidade futura de geração de recursos da *start-up*, o que facilita a atração de novos investidores com maior capacidade e nível de profissionalização superior aos investidores anteriores. É neste momento que os fundos de *Venture Capital* entram nas *start-ups*, investindo grandes quantidades de capital em várias rondas de financiamento, com o objetivo de acelerar exponencialmente o crescimento da empresa (Escartín et al., 2020).

Em seguida a *start-up* avança para a fase *growth*, que surge após um rápido crescimento de receitas na fase anterior, nesta fase a *start-up* estabiliza as suas finanças, fideliza clientes e aumenta os seus rendimentos através da captação de novos clientes (Escartín et al., 2020). A *start-up* começa agora a ter a força financeira necessária para poder aceder a canais de financiamento mais tradicionais, por isso, nesta fase coexistem diversas fontes de financiamento (Escartín et al., 2020).

Na fase *expansion*, as vendas continuam a aumentar, embora exista uma desaceleração no crescimento (Caselli & Negri, 2018). No entanto, o fluxo de caixa e o lucro são positivos e crescentes (Caselli & Negri, 2018). Nesta fase, o negócio começa a expandir-se para novos mercados e setores, tornando-se mais fácil encontrar novos investidores, pois há confiança no sucesso da *start-up* (Nichols, 2024). Durante esta fase, a *start-up* pode adquirir outras empresas, desenvolver novas tecnologias e criar produtos complementares, solidificando a sua posição no mercado (Nichols, 2024).

A fase *exit* é a última fase do ciclo de vida de uma *start-up* e representa o culminar de todo o trabalho árduo (Nichols, 2024). Embora, cerca de 90% das *start-ups* falhem antes de alcançar o sucesso, uma em cada dez *start-ups* consegue chegar a esta fase (Escartín et al., 2020). Nesta

última fase, os investidores podem finalmente obter lucro, quer seja através da venda da *start-up* ou de uma *IPO*. Geralmente, é nesta fase que a empresa se torna conhecida em vários mercados e atinge um alcance global (Nichols, 2024).

De acordo com os estudos realizados por Ramadani (2009) e a EBAN (2018), os *BAs* têm mais interesse em investir nas fases iniciais das *start-ups*, conhecidas como *pre-seed* e *seed*, pois nestas fases os investidores podem ter um papel mais importante e ativo nos negócios.

Os *BAs* podem investir em qualquer setor, mas quando investem numa empresa normalmente a sua primeira preocupação é o potencial de crescimento da empresa e não o setor em que a mesma opera. Sendo que normalmente este tipo de investidor gosta de investir em áreas que possui algum conhecimento, de modo a poder dar um contributo mais amplo para o desenvolvimento da empresa (Gardner, 2003; Ramadani, 2009).

Os valores disponibilizados por *BAs* são superiores aos valores disponibilizados por *Friends, Family and Fools* e inferiores aos disponibilizados por *Venture Capital* (Pereira, 2022).

Em relação ao mercado europeu de *BAs*, os valores investidos em *start-ups* por parte dos *BAs* é na maior parte das vezes (em cerca de 48% dos casos) um valor entre os €100.000,00 e os €500.000,00, sendo que o valor médio investido em cada *start-up* é de €287.000,00. Cada Rede de *BAs* na Europa investe em média cerca de €4.697.000,00 e cada *BA* individualmente investe cerca de €26.100,00 (EBAN, 2022).

Na Europa o investimento anjo cresceu bastante desde o ano 2020 para o ano de 2021, tendo um crescimento de quase 90%, no ano de 2020 foram investidos cerca de €800.000.000,00, já no ano de 2021 foram investidos €1,456.000.000,00, estabelecendo assim um novo *record* de investimento feito por *BAs* num período de um ano. Este elevado crescimento registado de 2020 para 2021, deveu-se a alguns fatores. Em primeiro lugar, o acesso aos dados do investimento anjo foi melhorado, permitindo aumentar a capacidade de medir o mercado de investimento anjo “visível”, depois o investimento anjo também se tornou mais popular na Europa, o que fez com que mais investidores se interessassem por este mercado e por último as Redes de *BAs* europeias têm feito um grande trabalho, que ajuda o mercado de investimento anjo na Europa a crescer (EBAN, 2022).

Portugal no ano de 2021 possuía sete Redes de *BAs* e cerca de quinhentos *BAs*, cada Rede investiu nesse mesmo ano uma média de €1.940.000,00, totalizando assim cerca de €13.600.000,00 investidos em Portugal no mercado de investimento anjo no ano de 2021, o que representou um aumento de investimento anjo em Portugal de quase 60% em relação ao ano anterior (EBAN, 2022).

Nos Estados Unidos da América, o valor médio investido em cada *start-up* por parte dos *BAs* é cerca de €275.000,00, um valor ligeiramente inferior ao que é normalmente investido na Europa. Mas em contrapartida, cada Rede de *BAs* por ano investe cerca de €4.843.000,00 e cada *BA* individualmente investe cerca de €42.900,00, sendo estes valores superiores aos verificados na Europa (ACA, 2022).

Portanto, ao contrário dos *Venture Capitalists*, cujo capital é alheiro e geralmente proveniente de fundos de investimento que estes têm a responsabilidade de gerir, os *BAs* põem "em risco" valores elevados que representam uma parte significativa do seu *net worth* (Pereira, 2022).

Num estudo realizado pela *Angel Capital Association* (ACA) nos Estados Unidos da América, foi possível retirar várias conclusões interessantes sobre o investimento anjo. Em média, o retorno dos investimentos dos anjos é cerca de 2.6 vezes o capital investido dentro de um período de três anos e meio, neste estudo também se verificou que em 52% das saídas de investimentos retornou menos capital do que aquele que foi investido inicialmente, mas para compensar este prejuízo, em cerca de 7% das saídas de investimento foi possível obter um retorno financeiro de mais de dez vezes o capital investido inicialmente. Assim sendo, mesmo que a maior parte dos investimentos produza resultados negativos, a minoria dos investimentos que são bem-sucedidos, conseguem fazer com que a média dos retornos por investimento seja positiva (OECD, 2016; Pereira, 2022).

Embora não exista muita informação sobre as condições de investimento utilizadas pelos *BAs*, através dos poucos dados disponíveis é possível concluir que em grande parte das vezes os investimentos dos *BAs*, são efetuados através da compra de ações ordinárias da empresa que pretendem investir, estas ações permitem que os mesmos possam exercer direito ao voto nas assembleias de acionistas e assim possuam um poder maior nas decisões de gestão da empresa (Shane, 2008).

### **2.2.7. Setores em que os *Business Angels* têm mais interesse**

De acordo com o estudo realizado por Mason e Harrison (2002), foi possível retirar algumas conclusões sobre as preferências setoriais dos *BAs*. Neste estudo as preferências setoriais dos *BAs* foram muito precisas, em vez de abordarem amplamente os variados setores da indústria. Assim sendo, este estudo concluiu que quatro em cada dez investidores têm um grande interesse no setor das Tecnologias da Informação e Telecomunicações, mas por outro lado, não têm tanto interesse nos setores de Multimídia e Biotecnologia. Estas preferências de setor estão muitas

vezes associadas ao nível de conhecimento que os *BAs* têm nessas áreas, tanto que seis em cada dez investidores, mencionam que a sua capacidade de investir é limitada pela sua falta de conhecimento da indústria, tecnologia e mercado, por este motivo os *BAs* rejeitam em média cerca de 80% das propostas que recebem. Outra das razões da preferência de alguns setores face a outros (como por exemplo a biotecnologia) prende-se com o tempo que *start-ups* destas áreas podem demorar a atingir o *break-even*, e o enorme esforço financeiro necessário para a aquisição de equipamentos, certificações e autorizações

Um estudo realizado no Canadá por Haines Jr. et al. (2003) constatou que 42% dos investimentos efetuados pelos investidores analisados na amostra foram realizados no setor das Tecnologias da Informação e do Conhecimento. Para uma minoria destes investidores, o produto ou a tecnologia do projeto a ser financiado é mais importante do que a equipa, pois, os mesmos acreditam que podem sempre ajustar a equipa e assim tornar o projeto bem-sucedido. Por este motivo, estes investidores valorizam essencialmente as novas oportunidades e os produtos ou tecnologias inovadoras, visto que estes fatores não podem ser alterados e ajustados ao contrário da equipa.

Dados mais recentes sobre os setores de investimento dos *BAs* na Europa no ano de 2021, mencionam que a *Fintech* pelo terceiro ano seguido foi o setor de investimento preferido dos *BAs*, seguido pelo setor da saúde que teve um grande crescimento neste ano, ultrapassando o setor de *Enterprise Software*, que continua em declínio ano após ano. Outro setor que teve um crescimento notável foi o setor de alimentos, que se continuar a seguir as tendências observadas até agora, prevê-se que cresça bastante nos próximos anos (EBAN, 2022).

Em Portugal, através de um inquérito foi possível perceber que as Redes de *BAs* portuguesas têm interesse em diversos setores de atividade, sendo que o setor que despoletou maior atenção por parte destas Redes de *BAs* foi o setor de Informação e Comunicação, seguido por três setores que se destacaram de forma semelhante, o setor de Agricultura e Produção Animal, o setor das Indústrias Transformadoras e o setor da Eletricidade e Gás (Sousa, 2014).

Um estudo recentemente realizado pela *Angel Capital Association* (ACA) nos Estados Unidos da América relativamente ao ano de 2021, destaca que os *BAs* concentram a maioria dos seus investimentos, aproximadamente 72% em dois setores, nomeadamente no setor de Cuidados de Saúde em que investem 35% das vezes e no setor de Tecnologia da Informação em que investem 37% das vezes. Assim, esses dois setores emergem como os favoritos dos *BAs* nos Estados Unidos (ACA, 2022).

### 2.2.8. Principais fatores para os *Business Angels* terem sucesso nos seus investimentos

Segundo a OECD (2011), existem alguns fatores-chave que são importantes para que os *BAs* tenham sucesso nos seus investimentos.

A experiência é um fator muito importante, pois empresários de sucesso e experientes que se tornam *BAs* acabam por não investir apenas monetariamente na empresa, como também compartilham a sua experiência e conhecimento com os empreendedores, de modo a ajudá-los a construir as suas empresas. A importância da *due diligence* antes do investimento em *start-ups* é destacada, embora seja reconhecido que pode ser desafiadora devido à falta de dados disponíveis e demorada pela quantidade de verificações necessárias. Muitas vezes os *BAs* saltam esta etapa e acabam por investir com base no seu instinto, mas já foram efetuados estudos neste sentido e demonstraram que através da *due diligence* os *BAs* conseguem obter melhores retornos financeiros nos seus investimentos (OECD, 2011).

Investir apenas em setores em que o *BA* tem experiência é uma prática vantajosa, pois existe uma correlação positiva entre a experiência no setor e os retornos do investimento. Quando o *BA* decide investir em áreas fora da sua especialização, por norma há uma maior probabilidade de tomar uma má decisão e tem mais dificuldade em contribuir para o sucesso da empresa que investiu. Quando os *BAs* têm um portefólio de investimento diversificado, eles também podem reduzir o risco de perda, pois investirão em várias empresas em vez de apenas uma. Fazendo isso, terão mais chances de obter um retorno financeiro com seus investimentos, ao mesmo tempo em que distribuem os riscos pelo seu portefólio todo. A importância contínua da formação, mentoria e *coaching* para novos *BAs* é ressaltada, especialmente para manter um *pipeline* de investidores ativo (OECD, 2011).

Para que o modelo de investimento anjo funcione, é necessário um ecossistema empreendedor saudável, sem esse ecossistema, os esforços para expandir esse mercado podem ser ineficazes. Num ecossistema que funciona bem o capital humano e as relações entre os principais intervenientes são responsáveis por impulsionar a atividade empresarial. Além disso, as *start-ups* precisam cada vez mais de crescer além-fronteiras e as redes pessoais dos *BAs* são fundamentais para facilitar esse crescimento (OECD, 2011).

### **2.2.9. Relacionamento entre os *Business Angels* e as Empresas do seu Portefólio**

Através de um estudo realizado por Wetzel (1983), foi possível testar a relação dos *BAs* com as empresas do seu portefólio. Assim sendo, foi possível verificar que existia uma diferença na relação com as empresas caso o *BA* fosse passivo ou ativo.

No caso dos *BAs* passivos a relação com a empresa era mais fraca, pelo facto do contacto entre ambos consistir apenas no recebimento de relatórios periódicos e na participação das reuniões de acionistas. Já no caso dos *BAs* ativos, a relação com as empresas do seu portefólio era mais forte, uma vez que a sua relação com a empresa incluía normalmente mais do que uma das seguintes funções, ser associado ao conselho de administração, proporcionar um serviço de consultoria à empresa ou até mesmo trabalhar na empresa quer em meio período como em tempo integral. Deste modo, é do interesse dos empreendedores encontrarem *BAs* que tenham as características necessárias para contribuir para o sucesso das suas *start-ups*, sendo que para os empreendedores iniciantes muitas vezes este recurso pode ser mais valioso do que o próprio capital (Wetzel, 1983).

### **2.2.10. O Envolvimento e Impacto dos *Business Angels* no Pós-Investimento**

Os *BAs* envolvem-se ativamente após investirem numa empresa, utilizando todo o seu conhecimento, habilidades, experiência e contactos para agregar valor à empresa (Macht, 2006). Este envolvimento por parte dos *BAs* é frequentemente referido como “valor acrescentado pós-investimento” (Baeyens & Manigart, 2006), “contribuição (Fried & Hisrich, 1988) ou “assistência” (Sapienza et al., 1996).

Segundo Macht (2006), os *BAs* podem estar envolvidos em diversas atividades nas empresas que investem. Por norma as atividades mais comuns que os mesmos desempenham destinam-se a ajudarem no desenvolvimento das estratégias da empresa, visto que investem em estágios iniciais onde o planeamento estratégico é de extrema importância. Frequentemente, também participam nos conselhos de administração, tanto como membros ou até mesmo como presidente do conselho de administração. Além disso, realizam mentoria, através da disponibilização de conselhos com base na sua experiência e conhecimento. Constroem redes de contactos para as empresas, que são extremamente valiosas para o seu crescimento. O facto dos *BAs* estarem envolvidos nas *start-ups* possibilita a criação de confiança tanto internamente, como externamente na mesma (Macht, 2006).

Embora o envolvimento dos *BAs* nas empresas seja maioritariamente positivo, o natural envolvimento por parte dos mesmos pode criar tensões e conflitos com os fundadores, tornando-se crucial estabelecer desde o início da relação as expectativas e os limites deste envolvimento, de modo a que todas as partes estejam satisfeitas, contribuindo assim para o sucesso da empresa (Collewaert, 2012).

Segundo os estudos de Ardichvili et al. (2002), os *BAs* podem fornecer às empresas que investem diferentes tipos de recursos, sendo os principais o capital humano, o capital social, o capital físico, o capital organizacional e o capital financeiro.

Os *BAs* levam capital humano para as empresas em que investem, através dos seus conhecimentos, experiências e competências e assim sendo, conseguem aumentar o capital humano dos colaboradores dessas empresas, que podem aprender e beneficiar-se da sabedoria dos *BAs* (Macht, 2006). Os mesmos conseguem aumentar o capital social da empresa, através da partilha das suas próprias redes de contactos e desta forma é possível introduzir mais investidores na empresa, aumentando as hipóteses de obter mais financiamento (Macht, 2006).

Os recursos físicos que os *BAs* podem fornecer às empresas em que investem, referem-se a ativos tangíveis, como equipamentos e instalações industriais. Em contrapartida, o capital organizacional engloba o conhecimento integrado na cultura da empresa, deste modo, os *BAs* podem ajudar a empresa a aprender com as suas próprias experiências, contribuindo assim para o aumento de capital organizacional (Macht, 2006).

Por último, os *BAs* conseguem aumentar o capital financeiro das empresas, através dos seus conhecimentos, do acesso a recursos e das suas competências para negociar e desenvolver novos recursos (Ardichvili et al., 2002).

### **2.2.11. Desafios no Mercado de Investimento Anjo**

Os *BAs* têm de enfrentar diversos desafios no mercado em que investem. Um dos principais obstáculos é a falta de definições claras, dados abrangentes e pesquisas sólidas. Tanto os profissionais, quanto os decisores políticos precisam de informações mais aprofundadas sobre o investimento anjo para entender as mudanças no mercado e tomar as decisões certas para melhorá-lo. A falta de dados sobre o tamanho real e o impacto desse mercado dificulta a implementação de estratégias eficazes (OECD, 2011).

Segundo a OECD (2011), o aumento das transações e o número crescente de rondas de financiamento subsequentes têm implicações significativas na capacidade de financiar novos investimentos, afetando diretamente os rendimentos. Além disso, determinar quando encerrar

o financiamento de uma empresa que não atinge os seus objetivos é um dilema enfrentado por investidores de *Venture Capital* e *BAs*. A falta de saídas nos mercados financeiros é motivo de preocupação, pois se os *BAs* não conseguirem capitalizar os seus rendimentos através de uma saída bem-sucedida, isto pode vir a impactar negativamente o futuro *pipeline* de investidores e a capacidade de reciclar fundos em novos investimentos.

A sustentabilidade financeira de associações, redes e grupos de *BAs* é outro desafio, pois embora essas entidades desempenhem papéis distintos, a criação de modelos autossustentáveis é um grande desafio para todas elas. Agora, uma das prioridades é a profissionalização do mercado, com foco no crescimento da qualidade através do aprimoramento das capacidades dos investidores e do estabelecimento de normas profissionais. Mas a definição e a adesão aos padrões de referência são obstáculos neste processo (OECD, 2011).

Por último, a OECD (2011) constatou que existe uma baixa percentagem de mulheres envolvidas no investimento anjo, o que é surpreendente tendo em conta a percentagem de ativos que as mulheres controlam a nível mundial. Por isso, é crucial incentivar as mulheres a tornarem-se *BAs*, para a promoção de um crescimento e desenvolvimento equitativo do mercado.

### **2.2.12. Saída dos *Business Angels***

A saída empresarial, segundo DeTienne (2010) pode ser descrita como “o processo pelo qual os fundadores de empresas privadas deixam a empresa que ajudaram a criar, retirando-se assim, em graus variáveis, da estrutura primária de propriedade e de tomada de decisões da empresa” (DeTienne, 2010, p.203)

De acordo com Morita (2018), existem cinco tipos de saída de investimento que são mais comuns, sendo os mesmo através de *Buyback*, *Acquisition*, *Write-off*, *Trade Sale* e *IPO*.

*Buyback* consiste na recompra da participação por parte dos proprietários anteriores, em que os *BAs* vendem a sua participação aos empreendedores, com um valor superior (Morita, 2018).

*Acquisition* segundo Morita (2018) é o processo onde a empresa acaba por ser toda vendida a investidores terceiros. Conforme o mesmo autor, *Write-off* é um processo em que a empresa deixa de existir, mediante o pagamento dos passivos pelos ativos no momento da sua dissolução.

*Trade Sale*, acontece quando o *BA* decide vender a sua participação a compradores estratégicos, o que pode criar uma oportunidade de diversificação para o negócio e representar

um novo investimento para a empresa. A possibilidade de saída através da venda para investidores de *Venture Capital*, acontece nos investimentos realizados por *BAs* geralmente numa fase avançada do negócio, o que mostra a complementaridade entre as duas formas de capital de risco (Carpentier & Suret, 2013; Morita, 2018).

A última saída de investimento que é a menos comum para os *BAs*, é através de uma *IPO*, que consiste na primeira venda pública das ações de uma empresa e ocorre quando a empresa pretende angariar capital, e para isso emite um determinado número de ações a um certo preço (Klova, 2017; Chemmanur & Fulghieri, 1999; Morita, 2018).

Através dos estudos efetuados por Morita (2018), sobre os *BAs* nos Estados Unidos da América, foi possível observar que os *BAs* demoram em média quatro anos até saírem dos seus investimentos e que a saída preferida dos mesmos é através de *Acquisition*.

## **2.3 Start-ups**

### **2.3.1. A origem do termo “Start-up”**

Este termo começou a ser utilizado na década de 1970 e começou a ganhar força na década de 1980 no *Silicon Valley*, onde estavam a ser criadas novas empresas para comercializar novas descobertas (Chesbrough, 2003).

Mas o termo só começou a ganhar notoriedade no mundo inteiro na década de 1990, quando houve um surto expressivo de investimento em empresas de tecnologia, popularmente conhecido como o “*boom da internet*”. Nesta época o *Silicon Valley* estava cheio de empresas promissoras, como o Google, o Facebook e a Apple (Soares, 2022).

### **2.3.2. Conceito de “Start-up”**

Para proporcionar uma compreensão mais completa e abrangente do conceito de “*start-up*”, é de extrema importância explorar diversas definições propostas por académicos e investigadores desta área. Esta abordagem irá permitir uma análise mais detalhada e aprofundada, promovendo uma base sólida para a compreensão deste conceito.

Uma *start-up* é uma empresa recém-criada ou em fase inicial, que se caracteriza por um modelo inovador e que atua num ambiente cheio de incertezas, com o objetivo de maximizar os lucros num tempo reduzido. A atração de *Venture Capital* é comum devido a esse cenário incerto, sobretudo porque grande parte dessas empresas possuem uma base tecnológica inovadora associada à internet. Além do mais, essas empresas de pequeno porte dedicam-se

frequentemente à pesquisa e desenvolvimento, com custos de manutenção relativamente baixos e com uma hipótese de uma rápida e consistente geração de lucros (Alves, 2013; Hermanson, 2011)

Ries (2011) acrescenta que *start-up* é “uma instituição humana concebida para criar novos produtos e serviços em condições de extrema incerteza.” (Ries, 2011, p.8).

Pereira (2022) resume o conceito de *start-ups*, referindo que as mesmas são empresas que existem há pouco tempo e têm um tamanho de negócio reduzido, em que o crescimento é impulsionado pela criatividade e necessitam de expressivos investimentos monetários, para aumentarem a cota de mercado.

Em Portugal, de acordo com a Lei n.º 21/2023 da Assembleia da República (2023), uma empresa é considerada uma *start-up* se cumprir alguns critérios, como exercer atividade por um período inferior a 10 anos, empregar menos de 250 trabalhadores e ter um volume de negócios que não exceda os 50 milhões de euros.

## **2.4. Relacionar conceitos**

### **2.4.1. O papel dos *Business Angels* nas *start-ups***

As *start-ups* são sobretudo empresas com um tamanho de negócio limitado, e com uma curta ou nula existência. Tanto que como se sabe, o investimento pode ocorrer em estágios em que existe apenas uma ideia ou um plano de negócios (Pereira, 2022).

Inicialmente as *start-ups*, detêm uma cota de mercado modesta e atuam em setores que possuem uma elevada margem de crescimento, por este motivo caso queiram aumentar a sua participação no mercado e de modo a crescerem rapidamente, vão necessitar de investimento, que poderá ser efetuado pelos *BAs*, levando em consideração a sua disponibilidade financeira (Pereira, 2022).

De acordo com Pereira (2022), o estilo de gestão a ser adotado pelas *start-ups*, com o propósito de estimular o seu desenvolvimento, deve ser baseado na criatividade, tendo em consideração a natureza informal da organização, bem como a necessidade de vender e criar produtos para alcançar resultados. O mesmo ainda destaca, que este período pode criar crises de liderança e os *BAs* podem ser essenciais para colmatar este problema, devido às suas habilidades abrangentes de gestão e vasta experiência em negócios.

Os investimentos providos pelos *BAs* além de impulsionar a inovação e o progresso das *start-ups*, também desempenham um papel crucial para o desenvolvimento da economia,

através da criação de empregos e do aumento das vendas nas empresas apoiadas. Além disso, a participação ativa dos *BAs* é benéfica para as *start-ups*, de tal modo que melhora as suas chances de sucesso e crescimento (Hüsler & Platzer, 2014; Lodefalk & Andersson, 2023).

Segundo um estudo efetuado por Lodefalk e Andersson (2023), as empresas que são financiadas por *BAs* têm uma probabilidade maior de se tornarem “gazelas”, que é o nome dado a empresas jovens que apresentam uma grande chance de terem um crescimento acelerado. Mas por outro lado os autores, também identificaram que poucas empresas têm a probabilidade de se tornarem “gazelas”, independentemente da maneira como são financiadas.

As *start-ups* que são financiadas por *BAs* com uma boa rede de contactos têm mais facilidades em atrair investidores de *Venture Capital* no futuro e além disso, também têm uma probabilidade maior de conseguir uma saída bem-sucedida (Werth & Böert, 2013).

Existem bastantes entraves na atividade dos *BAs*, quando se trata do financiamento de *start-ups*, por este motivo Cegielska (2020) realizou um estudo sobre este tema.

Segundo o seu estudo, do lado dos *BAs* as maiores limitações são “a falta de capital, de conhecimentos, de competência e de experiência e, sobretudo, a falta de incentivos fiscais para as atividades de investimento e a complexidade da legislação fiscal.” (Cegielska, 2020, p.10), a autora ainda menciona que outra limitação por parte dos *BAs* é o facto dos mesmos muitas vezes subestimarem o potencial das *start-ups* tecnológicas devido à falta de compreensão da tecnologia e da complexidade dos negócios na fase inicial, especialmente aquelas que envolvem tecnologia avançada e bastante complexa.

Do lado das *start-ups* as principais limitações são não cumprirem os critérios de investimento impostos pelos *BAs*. Estes critérios podem variar, como por exemplo o risco ser muito alto, haver falta de conhecimento, experiência e competência por parte dos fundadores das *start-ups* ou então passar por riscos económicos como custos elevados de transação, baixo retorno financeiro no investimento ou uma avaliação injustificada do projeto (Cegielska, 2020). Por último, Cegielska (2020) chegou à conclusão que não é possível reduzir estas limitações sem a intervenção das instituições públicas.

### 3. PROPOSIÇÕES

Numa dissertação, a estrutura lógica e a clareza são fundamentais para que se possa comunicar de maneira eficaz um argumento ou uma análise. Um dos elementos fulcrais para alcançar essa coerência é a utilização de proposições bem formuladas. Segundo Almeida (2012), uma proposição é o conteúdo de pensamento expresso numa frase declarativa, capaz de referir verdades ou falsidades do mundo.

As proposições desenvolvidas têm como objetivo orientar a investigação sobre o impacto dos *BAs* no desenvolvimento de *start-ups*, fornecendo uma estrutura clara para a análise subsequente e auxiliando na formulação das questões das entrevistas, além de ajudarem a obter respostas para o problema de investigação.

O problema de investigação da dissertação é “Qual é o impacto real dos *Business Angels* no desenvolvimento de *start-ups*?”. Como forma de abordar este problema, vai ser necessário explorar como os diferentes níveis de envolvimento e experiência dos *BAs* influenciam as *start-ups*. Desse modo, foram elaboradas três proposições, posteriormente apresentadas.

A literatura sobre *BAs*, destaca a importância que as redes de contactos, a experiência e o envolvimento ativo têm no sucesso das *start-ups*. Estudos anteriormente desenvolvidos, indicam que *start-ups* que são financiadas por *BAs* com uma boa rede de contactos vão ter mais facilidade em atrair investidores no futuro (Werth & Böert, 2013). Dessa forma, surge a primeira proposição:

**Proposição 1:** “*Business Angels* com uma boa rede de contactos têm mais facilidade em atrair financiamento adicional para as *start-ups*”.

Além disso, os *BAs* podem ser distinguidos em passivos ou ativos, com base no tipo de envolvimento que estabelecem nas *start-ups*. Os *BAs* ativos têm uma relação mais forte com as empresas do seu portefólio, pois muitas vezes desempenham funções na própria empresa em que investem. Enquanto que os *BAs* passivos têm uma relação mais distante com as empresas em que investem, porque não se envolvem ativamente nas atividades da empresa (Wetzel, 1983). Outros estudos sugerem que a participação ativa dos *BAs* é positiva para as *start-ups*, pois aumenta as suas chances de sucesso e crescimento (Hüsler & Platzer, 2014; Lodefalk & Andersson, 2023). Logo, torna-se importante avaliar o impacto que os diferentes tipos de posicionamento dos *BAs* exercem sobre as *start-ups* em que investem. Por esse motivo foi elaborada a seguinte proposição:

**Proposição 2:** “Os *Business Angels* ativos têm um impacto maior no desenvolvimento das *start-ups* do que os *Business Angels* passivos”.

Segundo estudos anteriormente desenvolvidos, empresários de sucesso que se tornam *BAs* oferecem mais do que apenas apoio financeiro às *start-ups* em que investem, pois também fornecem a sua experiência e conhecimento, o que permite que tenham um impacto significativo na fase pós-investimento, ajudando os empreendedores a construir e a amplificarem as suas empresas (OECD, 2011). De acordo com o que foi mencionado anteriormente, surge a próxima proposição:

**Proposição 3:** “A experiência dos *Business Angels* influencia positivamente a sobrevivência e o crescimento das *start-ups* que os mesmos financiam”.

## 4. METODOLOGIA

### 4.1 Introdução

A presente dissertação tem como objetivo investigar qual é o impacto dos *BAs* no desenvolvimento de *start-ups*, para atingir este objetivo serão utilizadas abordagens de pesquisa de campo, exploratória, qualitativa e indutiva.

Para alcançar os objetivos de pesquisa, vão ser realizadas entrevistas semi-estruturadas, permitindo que haja uma flexibilidade para explorar tópicos emergentes e ajustar o processo de investigação às respostas dos participantes. Os dados recolhidos nas entrevistas são posteriormente analisados de forma indutiva, possibilitando a identificação de padrões e fatores-chave, que vão contribuir para a construção de novas teorias sobre o papel que os *BAs* desempenham no desenvolvimento das *start-ups*.

Por fim, este capítulo descreve as opções metodológicas e os tipos de abordagens de pesquisa adotados, os métodos de colheita e os métodos de análise dos dados qualitativos, garantindo a precisão e validade dos resultados obtidos.

### 4.2 Metodologia e Tipos de Abordagens de Pesquisa Adotados

O processo de investigação deve ser direcionado para fornecer resposta às perguntas formuladas no projeto, visando alcançar o objetivo proposto no trabalho de investigação (Gouveia, 2012). Segundo D'Oliveira (2007), realizar uma investigação implica desenvolver um trabalho para se conhecer melhor um determinado fenómeno.

De acordo com Lakatos e Marconi (2003), o conhecimento científico é baseado na realidade, pois lida com ocorrências ou factos. Este conhecimento é contingente, uma vez que a veracidade ou falsidade das suas proposições ou hipóteses é determinada pela experiência e não apenas pela razão, também é sistemático por se tratar de um conjunto ordenado de ideias e não de conhecimentos dispersos e desconexos. Conta com a característica da verificabilidade, de tal forma que as afirmações que não podem ser comprovadas não pertencem ao âmbito da ciência. O conhecimento científico também é falível, por isso, é considerado aproximadamente exato, podendo ser reformulado conforme novas proposições e técnicas se desenvolvam (Lakatos & Marconi, 2003).

O objetivo da atividade científica é alcançar a verdade através da comprovação de hipóteses, que vão atuar como ligações entre a observação da realidade e a teoria científica que a explica (Freixo, 2011). Lakatos e Marconi (2003), definem o conceito de método no processo

de investigação como “conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista” (Lakatos e Marconi, 2003, p.83).

A presente dissertação adota uma técnica de pesquisa de documentação direta, mais especificamente adota uma pesquisa de campo como parte essencial da metodologia, alinhando-se assim com a abordagem exploratória, qualitativa e indutiva proposta.

Lakatos e Marconi (2003) definem a pesquisa de campo como aquela que é “utilizada com o objetivo de conseguir informações e/ou conhecimentos acerca de um problema, para o qual se procura uma resposta, ou de uma hipótese, que se queira comprovar, ou, ainda, descobrir novos fenômenos ou as relações entre eles.” (Lakatos e Marconi, 2003, p.186). Ainda segundo estes autores, para se realizar uma pesquisa de campo é essencial realizar uma pesquisa bibliográfica abrangente sobre o tema, seguida pela identificação do problema de investigação. A definição dos objetivos, a determinação da amostra representativa da área de estudo, a operacionalização das variáveis e a colheita e análise dos resultados são etapas subsequentes essenciais para a apresentação dos resultados.

Na presente dissertação a pesquisa de campo vai ser crucial para a colheita de dados primários dos *BAs* e dos empreendedores, proporcionando informações específicas, que vão ser fundamentais para a compreensão do impacto que estes investidores têm no desenvolvimento das *start-ups*.

As pesquisas de campo dividem-se em três grandes grupos: quantitativo-descritivos, exploratórios e experimentais (Tripodi et al., 1975). Penso que nesta dissertação a abordagem exploratória seja a mais indicada, visto que não existem muitos estudos sobre este tema em específico. Este tipo de abordagem é ideal para explorar a fundo as interações entre os investidores e empreendedores, e como as mesmas influenciam o sucesso das *start-ups*. Segundo Tripodi et al. (1975), a pesquisa exploratória é uma investigação empírica que procura formular questões ou problemas para desenvolver hipóteses, aumentar a familiaridade do pesquisador com um ambiente, facto ou fenómeno, e clarificar conceitos. Utiliza procedimentos sistemáticos para obter observações empíricas, que por norma resulta em descrições quantitativas e qualitativas do objeto de estudo. Diversos métodos de colheita de dados, como entrevistas e análise de conteúdo, são utilizados para estudar intensivamente um pequeno número de unidades, sem necessariamente utilizar amostragem probabilística.

A abordagem qualitativa enquadra-se muito bem neste estudo, tendo em conta os objetivos da investigação, pois deve ser utilizada quando se pretende alcançar uma compreensão

aprofundada do fenómeno em questão, com o objetivo de descrever ou interpretar, em vez de simplesmente avaliar o fenómeno (Gouveia, 2012).

Segundo Bogdan e Biklen (1994), na pesquisa qualitativa, os dados são recolhidos diretamente do ambiente natural, com o investigador a atuar como o principal instrumento de colheita. Neste método de pesquisa, os dados recolhidos são bastante detalhados e minuciosos relativamente a pessoas, locais e conversas, e exigem um complexo tratamento estatístico (Bogdan & Biklen, 1994). As questões de pesquisa não se estabelecem mediante a operacionalização de variáveis, mas são formuladas com o objetivo de explorar os fenómenos em toda a sua complexidade e no contexto natural (Bogdan & Biklen, 1994).

Nas pesquisas de análise qualitativa, todos os factos e fenómenos são considerados relevantes e significativos (Martinelli, 1999, citado em Oliveira, 2010), nesta abordagem a descrição é utilizada como método de recolha de dados, e a análise subsequente por norma segue um método indutivo (Monteiro, 2011).

A abordagem qualitativa apresenta vários desafios, como o facto de ser demorada, a dificuldade de sintetizar os dados, problemas com garantia de qualidade, a falta de procedimentos padronizados e a dificuldade em estudar grandes populações (Bogdan & Biklen, 1994).

A indução é um processo mental onde, a partir de dados particulares devidamente observados, se infere uma verdade geral ou universal que não está contida nas partes examinadas (Lakatos & Marconi, 2003). Assim, o propósito dos argumentos indutivos é chegar a conclusões cujo conteúdo é muito mais amplo do que o das premissas nas quais se basearam (Lakatos & Marconi, 2003). O argumento indutivo fundamenta-se em premissas, mas mesmo que essas premissas sejam verdadeiras apenas se pode retirar conclusões prováveis (Lakatos & Marconi, 2003).

Segundo Lakatos e Marconi (2003), o método indutivo realiza-se em três fases, a primeira fase consiste na observação e análise dos factos ou fenómenos, com a finalidade de descobrir as causas da sua ocorrência. Na segunda fase, os factos ou fenómenos vão ser comparados, para que seja possível identificar relações constantes entre eles. Por último, a terceira fase envolve a generalização da relação identificada na fase anterior, aplicando-a a fenómenos e factos semelhantes, incluído aqueles que ainda não foram observados ou que são impossíveis de observar. A forma de indução que se aplica a este estudo é a incompleta ou científica, que foi desenvolvida por Galileu e aprimorada por Francis Bacon. A indução incompleta ou científica, não se baseia em todos os elementos observados, mas permite generalizar através de alguns casos bem observados, possibilitando fazer afirmações ou negações sobre todos os casos da

mesma categoria, mesmo a partir de uma única observação. Assim, a indução científica fundamenta-se na causa ou na lei que rege o fenómeno ou facto, confirmada por um número significativo de casos, um ou mais, mas não necessariamente todos (Lakatos & Marconi, 2003).

Quanto maior e mais representativa for a amostra, maior vai ser a força indutiva do argumento (Souza et al., 1976). Lakatos e Marconi (2003) enumeram alguns problemas de amostra que interferem na legitimidade da inferência, o problema da amostra insuficiente que ocorre quando se faz uma generalização indutiva com base em uma quantidade de dados muito pequena para sustentar essa generalização, e o problema da amostra tendenciosa acontece quando uma generalização indutiva é feita a partir de uma amostra que não representa adequadamente a população.

No estudo, priorizou-se o contacto direto com os participantes através de entrevistas para a colheita de dados. A compreensão das práticas e interações descritas pelos envolvidos foi fundamental, baseando-se nas suas experiências para entender a dinâmica das parcerias nos contextos analisados.

Considerando os objetivos de estudo, foram usadas técnicas de recolha de dados qualitativas. Nesta dissertação, optou-se pela realização de entrevistas como método de pesquisa. Estas entrevistas tiveram como destinatários *BAs* que investem em *start-ups* e os empreendedores que fundaram as *start-ups*, pois assim será possível assegurar a validade e confiabilidade dos dados, através da implementação da estratégia de triangulação de dados, que consiste na comparação de dados de diferentes fontes, neste caso em particular os *BAs* e os empreendedores que fundaram as *start-ups* em que os mesmos investem.

Quivy e Campenhoudt (1992) destacam que as entrevistas oferecem uma oportunidade para explorar de forma mais profunda os dados recolhidos, ao mesmo tempo em que proporcionam uma direção flexível que permite a análise detalhada dos elementos, respeitando os contextos e categorias mentais dos entrevistados.

Ainda segundo os mesmos autores as entrevistas enfrentam desafios significativos. A flexibilidade do método pode resultar em desvios durante o diálogo, bem como a serenidade do entrevistador pode ser comprometida. Além do mais, há o risco de que a flexibilidade do método possa criar uma perceção errónea de completa espontaneidade do entrevistado e numa total neutralidade do investigador. É fundamental que o pesquisador esteja ciente que as respostas dos entrevistados, vão ser influenciadas pela dinâmica da relação entre os mesmos, e como isto pode afetar as informações recolhidas (Quivy & Campenhoudt, 1992).

### 4.3 Colheita de Dados

As entrevistas conduzidas neste estudo, seguiram as diretrizes sugeridas por Carmo e Ferreira (2008), assim sendo, antes de realizar as entrevistas foram estabelecidos os objetivos, elaborados os respetivos guiões e escolhidos os entrevistados.

Os guiões das entrevistas (Anexos B e C) foram elaborados com base nas proposições e no problema de investigação, de modo a que se consiga perceber melhor qual é o impacto que os *BAs* têm no desenvolvimento de *start-ups*, tanto da perspetiva dos *BAs*, como dos empreendedores que fundaram as *start-ups*. Os indivíduos que constituem a amostra foram selecionados através da rede de contactos da COREangels, que é um grupo de investidores anjo que normalmente investe em *start-ups* nas fases *pre-seed* e *seed*.

Os guiões das entrevistas são constituídos maioritariamente por perguntas abertas, embora também tenham algumas perguntas fechadas. As perguntas abertas permitem que os entrevistados se expressem com as suas próprias palavras e não direcionam as respostas, enquanto que as perguntas fechadas geram respostas que são mais fáceis de analisar, com menor variabilidade e mais comparáveis entre si (Monteiro, 2011).

Devido à natureza e aos objetivos da pesquisa, as entrevistas semi-estruturadas são as que se adequam mais ao tipo de estudo pretendido, uma vez que permitem que haja flexibilidade para explorar tópicos pertinentes relativamente ao impacto dos *BAs* no desenvolvimento de *start-ups*, ao mesmo tempo possibilitam a introdução de novas questões com base nas respostas e perspetivas dos participantes. Este tipo de entrevista fornece ao investigador um conjunto de perguntas orientadoras, bastante abertas, sobre as quais é essencial obter informações da parte do entrevistado. O investigador permite que o entrevistado fale livremente, interferindo apenas para reencaminhar a entrevista para os objetivos da pesquisa (Quivy & Campenhoudt, 1992).

Como a entrevista é semi-estruturada, o entrevistador está ciente dos tópicos que precisa de abordar com o entrevistado. A maneira e a forma como os introduz ficam ao critério do entrevistador, embora haja uma diretriz estabelecida para o começo da entrevista (Monteiro, 2011).

As entrevistas vão ser realizadas presencialmente ou por videoconferência, com duração média de 60 minutos, e serão gravadas com o consentimento dos entrevistados, porque será fornecido a cada entrevistado um requerimento para a gravação da entrevista (Anexo A). A gravação é o único modo de registar as respostas dos entrevistados durante as entrevistas, evitando as distrações que poderiam ocorrer caso tomasse notas durante as mesmas.

Os entrevistados vão ser contactados previamente, para que seja possível garantir a sua disponibilidade para participar na entrevista, explicar os motivos de terem sido escolhidos e por último, referir a importância que os mesmos têm para atingir os objetivos da pesquisa.

#### **4.4 Análise de Dados**

A informação obtida nas entrevistas semi-estruturadas vai ser analisada através do método de análise de conteúdo. Esta análise tem como objetivo identificar, descrever e interpretar os padrões e significados presentes nos dados recolhidos nas entrevistas, permitindo uma compreensão mais profunda do material analisado. Para analisar os dados, foram transcritas todas as entrevistas, para se poder observar melhor a diversidade e a riqueza das perspetivas. Foram também comparadas as respostas dos diferentes participantes para poderem ser identificados eventuais comportamentos comuns e retiradas conclusões.

A análise de conteúdo é um método de análise de entrevistas que se tem tornado cada vez mais relevante nas investigações, pois permite tratar de forma metódica informações e testemunhos que são detalhados e complexos (Gouveia, 2012).

Guerra (2006), menciona que a análise de conteúdo tanto abrange uma dimensão descritiva, em que procura relatar o que foi narrado, como uma dimensão interpretativa, que surge das interrogações do analista face ao objeto de estudo. De acordo com Quivy e Campenhoudt (1992), o uso de métodos construídos e estáveis possibilita ao investigador desenvolver uma interpretação que não seja influenciada pelos seus próprios valores e visões pessoais.

## 5. RESULTADOS E DISCUSSÃO

### 5.1 Apresentação e Análise dos Resultados

#### 5.1.1 *Business Angels*

##### 5.1.1.1 Caracterização do Perfil dos *Business Angels*

Neste estudo, foram entrevistados 9 *BAs* de quatro nacionalidades diferentes (Portugal, Países Baixos, Itália e Brasil). Sendo que 7 *BAs* são do sexo masculino e 2 são do sexo feminino, o que está em consonância com os estudos da OECD (2011), que constatou a existência de uma baixa percentagem (abaixo de 15%) de mulheres envolvidas na atividade de investimento anjo. Quanto à faixa etária, 5 *BAs* encontram-se entre 36 e 50 anos, enquanto os restantes 4 situam-se na faixa etária dos 51 aos 65 anos. Sendo assim, o perfil dos *BAs* entrevistados encontra-se alinhado com o perfil de *BAs* descrito como característico por Wetzel e Seymour (1981).

A maioria dos entrevistados possui uma experiência como *BAs* entre 0 e 5 anos. Em média, os *BAs* entrevistados dedicam 25% do seu tempo a esta atividade de *BA*, 5 *BAs* não consideram esta atividade como um *hobby*, mas sim, como algo mais profissional, refutando os estudos de Ramadani (2009) e Freear et al. (2002). Além disso, 5 entrevistados expressaram que se tivessem oportunidade gostariam de ser *BAs* a tempo inteiro.

Apenas 4 entrevistados possuem uma formação específica para serem *BAs*, mas por outro lado todos os *BAs* têm experiência no mundo corporativo e a maioria já foi pelo menos uma vez fundador de uma *start-up*.

Grande parte dos *BAs* entrevistados considera que ser *BA* é importante para o desenvolvimento da sua carreira profissional, porque os ajuda a expandir a sua rede de contactos, a conhecer novos mercados e também diferentes setores. Para além disso, todos os entrevistados consideram que a sua experiência profissional os ajuda na atividade de *BA*, segundo o *BA* 5 a sua experiência ajuda-o “...muito a conseguir dar mentoria aos empreendedores, para que possam crescer o próprio negócio...”.

As três principais razões, classificadas por ordem de importância, que motivaram estes indivíduos a tornarem-se *BAs*, foram analisadas com base nas respostas obtidas nas entrevistas. Para uma melhor compreensão, as respostas foram agrupadas de acordo com as seis dimensões de valor percebido propostas por Falcão et al. (2023). Assim, ficou claro que a dimensão de autoestima emergiu como a razão mais importante, pois muitas vezes os *BAs* mencionavam que

o desejo de aprender e de enriquecer o próprio conhecimento tinha sido uma das principais motivações para se envolverem nesta atividade. Em segundo lugar, os *BAs* destacaram a dimensão altruísta, uma vez que os *BAs* frequentemente mencionaram que a oportunidade de usarem a sua experiência profissional e a sua rede de contactos para ajudar os empreendedores a desenvolverem os seus negócios era uma razão relevante para a sua escolha de se tornarem *BAs*. Por último, em todos os casos, os *BAs* consideraram a dimensão financeira como a terceira razão para se terem tornado investidores anjo, pois a maioria dos entrevistados indicou que o objetivo de obter um retorno financeiro potencial através desta atividade foi um fator relevante, mesmo sabendo dos riscos associados a este tipo de atividade.

De acordo com as seis fases do ciclo de vida de uma *start-up*, todos os *BAs* entrevistados neste estudo, mencionaram que investem essencialmente nas fases *pre-seed* e *seed* das *start-ups*. Este resultado está em conformidade com os estudos realizados por Ramadani (2009), EBAN (2018), EBAN (2023) e Escartín et al. (2020), que indicam que as *start-ups* em fase *pre-seed* e *seed* foram as que receberam a maior parte dos investimentos e que os *BAs* tendem a focar-se em investimentos de arranque (*pre-seed* e *seed*) e de fase inicial.

#### **5.1.1.2 Processo de Seleção de *Start-ups* e Critérios de Investimento**

Através deste estudo, foi possível compreender os principais critérios que os *BAs* têm em conta quando desejam investir numa *start-up*. O primeiro critério é a equipa fundadora, o que está em consonância com Haines Jr. et al. (2003), que destacam a importância que a equipa tem para os *BAs*. Estes investidores valorizam fundadores que demonstrem ter capacidade de execução, com *skills* diferentes e complementares. Os *BAs* também apreciam que os fundadores percebam bem o problema que estão a tentar resolver, que sejam apaixonados pelo mesmo, resilientes e principalmente que estejam recetivos a receber os seus conselhos. Esta abertura, conhecida como “ser *coachable*” é fundamental, pois demonstra que os fundadores estão dispostos a aprender e crescer com o apoio dos *BAs*. O segundo critério está relacionado com o produto e o mercado, os *BAs* valorizam o tamanho do mercado e o seu potencial de crescimento, o que está em conformidade com o estudo realizado por Ramadani (2009). Além disso, consideram relevante que o produto ou serviço tenha um alcance significativo, impactando um elevado número de pessoas. Adicionalmente, o *BA* 8 valoriza a existência de “...uma vantagem competitiva, que não seja fácil outros agentes de mercado replicarem...”. Por último, o terceiro critério que os *BAs* mais valorizam é que o negócio tenha potencial para ser escalável.

Os *BAs* mencionaram que a determinação do *valuation* de uma *start-up* em fases iniciais não é uma ciência exata, pois muitas vezes as *start-ups* nestas fases ainda não possuem fluxos de caixa significativos, então a avaliação nestas fases passa mais por critérios subjetivos, nomeadamente a comparação com outras *start-ups* que sejam similares e verificar se a *start-up* já tem outros investidores comprometidos que a alavanquem e impulsionem o seu crescimento. Os *BAs* também referiram que utilizam métodos quantitativos, como múltiplos e projeções para delimitar o valor da *start-up*, mas o *BA 9* referiu não são muito utilizados em *early-stage* porque “... faltam números de venda que permitam estabelecer relações causais ou estimar margens e taxas de crescimento com alguma segurança.”

Um dos principais erros que os *BAs* cometem ao investirem em *start-ups* é não fazerem *due diligence* suficiente, o que significa que fazem uma análise menos rigorosa que a necessária. No entanto a fase *pre-seed*, muitas vezes designada como a fase de validação não se coaduna com o mesmo tipo de *due diligence* mais aprofundada que é requerida em fases mais avançadas. Este erro está de acordo com o que foi identificado pela OECD (2011), que refere que os *BAs* em muitas ocasiões passam esta etapa à frente e acabam por tomar decisões de investimento baseadas unicamente no seu instinto. Além disso, deixarem que as emoções prevaleçam sobre a razão é um erro, tal como o *BA 4* mencionou na entrevista “...não nos podemos deixar levar pelo entusiasmo inicial...”. Outro erro apontado é persistir no investimento em *start-ups* que não estão a dar certo, na esperança de uma melhoria futura. Este erro está alinhado com a literatura, pois a OECD (2011) destaca que um dilema enfrentado pelos *BAs* é conseguir identificar quando se deve encerrar o financiamento de uma *start-up* que não está a atingir os seus objetivos. O *BA 9* refere que investir sozinho é um erro quando não se tem nenhuma experiência anterior neste tipo de investimento, pois “...muitas vezes ligamo-nos emocionalmente às pessoas e não somos tão objetivos, às vezes achamos que somos capazes de ajudar mais do que aquilo que realmente conseguimos.”. A exigência de *reports* muito pesados aos empreendedores também foi um erro mencionado pelos entrevistados, porque resulta numa alocação excessiva de tempo em tarefas burocráticas, em detrimento do desenvolvimento do negócio. Por fim, é essencial que quando os *BAs* fazem investimentos consigam garantir que dispõem de tempo suficiente para ajudar os empreendedores a potenciar o seu negócio.

Os maiores desafios que os *BAs* enfrentam, centram-se em três áreas principais. Um dos principais desafios é a dificuldade de encontrar boas oportunidades de investimento, no meio de tantas *start-ups* que lhes são apresentadas, pois torna-se inviável para os *BAs* avaliarem detalhadamente todas as oportunidades, o que está em consonância com o que foi observado por Mason e Harrison (2002), pois estes autores mencionam que os *BAs* rejeitam em média

80% das propostas que lhes são apresentadas. Outro desafio relevante identificado no presente estudo, está relacionado com a dificuldade que os *BAs* enfrentam em assegurar uma oportunidade de saída do investimento sem que a sua participação fique excessivamente diluída ao longo do tempo. Este desafio está em linha com a OECD (2011), que menciona que as rondas de financiamento subsequentes podem comprometer a capacidade de obter bons retornos e dificultar saídas bem-sucedidas. Além disso, os *BAs* também revelaram que o tempo pode ser um desafio, como normalmente investem em várias *start-ups* simultaneamente, necessitam de dedicar muito tempo a cada uma delas para garantir o seu desenvolvimento. Assim, em forma de resumo este estudo permite concluir que os principais critérios de investimento para os *BAs* são: a equipa fundadora, o produto e o mercado em que se insere, e por último, o potencial do negócio ser escalável.

### **5.1.1.3 Expectativas Financeiras e Estratégias de Investimento**

Os resultados indicam que o montante médio que os *BAs* tendem em investir em *start-ups*, varia consoante o investimento seja feito de forma individual ou em grupo. Para investimentos individuais, os *BAs* revelaram que normalmente investem valores a rondar os €10.000,00 por *start-up*, um valor inferior à média europeia, de acordo com o estudo da EBAN (2022). Para investimentos em grupo, que geralmente conta com 30 a 50 integrantes, o total investido é cerca de €100.000,00 por *start-up*, estando em conformidade com os valores que foram indicados pela EBAN (2022).

No que concerne às expectativas financeiras, 6 dos *BAs* entrevistados revelaram que esperam obter um retorno financeiro de 1 a 3 vezes o valor investido. Este é um resultado que suporta os valores de retorno financeiros divulgados pela *Angel Capital Association*, citada pela OECD (2016), e por Ramadani (2009). No entanto, 3 *BAs* são mais otimistas e esperam obter um retorno financeiro mais elevado, entre 4 a 10 vezes o valor investido.

Além do retorno financeiro, os entrevistados demonstraram que enquanto *BAs* procuram expandir os seus conhecimentos, o que reforça a ideia de Preston (2004) de que a aprendizagem é um fator relevante para estes investidores. Os *BAs* também mencionaram o desejo de aumentar o seu *networking* com empreendedores e outros investidores, alinhando-se com o que foi mencionado por Ramadani (2009). Por último, os entrevistados revelaram que procuram obter satisfação pessoal ao ajudar os empreendedores a crescer, o que está em consonância com os estudos de Ramadani (2009) e Freear et al. (2002), que mencionaram que os *BAs* encontram prazer ao apoiar novos empreendedores.

Todos os *BAs* entrevistados estão conscientes do risco elevado deste investimento, por isso reconhecem que existe a possibilidade de perder todo o dinheiro investido.

Como forma de mitigar o risco associado ao investimento em *start-ups*, os *BAs* revelaram algumas estratégias que utilizam para esse efeito. A estratégia mais utilizada pelos *BAs* é a diversificação do portfólio, uma prática que segundo a OECD (2011) pode reduzir o risco de perda. Os resultados desta pesquisa corroboram com esta conclusão e o *BA* 1 explica que a diversificação pode ser feita de várias maneiras “...em número de *start-ups* investidas, em setores e em geografia...”. Além disso, muitos *BAs* mencionaram que investir em grupo pode ajudar nesta diversificação, não só porque em grupo conseguem investir em mais *start-ups*, mas também porque várias pessoas em conjunto possuem mais conhecimentos e experiências do que apenas uma. O *BA* 3 ainda mencionou “Juntei-me a um grupo de anjos para diversificar e obter exposição, mas os meus investimentos individuais são muito específicos e em poucas *start-ups*.”. Outra estratégia, passa por realizarem um *due diligence* rigoroso antes de investir, que segundo a OECD (2011) é importante. Além disso, é crucial garantir que conseguem dar um bom acompanhamento às *start-ups* após investirem nas mesmas. Este resultado está de acordo com Macht (2006), que sublinha a importância do acompanhamento ativo dos *BAs* para o sucesso das *start-ups*. Por fim, os *BAs* entrevistados acrescentaram que outra forma de mitigar o risco é investirem uma baixa percentagem do seu capital disponível para investimento neste tipo de atividade, com a maioria apontando cerca de 10% como o valor ideal, este valor está em consonância com o valor apresentado no estudo de Wiltbank (2009).

#### **5.1.1.4 O Papel dos *Business Angels* e Avaliação do Desempenho dos seus Investimentos**

A maior parte dos *BAs* entrevistados revelou que tem um papel predominantemente passivo no dia-a-dia da *start-up*. Num contexto mais amplo, os entrevistados referiram que a maioria dos seus investimentos como *BA* é efetuado através de um grupo. Por este motivo, os mesmos revelaram que não conseguem ser ativos em todas as *start-ups* que o grupo investe, quer seja por não possuírem experiência e conhecimento na área de atuação das mesmas ou por não terem disponibilidade. Para garantir que cada *start-up* recebe o apoio necessário, os grupos de *BAs* criaram o papel de “arcanjo”, referindo-se à função na qual um *BA* do grupo é responsável por acompanhar ativamente uma *start-up* específica. O papel ativo desempenhado pelo “arcanjo” está em consonância com o que Mason e Harrison (2008) descreveram como o envolvimento do investidor anjo após o investimento. Todavia, os entrevistados revelaram que nas outras

*start-ups* do grupo assumem um papel mais passivo, embora participem nas reuniões do conselho de administração pós-investimento, onde dão os seus contributos a todas as *start-ups* que o grupo investe. Este comportamento está de acordo com a descrição de Wetzel (1983) sobre *BAs* passivos, que restringem o seu envolvimento à participação em reuniões e recebimento de relatórios periódicos. Além disso, todos os *BAs* mencionaram que estão disponíveis para ajudar os empreendedores sempre que estes necessitem.

Os *BAs* mencionaram que nas fases iniciais das *start-ups* são bastante ativos, porque os empreendedores recorrem bastante ao seu apoio. No entanto, à medida que as *start-ups* crescem e se tornam mais autónomas, a necessidade de apoio frequente dos *BAs* diminui, levando-os a assumir um papel mais passivo. Como o *BA* 9 referiu “...nós somos importantes sobretudo nas fases *pre-seed* e *seed*, quando a empresa começa a crescer a certa altura chegam outros investidores...Os empreendedores já não nos ouvem e não somos tão importantes como éramos no princípio...nós depois já não estamos lá a fazer nada...”.

A maioria dos *BAs* entrevistados indicou que uma remuneração por parte da *start-up*, embora possa ser um fator a considerar, por si só, não é um fator determinante para que tenham um envolvimento mais ativo. Muitos entrevistados mencionaram que mesmo com o incentivo de uma remuneração adicional, a dedicação de tempo ia continuar a ser um desafio, pois também têm compromissos com outras atividades. O *BA* 2 mencionou que, para se envolver mais ativamente, a remuneração teria de justificar “...uma mudança de vida...”, por isso reconheceu que atualmente, no seu caso a mudança não seria possível.

Os resultados deste estudo estão de acordo com o que Macht (2006) e Ardichvili et al. (2002) consideram ser os principais contributos que os *BAs* fornecem para o desenvolvimento das *start-ups* em que investem. A maioria dos *BAs* entrevistados destacaram o seu papel de mentor, como fundamental para ajudar os empreendedores a tomarem decisões estratégicas informadas, especialmente relacionadas com o planeamento financeiro, estruturação da empresa e rondas de investimento futuras. Os entrevistados afirmam que só conseguem desempenhar este papel de mentor devido à sua experiência e conhecimentos, principalmente nas áreas de gestão, marketing e finanças. Esta observação está em consonância com Macht (2006), que refere que os *BAs* realizam mentoria através da disponibilização de conselhos baseados na sua experiência e conhecimentos. Outro contributo identificado pelos *BAs*, foi a capacidade que têm de introduzir os empreendedores a potenciais clientes, parceiros e investidores. Os *BAs* revelaram conseguir fazer isso através da sua rede de contactos, que segundo a OECD (2011), Werth e Böert (2013) e Macht (2006) é fundamental para facilitar o crescimento das *start-ups*. Por último, os *BAs* que já foram fundadores de *start-ups* sublinharam

a importância do apoio emocional que prestam aos empreendedores. Reconheceram que desenvolver uma *start-up* é um processo desgastante, repleto de desafios e momentos de altos e baixos. Nesse contexto, os *BAs* indicaram que o seu papel também inclui ajudar os empreendedores a manterem-se focados, motivados e resilientes durante os períodos difíceis.

Grande parte dos *BAs* entrevistados referiu que espera ter um relacionamento frequente, sincero e transparente com os empreendedores e as *start-ups* em que investe. Este tipo de relação permite-lhes dar um maior suporte aos empreendedores e manter-se atualizados sobre o progresso da empresa. Os *BAs* também deram um grande ênfase à importância dos empreendedores estarem abertos e recetivos ao *feedback* e conselhos dos investidores. Além disso, alguns *BAs* destacaram a necessidade de alinhar as expectativas com os empreendedores desde o início, para que ambos tenham clareza sobre os objetivos e os respetivos papéis na relação, estando assim de acordo com o que foi mencionado por Collewaert (2012).

No que diz respeito às frustrações associadas ao relacionamento com os empreendedores, alguns dos *BAs* entrevistados referem como principal frustração a existência de pouca comunicação com os empreendedores e a inexistência de transparência da mesma, levando à omissão das atualizações da situação das *start-ups*. Outro aspeto relatado, foi a presença de empreendedores que não se encontram recetivos às opiniões e conselhos dados pelos *BAs*. O *BA 5*, mencionou ainda que a inexistência de um foco torna-se uma frustração, uma vez que “...os empreendedores tentam fazer muita coisa ao mesmo tempo...”. Em contrapartida, outros entrevistados afirmam que não existem frustrações no seu relacionamento.

Os *BAs* entrevistados mencionaram que o equilíbrio entre fornecer suporte e respeitar a autonomia dos fundadores é alcançado através de um papel consultivo, em que partilham a sua experiência e dão conselhos, mas a última decisão é dos empreendedores. O objetivo dos *BAs* é fornecer orientação e apoio estratégico, sem interferir diretamente ou de forma excessiva nas operações diárias da empresa. Além disso, alguns entrevistados mencionaram que é mais fácil alcançar o equilíbrio, quando há um alinhamento das expectativas desde o início da relação.

A maioria dos *BAs* afirmou que nunca enfrentou conflitos de interesses ao investir numa *start-up*, o *BA 5* ainda destacou que tenta evitar que isso aconteça ao máximo, tanto que tenta “...à priori identificar se existe algum potencial conflito de interesses...”.

O *BA 6* relatou um caso específico em que enfrentou um conflito de interesses ao investir em *start-ups*. Inicialmente, começou por investir “...em duas *start-ups* que estavam a atuar na mesma área, mas que apesar de não serem concorrentes, estavam a fazer coisas diferentes, a certa altura foram as duas evoluindo e chegaram ao mesmo sítio e a certa altura tornaram-se concorrentes. O que eu tive de fazer foi escolher uma delas para acompanhar e embora

continuasse a ser acionista nas duas apenas participava e ajudava uma, enquanto que da outra deixei de ter acesso à informação.”.

Todos os *BAs* entrevistados mencionaram que já enfrentaram alguns conflitos com os empreendedores. Um dos conflitos mencionado com mais frequência foi o desalinhamento de expectativas entre os *BAs* e os empreendedores, principalmente em questões estratégicas, em que o empreendedor acredita que a *start-up* deve seguir um determinado caminho, enquanto o *BA* defende outra abordagem. Outro conflito apontado pelos entrevistados foi o facto de alguns empreendedores não estarem abertos a receber *feedbacks*, o que gera tensões e acaba por dificultar a manutenção de uma relação construtiva. Além disso, os *BAs* também referiram que a falta de comunicação e transparência pode causar conflitos. Alguns entrevistados mencionaram que os empreendedores em vez de compartilharem as más notícias, evitam os investidores, o que os impede de ajudar a resolver os problemas.

Por fim, os *BAs* referiram que por vezes têm conflitos com os empreendedores no momento de saída, porque querem sair e os empreendedores querem continuar. Para lidar com esta situação, os *BAs* afirmaram que muitas vezes necessitam de se proteger contratualmente para poderem sair quando quiserem, mesmo quando os empreendedores não estão de acordo.

A maioria dos *BAs* entrevistados indicou que avalia o progresso e o desempenho das *start-ups* através de relatórios periódicos, que incluem maioritariamente métricas operacionais e financeiras. Além disso, alguns *BAs* mencionaram a importância de manter conversas regulares com os empreendedores, permitindo assim uma compreensão mais aprofundada dos progressos alcançados e da visão dos empreendedores em relação ao futuro da *start-up*.

Os *BAs* entrevistados identificaram as três principais fontes de informação que utilizam para se manterem atualizados sobre as tendências e oportunidades no mercado das *start-ups*. A primeira é a participação em eventos, onde os *BAs* têm oportunidade de interagir com outros investidores e empreendedores, discutindo as tendências e oportunidades que surgem neste mercado. Outra fonte de informação bastante referida pelos entrevistados é a participação em redes e grupos de *BAs*, o que está de acordo como o que Sørheim e Landström (2001) mencionaram, pois estas redes e grupos de *BAs* facilitam a partilha de experiências, conhecimentos e oportunidades entre os integrantes. Por último, os *BAs* destacaram que a leitura regular de artigos, *blogs* e *newsletters* relacionados com o universo das *start-ups*, também é uma boa prática para se manterem informados.

### 5.1.1.5 Planeamento Futuro e Saída das *Start-ups*

A maioria dos *BAs* mencionou que decidir o momento certo para sair do investimento numa *start-up* é um processo muito complexo e que depende de vários fatores. Como referiu o *BA 9* “...o maior desafio do *Business Angel* não é investir, é desinvestir, é fazer o *exit*...”.

Muitos entrevistados indicaram que um dos principais fatores para considerar a saída é o nível de maturidade da *start-up*. Quando a *start-up* atinge um patamar de crescimento em que começa a enfrentar problemas que o *BA* já não consegue ajudar a resolver, a *start-up* torna-se mais independente e o papel do *BA* como mentor já não é tão necessário. Nesse momento, os *BAs* indicaram que começam a planear a sua saída da *start-up*.

O *BA 1* comparou este momento ao ato de criar um filho, em que “...no início os pais fornecem todo o apoio necessário, mas depois à medida que o filho cresce, chega a um ponto que é preciso deixá-lo seguir o seu próprio caminho...”.

Outro critério mencionado pelos *BAs* é a oportunidade de venda, que normalmente ocorre quando a *start-up* está a passar por um ótimo momento. Nesta fase, pode ser muito vantajoso para o investidor anjo fazer o *exit*, conseguindo um múltiplo financeiro bastante generoso. O *BA 6* mencionou que os “...*Business Angels* têm a tendência para achar que, se está a correr bem, não vou sair já. Vou esperar porque isto ainda está a crescer. Então, quando está a correr bem... é a melhor altura para sair porque é a altura em que se consegue negociar bem e, portanto, ninguém quer comprar quando as coisas não estão a correr bem...”.

Os investidores ainda referiram que os métodos mais comuns de saída são através de uma nova ronda de investimento ou então, tal como mencionou Morita (2018), através de uma aquisição por parte de outra empresa.

Alguns *BAs* afirmaram que a saída também pode ser motivada por um desempenho fraco da *start-up*. Os *BAs* explicaram que, nestas situações, normalmente têm uma cláusula contratual em que o empreendedor compra as ações detidas pelo *BA* por €1,00. Assim, os investidores conseguem sair da *start-up* e fica ao critério do empreendedor decidir se encerra a mesma.

Uma parte dos entrevistados revelou que nunca teve dificuldades ao tentar sair de um investimento. Já outra parte afirmou ter enfrentado dificuldades e mencionou que estas ocorrem, principalmente, quando não há alinhamento com os empreendedores sobre o momento da saída ou quando as *start-ups* deixam de ter um crescimento acelerado e tornam-se menos atrativas, o que dificulta a venda da participação dos *BAs*.

A maioria dos *BAs* entrevistados indicaram que já tiveram investimentos em *start-ups* que não deram certo e afirmaram que é frequente, uma vez que se trata de uma atividade de risco.

As principais lições aprendidas com esses investimentos é que devem fazer uma *due diligence* mais aprofundada para conseguirem selecionar melhor as *start-ups* em que investem e devem tentar evitar ser influenciados pelo entusiasmo do empreendedor ou pela ideia apresentada.

## **5.1.2 Empreendedores**

### **5.1.2.1 Caracterização do Perfil dos Empreendedores**

No presente estudo, foram entrevistados 5 empreendedores provenientes de dois países (Brasil e Portugal). Todos os empreendedores entrevistados são do sexo masculino e têm entre 26 e 60 anos, sendo que há mais entrevistados na faixa etária dos 41-50 anos. A experiência destes empreendedores também é muito diversificada, variando entre 0 e mais de 15 anos. No entanto, a maior porção de empreendedores entrevistados tem mais de 15 anos de experiência. Os entrevistados indicaram que fundaram as suas *start-ups* entre os 18 e os 50 anos, mas a maioria dos empreendedores entrevistados fundou a sua *start-up* na faixa etária dos 31-40 anos.

As *start-ups* destes empreendedores atuam em diversas áreas como energia renovável e inteligência artificial, serviços de *software* de educação, *developer tools*, *retail tech* e *Fintech*.

### **5.1.2.2 Investimento dos *Business Angels***

Os principais motivos para os empreendedores procurarem investimento de um *BA*, foram, em primeiro lugar, a necessidade de capital para o crescimento da *start-up*. Depois disso, destacaram a proximidade e o envolvimento do *BA* no processo de desenvolvimento da *start-up*, dando apoio com a sua experiência, conhecimento e rede de contactos. Por último, os entrevistados também mencionaram que outro motivo para escolherem os *BAs* é o facto destes serem menos burocráticos em comparação com outros investidores. A maioria dos empreendedores revelou ter conhecido os *BAs* através de incubadoras em que estavam inseridos e programas de aceleração em que participaram.

Os empreendedores referiram que as características que mais valorizam num *BA* são o seu conhecimento e a sua experiência no setor em que a *start-up* está inserida. Também valorizam o facto de terem uma relação próxima e transparente com o mesmo, para conseguirem partilhar os problemas que estão a passar e assim receberem os seus conselhos. Por fim, mencionaram que apreciam que os *BAs* não sejam muito burocráticos e que ofereçam apoio sem serem controladores.

Os entrevistados destacaram que os principais desafios enfrentados pela sua *start-up* antes de serem financiados pelos *BAs* foram a escassez de recursos financeiros e a necessidade de mentoria de pessoas experientes, capazes de discutir estratégias e fornecer conselhos que ajudassem a tomar decisões informadas.

Segundo os empreendedores os *BAs* investiram na maioria das *start-ups* na fase *seed*. Atualmente, a maior parte dessas *start-ups* já alcançou a fase de *exit*.

### 5.1.2.3 Papel e Envolvimento dos *Business Angels*

Os empreendedores mencionaram que embora tivessem uma relação boa com os seus *BAs*, tiveram de enfrentar obstáculos ao trabalharem com os mesmos. Um desses obstáculos foi encontrar um equilíbrio ao nível de *report* e de comunicação, de forma a satisfazer a necessidade dos investidores, mas sem ficarem muito sobrecarregados com estas tarefas burocráticas. Além disso, a maioria dos empreendedores referiu que foram financiados por um grupo de *BAs*, o que gerou dificuldades na comunicação com todos os membros do grupo. No início, as reuniões eram realizadas com o grupo todo e tornavam-se complexas, porque como os investidores tinham muita experiência e conhecimentos, todos queriam dar conselhos e por vezes davam conselhos divergentes. Para resolver este problema, as reuniões passaram a ser realizadas com apenas 2 ou 3 integrantes do grupo e os restantes passaram a receber um *report* mensal.

Os entrevistados destacaram que os *BAs* foram fundamentais para o desenvolvimento das suas *start-ups*. Além do apoio financeiro, os *BAs* também contribuíram de outras maneiras. Através da sua experiência e conhecimento no setor em que a *start-up* atua, deram conselhos e orientações aos empreendedores, o que os ajudou a tomarem decisões, especialmente ao nível estratégico. Os *BAs* também ajudaram a expandir a rede de contactos das *start-ups*, através dos seus próprios contactos, o que foi bastante valioso pois em alguns casos, estes contactos dos *BAs* facilitaram a existência de novas rondas de investimento. Além disso, o empreendedor 2 também revelou que os *BAs* “...ajudaram a resolver pequenos problemas de gestão de equipa...”. Estes contributos estão em consonância com as principais contribuições dos *BAs* para o desenvolvimento de *start-ups* identificadas por Macht (2006) e Ardichvili et al. (2002).

Alguns empreendedores consideram que os *BAs* têm um papel passivo no dia-a-dia da *start-up*. No entanto, ressaltam que de uma maneira mais geral o papel do *BA* acaba por ser ativo, dado que fornece mentoria e apoio estratégico sempre que necessário, só não se envolve na gestão diária da *start-up*. Os empreendedores reconhecem que os *BAs* ativos podem ter um impacto maior no desenvolvimento da *start-up*, mas alertam que o envolvimento, com foco em

cobranças e controlo pode ser prejudicial, tal como indicou Collewaert (2012). Todos os entrevistados concordam que a presença dos *BAs* facilitou o acesso a futuras rondas de investimento, devido à credibilidade que trazem e à rede de contactos dos mesmos.

Os empreendedores revelaram utilizar indicadores de desempenho para medir o desempenho da *start-up* antes, durante e após o envolvimento dos *BAs*. Através desses indicadores foi possível verificar que a *start-up* na maioria das vezes teve um melhor desempenho após a entrada dos *BAs* na mesma.

#### **5.1.2.4 Relação com os *Business Angels***

Os entrevistados esperavam ter uma relação de confiança e informalidade com os *BAs*, onde pudessem esclarecer dúvidas e receber apoio na estratégia da empresa. Além disto, contavam com a ajuda dos *BAs* para facilitar o acesso ao mercado e a geração de negócios através da rede de contactos do mesmo. Mas de acordo com alguns empreendedores, os *BAs* não conseguiram cumprir estas expectativas todas, pois não foi assim tão fácil ter acesso aos mercados e gerar negócios através da rede de contactos dos *BAs*, apesar dos esforços feitos. Além disso, outros empreendedores revelaram ter ficado levemente frustrados pela forte cobrança de resultados exercida por alguns *BAs*, assim como por receberem conselhos genéricos, que em alguns casos, não se aplicavam à realidade da sua *start-up*. Como o empreendedor 5 indicou “...não se pode aplicar a mesma receita a empresas diferentes e esperar que o resultado seja igual, porque no fundo as empresas não são todas iguais.”.

Os empreendedores equilibram a autonomia da sua *start-up* com os interesses e sugestões dos *BAs* ao manter um diálogo aberto e respeitando os conselhos dados por estes investidores. No entanto, a decisão final é sempre dos empreendedores, pois são eles que são responsáveis pela gestão da empresa. Os entrevistados também mencionaram que, por norma, os *BAs* confiam nos empreendedores e aceitam as suas decisões, sem se imporem.

A maior parte dos empreendedores referiram que não tiveram muitos conflitos com os *BAs*. Como referiu o empreendedor 4 “...foram mais diferenças de opinião...”, que eram resolvidas através de uma conversa aberta e transparente, onde ambos apresentavam os seus argumentos, permitindo que os empreendedores tomassem a melhor decisão. No entanto, embora não existissem muitos conflitos, os maiores conflitos surgiam quando os *BAs* tinham uma expectativa de obter resultados muito rápido e estavam focados apenas na parte financeira da *start-up*, preocupando-se principalmente com o retorno financeiro do investimento.

### 5.1.2.5 Planeamento Futuro e de Saída dos *Business Angels*

A maioria dos empreendedores mencionou que os *BAs* esperam obter um retorno financeiro sobre o investimento e por vezes, colocam uma meta de saída até determinada data. No entanto, essa data é um pouco flexível e depende do crescimento da empresa e das oportunidades de saída que possam surgir.

Alguns empreendedores também referiram que já consideraram recomprar as participações dos *BAs*, mas o empreendedor 1 afirmou só pretende “...avançar com essa decisão se a estrutura acionistas se tornar demasiado complexa e se tiver capital suficiente para o fazer.”.

Por último, os empreendedores mencionam que a saída dos *BAs* é vista como um processo natural no ciclo de evolução da *start-up*. Referindo que os *BAs* desempenham um papel mais importante nas fases iniciais, quando a *start-up* precisa de mais apoio. No entanto, à medida que a *start-up* evolui e se torna mais independente, os *BAs* começam a intervir menos e é nesta fase que normalmente decidem sair. A *start-up* por norma, consegue continuar o seu caminho de crescimento mesmo após a saída dos *BAs*. De qualquer modo, os empreendedores destacam a importância de manter uma boa relação com os *BAs*, mesmo após a sua saída da *start-up*.

## 5.2 Discussão dos Resultados

### 5.2.1 Proposição 1: “*Business Angels* com uma boa rede de contactos têm mais facilidade em atrair financiamento adicional para as *start-ups*”

Na perspetiva dos *BAs* entrevistados neste estudo, possuir uma boa rede de contactos é um aspeto fundamental no processo de investimento em *start-ups*. A maioria dos entrevistados mencionaram que numa fase prévia ao investimento é necessário analisarem as suas redes de contactos, avaliando se as mesmas têm capacidade para auxiliar as *start-ups*. Este auxílio, passa não só por ajudar a obter potenciais clientes e parceiros, mas também na preparação das próximas rondas de investimento através da apresentação de outros *BAs* e *Venture Capitalists* que estejam interessados em investir na *start-up*. Tal como mencionou o *BA* 6 a “...rede de contactos é fundamental para que eu possa apoiar a *start-up*, ajudando-a a encontrar novos clientes e a preparar-se para a próxima ronda de investimento, apresentando-lhe outros investidores...”. As redes de contactos são tão importantes para os *BAs*, que um dos principais retornos que esperam obter com esta atividade é conhecerem novos empreendedores e investidores, para expandirem as suas redes de contactos.

Por outra perspectiva, na visão dos empreendedores um dos principais fatores que têm em conta quando procuram por investimento anjo, é perceber se os *BAs* têm uma boa rede de contactos para os ajudar a encontrar novos clientes e parceiros, como também auxiliá-los a conseguir mais financiamento através de uma futura ronda de investimento. Foi identificado neste estudo que para a maioria dos empreendedores entrevistados as redes de contactos dos *BAs* foram eficazes na angariação de novos clientes e parceiros. O empreendedor 5, que é um empreendedor mais experiente referiu que os *BAs* “...deram-nos *networking*, apresentaram-nos a muitas pessoas, mesmo que às vezes não tenha dado nada na altura, ficou o contacto feito e pode ser que seja importante para mais tarde...”. Todos os empreendedores entrevistados continuam a considerar que a presença dos *BAs* facilitou o acesso a financiamento adicional, devido à sua rede de contactos e credibilidade. Como o empreendedor 2 revelou os *BAs* “... facilitaram o acesso a futuras rondas de investimento, porque trazem outros investidores para o negócio e dão mais credibilidade quando vamos falar com outros investidores.”.

Em suma, através do estudo desenvolvido, foi possível validar a Proposição 1, dado que os resultados deste estudo estão em consonância com a pesquisa de Werth e Böert (2013). Tanto na perspectiva dos *BAs*, como dos empreendedores, ambos consideram que quanto mais completa for a rede de contactos dos *BAs*, mais fácil será conseguir atrair financiamento adicional para as *start-ups*.

### **5.2.2 Proposição 2: “Os *Business Angels* ativos têm um impacto maior no desenvolvimento das *start-ups* do que os *Business Angels* passivos”**

Os *BAs* entrevistados neste estudo revelaram que investem maioritariamente em grupo e por esse motivo não conseguem acompanhar ativamente todas as *start-ups* em que o grupo investe, quer seja por não terem disponibilidade ou experiência e conhecimentos na área de atuação das *start-ups*. Então, a maioria dos grupos decidiu criar o papel de “arcanjo”, para permitir que os *BAs* se envolvam mais ativamente nas *start-ups* que atuam nas áreas em que estes têm mais conhecimento e experiência. Assim sendo, os *BAs* sentem que conseguem ajudar mais as *start-ups* quando desempenham um papel mais ativo, sendo “arcanjos” das mesmas, pois estão mais informados do que se passa na *start-up* e resolvem com mais facilidade os problemas que esta enfrenta. Quando desempenham um papel mais passivo, limitam-se a receber relatórios mensais e a participar nas reuniões do conselho de administração pós-investimento, o que os impede de fornecer o mesmo nível de apoio que conseguem dar quando acompanham as *start-ups* de perto.

Por vezes, os *BAs* não se conseguem envolver mais ativamente nas *start-ups*, porque como referiu o *BA* 7 “Quando as coisas começam a correr mal é normalmente quando as *start-ups* entram em *blackout*...queres saber como as coisas estão para poderes ajudar e não tens a informação suficiente...os empreendedores às vezes esquecem-se que tu és um investidor que podes e queres ajudar porque tens dinheiro ali.”. Isto demonstra que uma comunicação completa e transparente é essencial para um envolvimento ativo dos *BAs*.

Por outro lado, os empreendedores revelaram que o envolvimento dos *BAs* é um fator crucial, porque é um dos principais motivos que os leva a quererem ser financiados pelos *BAs* em vez de outros investidores. O empreendedor 2 destacou que os *BAs* “...normalmente envolvem-se mais e têm uma relação mais próxima connosco do que outros tipos de investidores...”, por este motivo contribuem mais para o desenvolvimento da *start-up* nas fases iniciais. Assim, as características que os empreendedores mais valorizam nos *BAs* são o seu conhecimento, a sua experiência e a possibilidade de terem uma relação próxima. Este relacionamento próximo permite que os empreendedores se sintam mais à vontade para partilhar os problemas que estão a enfrentar com os *BAs* e desta forma os *BAs* podem-se envolver mais ativamente na *start-up* e ajudar a resolver esses problemas.

Os empreendedores neste estudo, explicaram que pelo facto de normalmente serem financiados por grupos de *BAs* é complicado conseguir que todos os *BAs* do grupo se envolvam ativamente na *start-up* sem gerar muita confusão. De modo a isso não acontecer, os empreendedores passaram a comunicar-se e a envolver ativamente apenas 2 ou 3 *BAs*, enquanto os restantes *BAs* do grupo passaram a adotar um papel mais passivo, em que só recebiam o relatório mensal feito pelos empreendedores e participavam nas reuniões do conselho de administração pós-investimento. Os empreendedores enfatizaram que os *BAs* ativos foram cruciais para o desenvolvimento da *start-up*, ao fornecerem apoio estratégico e auxílio na resolução de pequenos problemas na gestão da equipa.

Embora a maioria dos empreendedores considerem que os *BAs* tiveram um papel passivo no dia-a-dia da *start-up*, reconhecem que por vezes, o papel dos *BAs* acaba por ser ativo, porque fornecem apoio e mentoria à *start-up* sempre que necessário. Os empreendedores reconheceram que os *BAs* ativos podem ter um impacto maior no desenvolvimento da *start-ups*, mas o empreendedor 4 alerta que o “...envolvimento ativo com foco em cobranças e controlo, não é benéfico para a *start-up* e atrapalha...”.

Por fim, tanto os *BAs* como os empreendedores, concordam que os *BAs* desempenham um papel mais importante nas fases iniciais da *start-up*, que é quando a mesma necessita mais de

apoio. Mas conforme a *start-up* evolui e começa a tornar-se independente, deixa de necessitar de tantas intervenções dos *BAs* e estes começam a desempenhar um papel mais passivo.

A percepção dos *BAs* e dos empreendedores entrevistados neste estudo, está em consonância com os estudos de Wetzel (1983), que menciona que os *BAs* ativos tendem a manter uma relação mais forte com as *start-ups* do seu portfólio, enquanto os *BAs* passivos mantêm uma relação mais distante, por não se envolverem ativamente na empresa. Para além disso, as percepções dos entrevistados também corroboram com os estudos de Hüsler e Platzer (2014) e de Lodefalk e Andersson (2023), que referem que a participação ativa dos *BAs* é positiva para as *start-ups*, pois aumenta as suas chances de sucesso e crescimento. Assim sendo, com base nas evidências fornecidas por este estudo, a Proposição 2 é validada.

### **5.2.3 Proposição 3: “A experiência dos *Business Angels* influencia positivamente a sobrevivência e o crescimento das *start-ups* que os mesmos financiam”**

Todos os *BAs* entrevistados têm uma vasta experiência profissional e quase todos já foram fundadores de uma *start-up*. Os *BAs* consideram que esta experiência, tanto profissional como empreendedora, é crucial para conseguirem desempenhar um papel de mentor. Este papel de mentor é justamente o que leva os empreendedores a procurarem os investidores anjo, pois um dos principais desafios enfrentados pelos empreendedores antes de serem financiados pelos *BAs* é a necessidade de mentoria de pessoas experientes, que os possam apoiar emocionalmente e que os ajudem a tomar decisões estratégicas, especialmente relacionadas com o planeamento financeiro, a estruturação da empresa e as rondas de investimento futuras. Os empreendedores reconhecem que a experiência corporativa dos *BAs* foi fundamental para o desenvolvimento das suas *start-ups*. Graças a essa experiência, os *BAs* conseguiram auxiliar os empreendedores a tomarem melhores decisões estratégicas, particularmente nas áreas de gestão, finanças e marketing. O empreendedor 5 afirmou que o “...aconselhamento e apoio de pessoas experientes como os *Business Angels*, ajuda-nos a evitar cometer alguns erros comuns...”. Além disso, a experiência corporativa e empreendedora que os *BAs* acumularam ao longo da sua vida permite-lhes ter uma valiosa rede de contactos, que utilizam para apresentar a *start-up* a potenciais clientes, parceiros e investidores.

O *BA* 1 indicou que a sua experiência empreendedora, adquirida tanto através dos investimentos que faz nesta atividade como por já ter fundado uma *start-up*, permitiu-lhe “...compreender ainda mais os desafios e as necessidades dos empreendedores...”, pois também já passou por situações semelhantes. Uma das características mais valorizadas pelos

empreendedores quando estão à procura de um *BA* é precisamente o facto destes já terem sido fundadores de uma *start-up*. Tanto que, nas entrevistas ficou perceptível que os *BAs* que já foram fundadores de *start-ups* atribuem uma grande importância ao apoio emocional, pois como já passaram por esta situação reconhecem que desenvolver uma *start-up* é um processo muito desgastante, repleto de desafios e com muitos momentos de altos e baixos. Por isso, estes investidores sabem por experiência própria, que parte do seu papel passa por ajudar os empreendedores a manterem-se focados, motivados e resilientes durante os períodos de crise.

Os empreendedores reforçam que os *BAs* influenciam positivamente a sobrevivência e o crescimento das *start-ups*. O empreendedor 4 mencionou que tem “...indicadores de desempenho para medir o sucesso da *start-up* após o envolvimento dos *Business Angels* e posso afirmar que o desempenho melhorou depois deles entrarem...”.

Com base neste estudo, a Proposição 3 foi validada. Os *BAs* e os empreendedores entrevistados concordam com os estudos da OECD (2011), que mencionam que empresários de sucesso, com uma vasta experiência e conhecimento conseguem impactar significativamente as *start-ups* após o seu investimento, ajudando os empreendedores a construir e desenvolver as suas empresas. Mas para além disso, este estudo também salienta que a experiência dos *BAs*, por já terem sido fundadores de uma *start-up*, é fundamental para compreenderem melhor os empreendedores e fornecer-lhes um apoio emocional sólido, que é algo tão importante quando se está no processo de desenvolvimento de uma *start-up*.

### **5.2.5 Problema de Investigação: “Qual é o impacto real dos *Business Angels* no desenvolvimento de *start-ups*?”**

Com base nos dados adquiridos através do estudo desenvolvido, é possível responder ao problema de investigação. Estes dados focam-se essencialmente nas perspetivas dos *BAs* e dos empreendedores, abordando tópicos como a contribuição financeira, a mentoria e o papel das redes de contactos.

O capital financeiro disponibilizado pelos *BAs* é crucial para o desenvolvimento das *start-ups*, especialmente nas fases *pre-seed* e *seed*. Este financiamento preenche a lacuna entre o capital provido pelos *Friends, Family and Fools* e o *Venture Capital* (Pereira, 2022). Os *BAs* entrevistados, revelaram que investem individualmente cerca de €10.000,00, no entanto quando investem em grupo, o valor investido pelo grupo é cerca de €100.000,00 por *start-up*.

Com base nos resultados deste estudo, constatou-se que a escassez de recursos financeiros é um dos principais motivos para os empreendedores procurarem *BAs*, pois necessitam de

capital para impulsionar o crescimento da *start-up*. Sem o financiamento disponibilizado pelos *BAs*, seria muito difícil das mesmas desenvolverem-se. Os empreendedores entrevistados mencionaram que o apoio financeiro dos *BAs*, serve essencialmente para conseguirem desenvolver os seus produtos/serviços, captar os clientes iniciais e posicionarem-se no mercado.

Os *BAs*, para além de fornecerem capital aos empreendedores, também desempenham um papel muito importante como mentores. Como referido por Macht (2006), para que possam desempenhar este papel é crucial conseguirem dar um bom acompanhamento às *start-ups* após investirem nas mesmas. Neste estudo, embora o papel desempenhado pelos *BAs* seja predominantemente passivo no dia-a-dia das *start-ups*, os empreendedores reconhecem que de uma maneira mais abrangente, estes investidores desempenham um papel ativo, conforme a definição de *BAs* ativo proposta por Shane (2008), pois fornecem mentoria e apoio sempre que a *start-up* necessita, sem se envolverem diretamente na gestão diária da *start-up*.

Os *BAs* entrevistados reforçam esta ideia, sublinhando que o seu objetivo é prestar um papel consultivo aos empreendedores, fornecendo orientação e apoio estratégico com base na sua experiência e conhecimento. Contudo, destacam que cabe aos empreendedores tomar as suas próprias decisões. Por esse motivo, não interferem diretamente ou de forma excessiva nas operações diárias da *start-up*, uma vez que essa responsabilidade pertence aos empreendedores.

Os *BAs* destacam o papel de mentor, como um dos principais contributos que podem fornecer para o desenvolvimento das *start-ups* em que investem. Este papel é fundamental para auxiliar os empreendedores a tomarem decisões estratégicas informadas. Conforme Macht (2006) mencionou, os investidores disponibilizam conselhos com base nas suas experiências e conhecimentos, neste caso em específico nas áreas de gestão, marketing e finanças. Além disso, os *BAs* que têm experiência como fundadores de *start-ups*, destacam que é crucial apoiar emocionalmente os empreendedores, para que estes se mantenham focados, motivados e resilientes durante os períodos mais difíceis que as *start-ups* têm de ultrapassar. Os empreendedores corroboram com a ideia da importância do papel da mentoria, destacando que um dos principais desafios enfrentados pela sua *start-up* antes de serem financiados pelos *BAs*, era a necessidade de mentoria de pessoas experientes. Os mesmos revelaram que os *BAs* vieram preencher essa lacuna com o seu amplo conhecimento e experiência no setor que a *start-up* está inserida, conseguindo desta forma fornecer conselhos e orientações aos empreendedores, auxiliando-os na tomada de decisões, especialmente ao nível estratégico.

Por fim, tanto os empreendedores como os *BAs* referem que o papel de mentor desempenhado pelos investidores anjo é mais importante nas fases iniciais da *start-up*, quando

a mesma necessita de mais apoio. À medida que a *start-up* evolui e se torna mais autónoma, a necessidade de apoio constante e mentoria por parte dos *BAs* diminui.

Através do estudo realizado, foi possível identificar que outro dos principais benefícios do investimento anjo é o impacto positivo das suas redes de contactos no desenvolvimento das *start-ups*. Os resultados do estudo estão em consonância com o que foi defendido por Macht (2006), uma vez que através das suas redes de contactos os *BAs* conseguem ajudar a construir a rede de contactos da *start-up*, apresentando os empreendedores eventuais parceiros de negócio, clientes e novos investidores. Conforme identificado neste estudo e referenciado pela OECD (2011), isto facilita o crescimento da *start-up*, porque através destes contactos consegue atrair mais investimento, permitindo-lhe escalar o seu negócio e desenvolver-se mais depressa.

Além disso, os resultados deste estudo evidenciam que tanto os empreendedores como os *BAs* entrevistados, concordam com o que Werth e Böert (2013) defendem. Quanto melhor estabelecida for a rede de contactos dos *BAs*, mais fácil será os mesmos ajudarem a *start-up* a obter financiamento adicional, aumentando também a probabilidade de conseguirem uma saída bem-sucedida no futuro.

Em suma, com base nos resultados da pesquisa, conclui-se que os *BAs* têm realmente um impacto positivo no desenvolvimento das *start-ups*. Este impacto manifesta-se essencialmente em três dimensões, sendo estas a contribuição financeira, a mentoria e a rede de contactos. O impacto da contribuição financeira reside no facto de que, com este capital fornecido pelos *BAs*, os empreendedores podem desenvolver os seus produtos/serviços, captar os seus primeiros clientes e posicionar-se no mercado. A mentoria dos *BAs* tem um efeito positivo no desenvolvimento das *start-ups*, uma vez que permite auxiliar os empreendedores a tomarem decisões estratégicas informadas, evitando que cometam erros comuns devido à sua inexperiência. Por último, as redes de contactos dos *BAs* exercem uma influência positiva, dado que facilitam o acesso dos empreendedores a novos investidores, parceiros e clientes. Contudo, o impacto dos *BAs* ainda pode ser maximizado, caso estes consigam equilibrar o seu envolvimento ativo com a autonomia dos fundadores, fornecendo apoio sem interferir excessivamente na gestão diária da *start-up*. Desta forma, garantem que o crescimento da *start-up* é maximizado.



## 6. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

### 6.1 Principais Conclusões do Estudo

A presente dissertação permitiu analisar o impacto que os *BAs* têm no desenvolvimento de *start-ups*, possibilitando fornecer contribuições teóricas sobre o tema. De acordo com as perspectivas dos *BAs* e dos empreendedores entrevistados, ficou perceptível que o envolvimento destes investidores passa por contribuições financeiras, mentoria e acesso às suas redes de contactos.

Este estudo revelou que os *BAs* desempenham um papel crucial no ciclo de vida das *start-ups*, especialmente nas fases *pre-seed* e *seed*. Uma das contribuições teóricas desta dissertação é a relação entre a capacidade de atrair financiamento adicional e a presença de *BAs* com uma boa rede de contactos. Através deste estudo foi possível reforçar a linha de pensamento de Werth e Böert (2013), ao mostrar que quando os *BAs* têm uma ampla rede de contactos, facilitam a captação de novos investidores, contribuindo para o desenvolvimento acelerado da *start-up*.

A distinção entre *BAs* ativos e passivos também se mostrou relevante para compreender o impacto que cada um exerce no desenvolvimento das *start-ups*. Nesta pesquisa, constatou-se que os *BAs* ativos tiveram um impacto maior no desenvolvimento das *start-ups* em comparação com os *BAs* passivos, uma vez que forneceram mentoria especialmente ao nível estratégico, o que auxiliou os empreendedores a ultrapassar inúmeras adversidades. Em contraste, os *BAs* passivos limitaram-se a receber relatórios periódicos e a participar em reuniões do conselho de administração pós-investimento, não se envolvendo ativamente na *start-up*, apenas fornecendo capital. Os resultados desta dissertação, corroboram os estudos efetuados por Wetzel (1983), Hüsler e Platzer (2014) e Lodefalk e Andersson (2023).

Outra contribuição teórica deste estudo é a importância da experiência dos *BAs* para a sobrevivência e crescimento das *start-ups*. O estudo confirma o que foi mencionado pela OECD (2011), ao demonstrar que a experiência profissional dos *BAs* é fundamental, para que consigam fornecer mentoria aos empreendedores, auxiliando-os a tomarem decisões estratégicas mais informadas. Além do que foi mencionado pela OECD (2011), este estudo acrescenta que o facto de muitos *BAs* terem sido fundadores de *start-ups* é importante. Essa experiência permite-lhes perceberem melhor os empreendedores e as dificuldades que os mesmos estão a passar, porque já vivenciaram o processo de desenvolver uma *start-up* e sabem que é um processo desgastante com muitos altos e baixos. Como resultado, conseguem prestar um melhor apoio emocional ao empreendedores ajudando-os a manterem-se focados, motivados e resilientes nos momentos em que a *start-up* está a passar por mais dificuldades.

Concluindo, esta dissertação contribui para uma percepção mais aprofundada sobre o papel dos *BAs* no desenvolvimento de *start-ups*, com base nas perspectivas dos *BAs* e dos empreendedores. O estudo revela que estes investidores influenciam o desenvolvimento das *start-ups*, através das suas contribuições financeiras, mentoria e acesso às redes de contactos.

## 6.2 Implicações para a Prática

Com base nas conclusões desta dissertação, surgem várias implicações para a prática que podem ajudar a melhorar a relação dos *BAs* com os empreendedores, fortalecendo o ecossistema.

Para os *BAs*, é essencial focarem os seus investimentos em *start-ups* que atuem em áreas nas quais possuam experiência, conhecimentos e conexões. Deste modo, podem fornecer um melhor suporte às *start-ups*, aumentando as chances de conseguirem uma saída bem-sucedida. Estes investidores devem investir na construção das suas redes de contactos, pois isso agrega valor às *start-ups*, facilitando o acesso a novos investidores, parceiros e clientes. Consequentemente, essas conexões aumentam o potencial de crescimento da *start-up* e melhoram o retorno financeiro. Em contrapartida, os empreendedores devem seleccionar o *BA* que melhor se adequa às suas necessidades e que possua as competências necessárias para contribuir no desenvolvimento da *start-up*. Além disso, é fundamental que alinhem as expectativas com os *BAs* desde o início da relação, definindo os papéis e os objetivos de cada um. A comunicação deve ser frequente, sincera e transparente, permitindo que os *BAs* estejam sempre a par do que acontece na *start-up*, para que possam apoiar melhor os empreendedores.

Em relação ao ecossistema empreendedor, é essencial continuar a promover a criação de eventos, plataformas e outras formas de conectar os *BAs*, os empreendedores e as *start-ups*, pois é fundamental para o crescimento do empreendedorismo, especialmente em regiões menos desenvolvidas. O ecossistema também deve incentivar a formação dos *BAs*, principalmente daqueles que nunca fundaram *start-ups*, uma vez que este estudo revelou que a experiência como fundadores ajuda no relacionamento com os empreendedores, tendo impacto positivo no desenvolvimento das *start-ups* e na forma como os *BAs* podem contribuir neste processo. Além disso, para impulsionar o crescimento da atividade dos *BAs*, é importante que o governo implemente medidas de apoio, como incentivos fiscais. O crescimento desta atividade fortalecerá o desenvolvimento das *start-ups* e, por sua vez, todo o ecossistema empreendedor.

### 6.3 Limitações de Pesquisa e Sugestões para Investigações Futuras

Ao longo do desenvolvimento deste estudo, foram identificadas algumas limitações de pesquisa. Complementarmente, serão apresentadas sugestões para investigações futuras, com o objetivo de aprofundar a compreensão do papel dos *BAs* no desenvolvimento de *start-ups*.

A primeira limitação desta dissertação está relacionada com a dimensão da amostra, uma vez que este estudo contou apenas com 14 entrevistados (9 *BAs* e 5 empreendedores). A presença deste número reduzido de participantes, limitou a representatividade dos resultados e a capacidade de generalização dos mesmos. Em futuras investigações, sugere-se um aumento do número de participantes entrevistados, para permitir uma representatividade maior dos dados e deste modo possibilitar uma generalização mais abrangente dos resultados.

Outra limitação deste estudo, ainda relacionada com a amostra, é o facto de todos os *BAs* entrevistados pertencerem ao mesmo grupo de investimento, assim como todos os empreendedores entrevistados terem sido financiados por este mesmo grupo. Esta homogeneidade poderá influenciar as conclusões da pesquisa, pois restringe a diversidade de experiências e perspetivas, limitando a capacidade de generalização dos resultados. Para futuras investigações de pesquisa, recomenda-se a inclusão de *BAs* e Empreendedores de diferentes grupos de *BAs*, de forma a permitir uma compreensão mais ampla do impacto dos *BAs* no desenvolvimento de *start-ups* em diferentes grupos de investimento.

Seguidamente, outra limitação desta pesquisa está relacionada com os *BAs* entrevistados investirem predominantemente em Portugal e os empreendedores também operarem maioritariamente no país. Esta concentração geográfica condiciona mais uma vez a capacidade de generalizar os resultados globalmente. Logo, para uma investigação futura, sugere-se que a amostra inclua *BAs* e empreendedores de diferentes partes do mundo, para verificar se os resultados observados em Portugal se replicam em outros países.

Por fim, como recomendação, seria interessante em investigações futuras comparar o impacto que os *BAs* têm nas *start-ups* com outros tipo de investidores, como os *Venture Capitalists*, com o objetivo de verificar se existem diferenças significativas no impacto que diferentes formas de capital de risco têm no desenvolvimento de *start-ups*.



## FONTES

- Almeida, R. (2012, Outubro 6). Proposição. Consultado dia 23 de Abril de 2024, em: <https://filosofiaes.blogspot.com/2012/10/proposicao.html>
- Lei nº 21/2023 de 25 de maio. Diário da República nº 101/2023, Série I. Assembleia da República (2023). <https://diariodarepublica.pt/dr/detalhe/lei/21-2023-213498830>
- EBAN. (2023, Outubro). Angel Investing Explained. Consultado dia 12 de outubro de 2023, em: <https://www.eban.org/angel-investing-explained/>
- Nichols, A. (2024, Junho 7). 6 Essential Startup Development Stages. Consultado dia 2 de julho de 2024, em: <https://firmbee.com/startup-development-stages>



## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFIAS

- Aknin, L. B., Dunn, E. W., Whillans, A. v., Grant, A. M., & Norton, M. I. (2013). Making a difference matters: Impact unlocks the emotional benefits of prosocial spending. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 88, 90–95.  
<https://doi.org/10.1016/j.jebo.2013.01.008>
- Alves, F. (2013). Um Estudo das Startups no Brasil [Trabalho de conclusão do Curso de Graduação em Ciências Econômicas]. Universidade Federal da Bahia Faculdade de Economia. <https://repositorio.ufba.br/handle/ri/15395>
- Angel Capital Association. (2022). *Angel Funders Report 2022*.
- Ardichvili, A., Cardozo, R. N., Tune, K., & Reinach, J. (2002). The role of angel investors in the assembly of non-financial resources of new ventures conceptual framework and empirical evidence. *Journal of Enterprising Culture*, 10(1), 39–65.  
[www.worldscientific.com](http://www.worldscientific.com)
- Argerich, J., Hormiga, E., & Valls-Pasola, J. (2013). Financial services support for entrepreneurial projects: key issues in the business angels investment decision process. *The Service Industries Journal*, 33(9–10), 806–819.  
<https://doi.org/10.1080/02642069.2013.719891>
- Baeyens, K., & Manigart, S. (2006). *Follow-on financing of venture capital backed companies: The choice between debt, equity, existing and new investors*.
- Benjamin, G. A., & Margulis, J. B. (2005). *Angel capital: How to raise early-stage private equity financing* (Vol. 287). John Wiley & Sons.
- Bilau, J., & Sarkar, S. (2016). Financing innovative start-ups in Portuguese context: what is the role of business angels networks? *Journal of the Knowledge Economy*, 7(4), 920–934.  
<https://doi.org/10.1007/s13132-015-0304-1>
- Bogdan, R., & Biklen, S. (1994). *Investigação qualitativa em educação: uma introdução à teoria e aos métodos*. Porto editora.
- Caetano, P. (2013). *Capital de Risco*. Actual Editora.
- Carmo, H., & Ferreira, M. M. (2008). *METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO: Guia para Auto-Aprendizagem* (2ª Edição). Universidade Aberta. [www.univ-ab.pt](http://www.univ-ab.pt)
- Carpentier, C., & Suret, J. M. (2013). Business Angels' Perspectives on Exit by IPO.  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2418200>
- 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.  
<https://doi.org/10.1016/b978-0-12-812254-9.00001-2>
- Cegielska, E. (2020). Limitations on the activity of business angels in financing startups. *Acta Scientiarum Polonorum Oeconomia*, 19(3), 5–12.  
<https://doi.org/10.22630/aspe.2020.19.3.23>
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (1999). A Theory of the Going-Public Decision. *The Review of Financial Studies Summer*, 12(2), 249–279. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.2.249>
- Chesbrough, H. (2003). *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology*. Harvard Business School Publishing Corporation.
- Collewaert, V. (2012). Angel Investors' and Entrepreneurs' Intentions to Exit Their Ventures: A Conflict Perspective. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 36(4), 753–779.  
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2011.00456.x>
- Croce, A., Ughetto, E., & Cowling, M. (2020). Investment motivations and UK business angels' appetite for risk taking: The moderating role of experience. *British Journal of Management*, 31(4), 728–751. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12380>
- D'Oliveira, T. (2007). *Teses e Dissertações - Recomendações para a Elaboração e Estruturação de Trabalhos Científicos* (RH Editora, Ed.; 2nd ed.).

- DeTienne, D. R. (2010). Entrepreneurial exit as a critical component of the entrepreneurial process: Theoretical development. *Journal of Business Venturing*, 25(2), 203–215. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.05.004>
- Dorn D. and Sengmueller P. (2009). Trading as entertainment?. *Management Science*, 55(4): 591–603. <https://doi.org/10.2139/ssrn.891438>
- Dorn J., Dorn A. and Sengmueller P. (2008). Why do people trade?. *Journal of Applied Finance*, 18(2): 37–50.
- Duxbury, L., Haines, G., & Riding, A. (1996). A personality profile of Canadian informal investors. *Journal of Small Business Management*, 34(2).
- EBAN. (2018). *Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2017*.
- EBAN. (2022). *EBAN Statistics Compendium 2021*. [www.eban.org](http://www.eban.org)
- Escartín, D., Marimon, À., Rius, A., Vilaseca, X., & Vives, À. (2020). Startup: Concepto y ciclo de vida. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 30, 13–21.
- Falcão, R., Carneiro, M. J., & Moreira, A. C. (2023). Why do business angels invest? Uncovering angels' goals. *Cogent Business and Management*, 10(2). <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2234134>
- Falcão, R., Moreira, A. C., & Carneiro, M. J. (2023). What's in it for me? The perceived investment value of business angels. *The International Journal of Entrepreneurship and Innovation*, 1–15. <https://doi.org/10.1177/14657503231213310>
- Farquhar, J. D., & Rowley, J. (2009). Convenience: a services perspective. *Marketing Theory*, 9(4), 425–438. <https://doi.org/10.1177/1470593109346894>
- Fili, A., & Grünberg, J. (2016). Business angel post-investment activities: a multi-level review. *Journal of Management and Governance*, 20(1), 89–114. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9296-7>
- Filion, L.J. (2011). Defining the entrepreneur. In: Dana, L.P. (ed.) *World Encyclopedia of Entrepreneurship*. Cheltenham: Edward Elgar. 41–52.
- Franić, S., & Drnovšek, M. (2019). The role of regulatory focus and cognitive style in business angels' evaluation of an investment opportunity. *Venture Capital*, 21(4), 353–377. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1599191>
- Freear, J., Sohl, J. E., & Wetzel, W. (2002). Angles on angels: Financing technology-based ventures - a historical perspective. *Venture Capital*, 4(4), 275–287. <https://doi.org/10.1080/1369106022000024923>
- Freixo, M. (2011). *Metodologia científica: fundamentos, métodos e técnicas*. Instituto Piaget.
- Fried, V., & Hisrich, R. (1988). Venture Capital Research Past, Present and Future. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 13(1), 15–28. <https://doi.org/10.1177/104225878801300103>
- Gardner, P. (2003). *InvestorPulse UK Angel Attitude Survey* (Investor Pulse Business Angel Survey, Ed.).
- Gouveia, H. (2012). *Das Beiras para o Centro: A Imagem da Região Centro Junto dos seus Habitantes* [Dissertação de Mestrado]. Instituto Português de Administração de Marketing.
- Guerra, I. C. (2006). *Pesquisa Quantitativa e Análise de Conteúdo – Sentidos e formas de uso*. Príncipia Editora.
- Haines Jr., G. H., Madill, J. J., & Riding, A. L. (2003). Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 16(3–4), 13–40. <https://doi.org/10.1080/08276331.2003.10593306>
- Harrison, R. T., & Mason, C. M. (1996). Developing the Informal Venture Capital Market: A Review of the Department of Trade and Industry's Informal Investment Demonstration Projects 1. *Regional Studies*, 30(8), 765–771. <https://doi.org/10.1080/00343409612331350058>

- Hermanson, B. (2011). *O que é uma startup*. Mundo Sebrae.
- Hill, B. E., & Power, D. (2002). *Attracting capital from angels: How their money-and their experience-can help you build a successful company*. John Wiley & Sons.
- Hüsler, L., & Platzer, E. M. (2014). Business Angels - A subspecies of the homo oeconomicus ludens. *Chimia*, 68(12), 844–846. <https://doi.org/10.2533/chimia.2014.844>
- Irving, J. A., & Williams, D. I. (1999). Personal growth and personal development: Concepts clarified. *British Journal of Guidance & Counselling*, 27(4), 517–526. <https://doi.org/10.1080/03069889908256287>
- Kenney, M. (2011). How venture capital became a component of the US national system of innovation. *Industrial and Corporate Change*, 20(6), 1677–1723. <https://doi.org/10.1093/icc/dtr061>
- Klova, V. (2017). IPO underpricing: What about the shipping sector? *Journal of Multinational Financial Management*, 42–43, 95–115. <https://doi.org/10.1016/J.MULFIN.2017.08.001>
- Lakatos, E. & Marconi, M. (2003). *Fundamentos de Metodologia Científica: Vol. 5 edição*. Atlas. [www.atlasnet.com.br](http://www.atlasnet.com.br)
- Lindsay, Noel & Craig, Justin. (2002). A Framework for Understanding Opportunity Recognition: Entrepreneurs versus Private Equity Financiers. *The Journal of Private Equity*. 6. 13-24. <https://doi.org/10.3905/jpe.2002.320030>.
- Lodefalk, M., & Andersson, F. W. (2023). Business angels and firm performance: First evidence from population data. *PLOS ONE*, 18(3). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0283690>
- Lopes, M. (2018). *Business Angels em Portugal: Preferências Setoriais, Proximidade Geográfica e Desenvolvimento Regional* [Dissertação do Mestrado em Gestão]. Instituto Politécnico de Leiria.
- Macht, S. (2006). *The Post-Investment Impact of Business Angels upon their Investee Companies*. Institute for Small Business & Entrepreneurship. <https://nrl.northumbria.ac.uk/id/eprint/451>
- Mason, C. M. (2009). Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. *International Small Business Journal*, 27(5), 536–556. <https://doi.org/10.1177/0266242609338754>
- Mason, C. M. and Harrison, R. T., Informal Venture Capital in the UK (1994). University of Illinois at Urbana-Champaign's Academy for Entrepreneurial Leadership Historical Research Reference in Entrepreneurship. <https://ssrn.com/abstract=1497772>
- Mason, C.M. and Harrison, R.T. (1999). Public Policy and the Development of the Informal Venture Capital Market: UK Experience and Lessons for Europe, in K. Cowling (ed.) *Industrial Policy in Europe*, pp. 199-223.
- Mason, C. M. & Harrison, R. T. (2002). Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship and Regional Development*, 14(3), 271–287. <https://doi.org/10.1080/08985620210142011>
- Mason, C., & Harrison, R. (2008). *Developing Time Series Data on the Size and Scope of the UK Business Angel Market*.
- Mason, C., Botelho, T., & Duggett, J. (2022). Promoting cross-border investing by business angels in the European Union. *Regional Studies*, 56(8), 1391–1403. <https://doi.org/10.1080/00343404.2021.1960961>
- Monteiro, R. (2011). *As parcerias entre a Escola e as entidades da comunidade - estudo dos casos de um Agrupamento de Escolas e de uma Escola Secundária* [Dissertação do Mestrado em Gestão, Avaliação e Supervisão Escolar]. Instituto Politécnico de Leiria - Escola Superior de Educação e Ciências Sociais.
- Morita, A. (2018). *A decisão de saída dos Business Angels: O caso dos EUA* [Dissertação do Mestrado em Gestão]. Universidade de Évora - Escola de Ciências Sociais. <http://hdl.handle.net/10174/23101>

- Morrisette, S. G. (2007). A profile of angel investors. *The Journal of Private Equity*, 10(3), 52–66. <https://doi.org/10.3905/jpe.2007.686430>
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2016). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2016: An OECD Scoreboard*. OECD Publishing.
- Oliveira, M. M. (2010). *Como Fazer Pesquisa Qualitativa* (3a ed.). Vozes.
- Organisation for Economic Cooperation and Development (2011). Financing high-growth firms: The role of angel investors. In *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*. Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD). <https://doi.org/10.1787/9789264118782-en>
- Pereira, A. (2022). O papel dos “Business Angels” no financiamento e desenvolvimento de Startups [Dissertação do Mestrado em Direito e Gestão]. Universidade Católica Portuguesa - Faculdade de Direito. <http://hdl.handle.net/10400.14/39830>
- Politis, D. (2008). Business Angels and Value Added: What Do We Know and Where Do We Go?. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*. 10. 127–147. <https://doi.org/10.1080/13691060801946147>.
- Preston S. (2004). *A Guidebook to Developing the Right Angel Organization for Your Community*. Kansas City: Ewing Marion Kauffman Foundation.
- Quivy, R., Van Campenhout, L., & Santos, R. (1992). *Manual de investigação em ciências sociais*. Gradiva.
- Ramadani, V. (2009). Business angels: who they really are. *Strategic Change*, 18(7–8), 249–258. <https://doi.org/10.1002/jsc.852>
- Ries, E. (2011). *The Lean Startup*. United States by Crown Business.
- Rose, D. S. (2014). *Angel investing: the Gust guide to making money and having fun investing in startups*. John Wiley & Sons.
- Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). Venture Capitalist Governance and Value Added in Four Countries. *Journal of Business Venturing*, 11, 439–469.
- Shane, S. (2008). The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures. *Small Business Research Summary*, 331. [www.sba.gov/advo/rss-](http://www.sba.gov/advo/rss-)
- Shane, S. (2008). *Fool's Gold?: The Truth behind Angel Investing in America*. 1st ed. Oxford; Oxford University Press.
- Soares, M. (2022). *Teoria Geral do Direito Empresarial: Qual o Papel do Empresário na Construção das Startups?* [Universidade da Ânima]. <https://repositorio.animaeducacao.com.br/handle/ANIMA/22608>
- Sørheim, R., & Landström, H. (2001). Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship and Regional Development*, 13(4), 351–370. <https://doi.org/10.1080/08985620110067511>
- Sousa, P. (2014). *Análise do Papel dos Business Angels no Fomento do Empreendedorismo e da Inovação Empresarial* [Dissertação do Mestrado em Finanças Empresariais]. Instituto Politécnico de Leiria - Escola Superior de Tecnologia e Gestão. <http://hdl.handle.net/10400.8/1401>
- Souza, A.J.M. et al. (1976). *Iniciação à lógica e à metodologia da ciência*. Cultrix.
- Tripodi, T., Fellin, P., & Meyer, H. J. (1975). *Análise da pesquisa social: diretrizes para o uso de pesquisa em serviço social e ciências sociais*. Editora Francisco Alves.
- Vasilescu, L. (2009). Business Angels - Potential Financial Engines For Start-ups. *Economic Research - Ekonomiska Istraživanja*, 22(3), 86–98. <https://hrcak.srce.hr/47321>
- Werth, J. C., & Böert, P. (2013). Co-Investment Networks of Business Angels and the Performance of Their Start-Up Investments. *International Journal of Entrepreneurial Venturing*, 5(3). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1977970>

- Wetzel, W. (1983). Angels and Informal Risk Capital. *Sloan Management Review*, 24(4), 23–34.
- Wetzel, W. E. (1987). The informal venture capital market: Aspects of scale and market efficiency. *Journal of Business Venturing*, 2(4), 299–313. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(87\)90023-1](https://doi.org/10.1016/0883-9026(87)90023-1)
- Wetzel, W.E. & Seymour, C. (1981). Informal Risk Capital in New England. US Small Business Administration, Office of Advocacy.
- Wiltbank, R. E. (2009). *Siding with the Angels: Business Angel investing-promising outcomes and effective strategies*. Nesta.
- Zuckerman, M., & Aluja, A. (2015). Measures of Sensation Seeking. Measures of Personality and Social Psychological Constructs, 352–380. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-386915-9.00013-9>



## ANEXOS

### **Anexo A: Requerimento de Consentimento para a Participação e Gravação de Áudio**

**Título da Dissertação:** O Impacto que os Business Angels têm no Desenvolvimento de Start-Ups

**Entrevistador:** Diogo Murteira

**Instituição:** ISCTE Business School

**E-mail:** Diogo\_Filipe\_Murteira@iscte-iul.pt

**Telemóvel:** +351 96\*\*\*\*\*

---

Venho por este meio convidá-lo(a) para participar numa entrevista sobre o impacto dos Business Angels no desenvolvimento de start-ups. Esta entrevista faz parte da minha dissertação de mestrado em gestão e tem como objetivo entender como diferentes níveis de experiência e envolvimento dos Business Angels afetam o crescimento e sucesso das start-ups.

Se concordar em participar, as entrevistas vão ser realizadas presencialmente ou por videoconferência, com duração média de 60 minutos, e serão gravadas com o seu consentimento.

A sua participação é voluntária e pode retirar o seu consentimento a qualquer momento sem qualquer penalização. Todas as informações recolhidas serão tratadas de forma confidencial e serão apenas utilizadas para fins académicos. Os dados serão apresentados de maneira anónima, garantindo que nenhuma informação pessoal será divulgada.

Ao assinar esta declaração, concorda em participar na entrevista e autoriza a gravação do áudio da mesma.

Se tiver alguma dúvida sobre a entrevista ou sobre a sua participação na mesma, por favor, entre em contacto comigo através do e-mail ou telemóvel disponibilizados anteriormente.

---

## **Declaração de Consentimento**

Eu, \_\_\_\_\_,  
declaro que fui informado(a) sobre os objetivos e procedimentos da entrevista. Concordo voluntariamente em participar e autorizo a gravação do áudio da entrevista.

**Assinatura do Entrevistado:** \_\_\_\_\_

**Data:** \_\_\_\_//\_\_\_\_//\_\_\_\_

**Assinatura do Entrevistador:** \_\_\_\_\_

**Data:** \_\_\_\_//\_\_\_\_//\_\_\_\_

---

Este documento é composto por duas vias de igual teor. Fique com uma via e devolva a outra assinada.

## **Anexo B: Guiões das Entrevistas aos Empreendedores**

### **Entrevista aos Empreendedores**

Muito obrigado por aceitar participar nesta entrevista. O meu nome é Diogo Murteira e sou estudante no ISCTE Business School, neste momento encontro-me a realizar a minha dissertação de mestrado em gestão, sobre "O Impacto que os Business Angels têm no Desenvolvimento de Start-ups".

O objetivo desta dissertação é entender como a experiência e o envolvimento dos Business Angels influenciam o crescimento e o sucesso das start-ups.

Durante esta entrevista, irei fazer algumas perguntas sobre a sua experiência e perceções relacionadas ao investimento dos Business Angels em start-ups.

Gostaria de lembrar que esta entrevista será gravada para garantir que todos os detalhes importantes sejam capturados com precisão. A gravação será tratada com total confidencialidade e utilizada exclusivamente para fins académicos. Nenhuma informação pessoal será divulgada, e pode interromper a entrevista a qualquer momento, caso se sinta desconfortável.

#### **I. Perfil do Empreendedor**

##### 1. Faixa Etária:

- 18-25 anos.
- 26-30 anos.
- 31-40 anos.
- 41-50 anos.
- 51-60 anos.
- > 60 anos.

2. Qual a sua experiência como empreendedor?

- 0-5 anos.
- 6-10 anos.
- 11-15 anos.
- > 15 anos.

3. Em que faixa etária criou a sua start-up?

- 18-25 anos.
- 26-30 anos.
- 31-40 anos.
- 41-50 anos.
- > 50 anos.

## **II. História e Estrutura da Start-up**

1. Pode descrever um pouco a história da start-up?
2. Qual é a indústria que a start-up está inserida?
3. Como descreveria a missão e os objetivos da start-up?

## **III. Investimento de Business Angels**

1. Quais foram os 3 principais motivos para procurar investimento de Business Angels?
2. Como encontrou e selecionou os Business Angels?
3. Quais são as características que mais valoriza num Business Angel?
4. Quais foram os principais desafios enfrentados pela start-up antes de receber o apoio dos Business Angels?

5. De acordo com as seis fases evolutivas de uma empresa, em que fase da empresa os Business Angels investiram? E em que fase a empresa se encontra neste momento?

Pre-Seed, é a primeira fase do ciclo de vida de uma start-up e é caracterizada pelo forte investimento em investigação, desenvolvimento e inovação para moldar a ideia de negócio.

Seed, é a fase em que a empresa tenta iniciar o projeto com um modelo de negócio adequado e eficiente. A empresa começa a operar, lança o produto ou serviço no mercado, valida a reação dos usuários e tenta atrair os primeiros clientes.

Early, é a fase que surge após a superação do ponto de equilíbrio, onde as receitas cobrem todas as despesas da empresa, mas mesmo assim a empresa ainda enfrenta tensões de tesouraria e precisa de injeções de liquidez por parte de agentes externos.

Growth, é a fase que surge após um rápido crescimento de receitas na fase anterior, nesta fase a start-up estabiliza as suas finanças, fideliza clientes e aumenta os seus rendimentos através da captação de novos clientes.

Expansion, é a fase em que as vendas continuam a aumentar, embora exista uma desaceleração no crescimento, mas o fluxo de caixa e o lucro são positivos e crescentes.

Exit, é a última fase do ciclo de vida de uma start-up e representa o culminar de todo o trabalho árduo.

#### **IV. Papel e Envolvimento dos Business Angels**

1. Quais são os obstáculos que enfrentou ao trabalhar com Business Angels e como os superou?

2. No seu entender, quais foram os maiores contributos que os Business Angels deram para o desenvolvimento da start-up?

3. Na sua opinião, quais foram os maiores desafios que a start-up enfrentou e como os Business Angels ajudaram a superá-los?

4. Qual é o papel dos Business Angels no dia-a-dia da start-up? Passivo ou Ativo?

5. Sente que os Business Angels ativos têm um impacto maior no desenvolvimento da start-up do que Business Angels passivos?
6. Os Business Angels ofereceram suporte financeiro adicional além do investimento inicial?
7. Acredita que a presença dos Business Angels facilitou o acesso a futuras rondas de investimento?
8. Tem indicadores de desempenho para medir o sucesso da start-up antes, durante e após o envolvimento dos Business Angels? Se sim, quais?
9. Qual é a política de dividendos ou participação nos lucros para os Business Angels na start-up?

#### **V. Relação com os Business Angels**

1. Quais são as suas principais expectativas no seu relacionamento com os Business Angels?
2. Quais são as suas principais frustrações no seu relacionamento com os Business Angels?
3. Como equilibra a autonomia da sua start-up com os interesses e sugestões dos Business Angels?
4. Qual a importância de ter um relacionamento franco com os Business Angels?
5. Houve algum conflito de interesses ou diferenças de opinião entre os fundadores da start-up e os Business Angels? Se sim, como foram resolvidos?
6. Quais são os maiores conflitos que existem entre os Business Angels e os empreendedores?

7. Percebe alguma diferença na abordagem dos Business Angels em comparação com os outros tipos de investidores como venture capitalists? Se sim, quais?

## **VI. Planeamento Futuro e Saída dos Business Angels**

1. Sabe qual é o plano de saída dos Business Angels? Sabe se têm alguma expectativa em termos de prazo ou retorno sobre o investimento?
2. Como planeia garantir a continuidade do sucesso da sua start-up após a saída dos Business Angels?
3. Já considerou a possibilidade de recomprar as partes detidas pelos Business Angels?

**Obrigado pela Participação.**

**Diogo Murteira** (diogo\_filipe\_murteira@iscte-iul.pt)

## **Anexo C: Guião da Entrevista aos Business Angels**

### **Entrevista aos Business Angels**

Muito obrigado por aceitar participar nesta entrevista. O meu nome é Diogo Murteira e sou estudante no ISCTE Business School, neste momento encontro-me a realizar a minha dissertação de mestrado em gestão, sobre "O Impacto que os Business Angels têm no Desenvolvimento de Start-ups".

O objetivo desta dissertação é entender como a experiência e o envolvimento dos Business Angels influenciam o crescimento e o sucesso das start-ups.

Durante esta entrevista, irei fazer algumas perguntas sobre a sua experiência e perceções como Business Angel.

Gostaria de lembrar que esta entrevista será gravada para garantir que todos os detalhes importantes sejam capturados com precisão. A gravação será tratada com total confidencialidade e utilizada exclusivamente para fins académicos. Nenhuma informação pessoal será divulgada, e pode interromper a entrevista a qualquer momento, caso se sinta desconfortável.

#### **I. Perfil do Business Angel**

1. Faixa Etária:

18-35 anos.

36-50 anos.

51-65 anos.

> 65 anos.

2. Qual a sua experiência como Business Angel?

0-5 anos.

6-10 anos.

11-15 anos.

> 15 anos.

3. Qual a percentagem do seu tempo dedica a esta atividade de Business Angel?
4. Vê esta atividade como um hobby?
5. Se tivesse oportunidade, gostaria de ser Business Angel a tempo inteiro?
6. Acha que ser Business Angel é importante para o desenvolvimento da sua carreira profissional?
7. Indique as 3 principais razões, por grau de importância, que o levaram a ser um Business Angel?
8. Tem experiência no mundo corporativo?
9. Já alguma vez foi fundador de uma start-up?
10. Teve alguma formação específica para ser Business Angel?
11. Em que medida a sua experiência profissional o ajuda na sua atividade de Business Angel?
12. De acordo com as seis fases evolutivas de uma empresa, em que fase normalmente investe?

Pre-Seed, é a primeira fase do ciclo de vida de uma start-up e é caracterizada pelo forte investimento em investigação, desenvolvimento e inovação para moldar a ideia de negócio.

Seed, é a fase em que a empresa tenta iniciar o projeto com um modelo de negócio adequado e eficiente. A empresa começa a operar, lança o produto ou serviço no mercado, valida a reação dos usuários e tenta atrair os primeiros clientes.

Early, é a fase que surge após a superação do ponto de equilíbrio, onde as receitas cobrem todas as despesas da empresa, mas mesmo assim a empresa ainda enfrenta tensões de tesouraria e precisa de injeções de liquidez por parte de agentes externos.

Growth, é a fase que surge após um rápido crescimento de receitas na fase anterior, nesta fase a start-up estabiliza as suas finanças, fideliza clientes e aumenta os seus rendimentos através da captação de novos clientes.

Expansion, é a fase em que as vendas continuam a aumentar, embora exista uma desaceleração no crescimento, mas o fluxo de caixa e o lucro são positivos e crescentes.

Exit, é a última fase do ciclo de vida de uma start-up e representa o culminar de todo o trabalho árduo.

## **II. Seleção de Start-ups e Critérios de Investimento**

1. Indique os 3 principais critérios que tem em conta quando deseja investir numa start-up?
2. Como determina o valuation de uma start-up antes de investir?
3. Quais são os principais fatores que o levaram a investir na start-up em questão?
4. Quais são as características que procura nos fundadores das start-ups?
5. Quais são os principais erros que os Business Angels cometem ao investir em start-ups?
6. Quais são os maiores desafios que os Business Angels enfrentam?

## **III. Estratégia de Investimento e Expectativas Financeiras**

1. Qual é o montante em média que costuma investir por start-up?
2. Qual percentagem do seu capital disponível para investimento, pensa alocar para a atividade de Business Angel?
3. Acha importante dividir o seu investimento como Business Angel num portefólio diversificado de start-ups ou acha melhor concentrar o seu investimento em poucas start-ups?

4. Visto que ser Business Angel é uma atividade de risco, tem consciência que pode perder todo o dinheiro investido?
5. Que estratégias utiliza para mitigar o risco?
6. Qual o retorno financeiro que espera atingir enquanto Business Angel?  
 Espero recuperar o dinheiro investido.  
 Obter um retorno de 1-3 vezes o investimento.  
 Obter um retorno de 4-10 vezes o investimento.  
 Obter um retorno superior a 10 vezes o investimento.
7. Além do retorno financeiro, que outros tipos de retorno espera atingir enquanto Business Angel?

#### **IV. Papel e Envolvimento do Business Angel**

1. Qual é o seu papel no dia-a-dia da start-up? Passivo ou Ativo?
2. Em que medida, caso houvesse uma remuneração por parte da start-up, isso o incentivaria a ter um papel mais ativo?
3. No seu entender, enquanto Business Angel, quais foram os maiores contributos que deu para o desenvolvimento da start-up?

#### **V. Avaliação de Desempenho e Sucesso do Investimento**

1. Como avalia o progresso e o desempenho das start-ups em que investe?
2. Como avalia o potencial de uma start-up ao considerar fazer um investimento na mesma?
3. Como ajuda as start-ups em que investe a enfrentar a concorrência no mercado?

4. Como se mantém atualizado sobre as tendências e oportunidades no mercado de start-ups?

## **VI. Relação com as Start-ups e Desafios Comuns**

1. Quais são as suas principais expectativas no seu relacionamento com a start-up e os empreendedores?
2. Quais são as principais frustrações no seu relacionamento com a start-up e os empreendedores?
3. Como equilibra o suporte e orientação que fornece à start-up com o respeito à autonomia e ao alinhamento com os fundadores?
4. Como é que lida quando percebe que o fundador já não é a pessoa adequada para as funções (por exemplo, ter que o mudar da função de CEO)?
5. Qual a importância de ter um relacionamento franco com os fundadores?
6. Já enfrentou algum conflito de interesses ao investir em uma start-up? Como lidou com isso?
7. Quais são os maiores conflitos entre os Business Angels e os empreendedores que já enfrentou?

## **VII. Planeamento Futuro e Saída**

1. Quais são os critérios que utiliza para decidir quando é hora de sair de um investimento em uma start-up?
2. Tem algum plano de saída para esta start-up em questão? Tem alguma expectativa em termos de prazo ou retorno sobre o investimento?
3. Já enfrentou dificuldades ao tentar sair de um investimento em uma start-up?

4. Já teve algum investimento em start-ups que não deu certo? Se sim, quais foram as lições aprendidas?

**Obrigado pela Participação.**

**Diogo Murteira** (diogo\_filipe\_murteira@iscte-iul.pt)