



Dissertação
Mestrado em Finanças Empresariais

*Análise do Papel dos Business Angels no Fomento do Empreendedorismo e da Inovação
Empresarial*

Patrícia Filipa Domingues de Sousa

Leiria, Setembro de 2014



Dissertação
Mestrado em Finanças Empresariais

*Análise do Papel dos Business Angels no Fomento do Empreendedorismo e da Inovação
Empresarial*

Patrícia Filipa Domingues de Sousa

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação do Doutor Miguel Ângelo Duarte Neves Matias, Professor da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, Setembro de 2014

Dedicatória

Aos meus amigos e à minha família.

Agradecimentos

Agradeço ao meu orientador Doutor Miguel Ângelo Duarte Neves Matias pela sua valiosa contribuição, pelo tempo que dispensou e pelas correções, sugestões e importantes conselhos.

A todos os meus colegas e professores da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria, nomeadamente do Mestrado em Finanças Empresariais.

Agradeço á minha família, em especial aos meus pais pelo apoio prestado, encorajamento e pela força de continuar a alcançar os meus objetivos.

Gostaria, também, de agradecer aos meus amigos e colegas de trabalho pelo companheirismo.

E, finalmente, os meus agradecimentos a todos aqueles que possibilitaram a conclusão deste trabalho e que não se encontram aqui mencionados.

Resumo

A escassez de capital de risco para *start-ups* e pequenas empresas de base tecnológica é um tema cada vez mais abordado, pelo que nos últimos anos o interesse pelo mercado de capital de risco informal, ou seja, os investidores particulares (*business angels*) que investem o seu capital em pequenas empresas não cotadas, tem aumentado significativamente, contudo o conhecimento sobre este mercado é limitado.

Este crescimento de interesse, através de estudos e pesquisas, pela atividade dos *business angels* tem sido acompanhado por um aumento do número diversificado de iniciativas, públicas e privadas, para explicar e desenvolver o mercado de capital de risco informal.

Contudo, a falta de dados sobre os investimentos dos *business angels* indica que existe muito pouca evidência sobre o impacto dessas formas de intervenção, apesar do surgimento dos *business angels* ter vindo colmatar uma lacuna de financiamento no mercado. Efetivamente, o papel dos *business angels* é fornecer capital à atividade empreendedora e inovadora, que sustente uma alta proporção de crescimento económico.

Por consequência, tem existido uma dificuldade por parte dos empreendedores em identificar investidores dispostos a investirem no seu negócio, e vice-versa, conduzindo, assim, a elevados custos de pesquisa para ambos.

Como resultado surgiram as redes de *business angels*, como um canal de comunicação entre os investidores de capital de risco privados informais e os empreendedores que procuram capital de risco.

Assim sendo, o presente estudo visou analisar a influência dos *business angels* no empreendedorismo e na inovação, através das associações de *business angels* e comparar os resultados obtidos acerca da sua atividade, âmbito de atuação e preferências com resultados de estudos elaborados sobre redes de *business angels*. Tendo com este estudo concluindo-se que as associações de *business angels* operam numa escala local e regional, como a maioria das redes de *business angels* e que o número de redes de *business angels*

tem vindo a aumentar, nomeadamente desde a constituição da primeira rede em 2010 já foram criadas onze.

Conclui-se, ainda, que como em outras associações de *business angels* europeias, também em Portugal a maioria das associações de business angels mostram ter menos de 75 investidores e que têm como preferência os setores de atividade de alta tecnologia, tecnologias de informação, telecomunicações e internet/comércio eletrónico.

Palavras-chave: business angels, empreendedorismo, empresas, inovação, redes de business angels.

Abstract

The scarcity of risk capital for start-ups and small technology companies is an increasingly discussed topic, so in recent years the interest in the informal venture capital market, i.e. private investors (business angels) that invest their capital in small unlisted companies, has increased significantly, yet the knowledge of this market is limited.

This growth of interest, through studies and research, the activity of business angels has been accompanied by an increasing number of diverse initiatives, public and private, to explain and develop the informal capital market risk.

However, lack of data on business angel investments indicates that there is very little evidence on the impact of these forms of intervention, despite the emergence of business angels have come to fill a funding gap in the market. Indeed, the role of business angels is to provide capital for entrepreneurial and innovative activity that sustains a high rate of economic growth.

Consequently, there has been a difficulty for the entrepreneurs in identifying investors willing to invest in their business, and vice versa, thus leading to high search costs for both.

As a result the business angel networks have emerged as a communication channel among informal private venture capital investors and entrepreneurs seeking venture capital.

Therefore, this study aimed to analyze the influence of business angels in entrepreneurship and innovation, through the associations of business angels and compare the results about its activity, scope of activity and preferences with results of studies undertaken on business angel networks. With this study it was concluded that the associations of business angels operate on a local and regional scale, like most business angel networks and the number of business angels networks has been increasing, particularly since the establishment of the first network in 2010, eleven have already been created.

Furthermore, it was concluded that as in other associations of European business angels in Portugal most associations of business angels have less than 75 investors and their preference for industries of high technology, information technology, telecommunications and internet/e-commerce.

Keywords: business angels, business angels network, entrepreneurship, firms, innovation.

Lista de figuras

Figura 1 – <i>Angels</i> e as outras fontes de financiamento	5
Figura 2 - Investimentos realizados e <i>Angels</i> que funcionam através de BAN	14
Figura 3 - Número médio de associados das associações de <i>business angels</i>	25
Figura 4 - Âmbito de atuação das associações de <i>business angels</i>	26
Figura 5 - Área de intervenção das associações de <i>business angels</i>	27
Figura 6 - Área de atividade de interesse das associações de <i>business angels</i>	28
Figura 7 - Importância e avaliação do desempenho da empresa participada	30

Lista de tabelas

Tabela 1 - Número de respostas das associações de <i>business angels</i>	23
Tabela 2 - Idade das associações de <i>business angels</i>	23
Tabela 3 - Ano de constituição das associações de <i>business angels</i>	24
Tabela 4 - Número de associados das associações de <i>business angels</i>	24
Tabela 5 - Âmbito de atuação das associações de <i>business angels</i>	25
Tabela 6 - Área de intervenção das associações de <i>business angels</i>	26
Tabela 7 - Número de operações concretizadas pelas associações de <i>business angels</i>	28
Tabela 8 - Importância e avaliação do desempenho da empresa participada	29

Lista de siglas

BA – *Business Angels*

BAN – *Redes de Business Angels*

COMPETE – *Programa Operacional Factores de Competitividade*

EBAN – *European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players*

EURADA – *European Association of Development Agencies*

FNABA – *Federação Nacional de Associações de Business Angels*

PME – *Pequenas e médias empresas*

QREN – *Quadro de Referência Estratégico Nacional*

SAFPRI – *Sistema de Apoio ao Financiamento e Partilha de Risco*

WBAA – *World Business Angels Association*

Índice

Dedicatória	iii
Agradecimentos	v
Resumo	vii
Abstract	ix
Lista de figuras	xi
Lista de tabelas	xiii
Lista de siglas	xv
Índice	xvii
1. Introdução	1
2. Revisão de Literatura	3
2.1. O Empreendedorismo e a Inovação	3
2.2. Os <i>Business Angels</i>	4
2.2.1. As redes de <i>Business Angels</i>	10
2.2.1.1. <i>European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players</i>	12
2.2.1.2. Federação Nacional de Associações de <i>Business Angels</i>	15
2.2.1.3. <i>World Business Angels Association</i>	16
2.2.2. Financiamento e Apoios	17
3. Metodologia	21
4. Discussão de Resultados	23
4.1. Hipótese 1	30
4.2. Hipótese 2	31
4.3. Hipótese 3	32
5. Conclusão	33
5.1. Conclusões/Implicações	33
5.2. Limitações e pistas para investigação futura	35
Bibliografia	37
Webgrafia	43
Anexos	45

1. Introdução

A dificuldade de acesso a financiamento por parte das pequenas empresas tem sido um dos problemas que a política europeia tem tentado combater, pois as pequenas empresas, principalmente as de base tecnológica, são uma importante fonte de inovação, criação de emprego e crescimento da produtividade. Contudo, a capacidade das pequenas empresas acederem a financiamento tem sido afetada por falhas/imperfeições no mercado ao criarem faltas de financiamento (Mason, 2009).

Neste sentido, surgiu na década de 90 na Europa uma nova fonte de financiamento o capital de risco informal (*business angels*), sendo considerada uma das principais fontes de financiamento de capital para as pequenas e médias empresas. No entanto, não existe uma absoluta compreensão da sua importância, devido à ausência de dados que permita medir o seu impacto e as suas tendências ao longo do tempo. Em virtude desta ausência de dados sobre o funcionamento do mercado de capital de risco informal torna-se muito difícil avaliar a necessidade e o alcance de uma política de intervenção pública por forma a garantir que as pequenas e médias empresas estejam orientadas para o crescimento (Mason e Harrison, 1997)

Como resultado desta lacuna surgiram as redes de *business angels* com o objetivo de colmatar esta falta de informação, oferecendo um canal de comunicação entre os investidores de capital de risco privados (*business angels*) e empreendedores que procuram financiamento (Mason e Harrion, 1997).

O presente estudo tem como propósito avaliar a atividade das associações de *business angels* em Portugal, enquanto interface de comunicação entre os investidores e os empreendedores e incentivadores do crescimento do número de *business angels*. Para o efeito, desenvolve-se uma investigação empírica, tendo-se utilizado o questionário como método de recolha de informação para concretização da mesma.

A dissertação está dividida em três partes. Na primeira parte (Capítulo 2), é traçado o perfil dos *business angels*, através de uma revisão de literatura, descrevendo-se os conceitos, as

caraterísticas e as tendências de investimento dos *business angels*. Revelam-se, também, os termos e os traços caraterísticos das redes de *business angels*, bem como a identificação e descrição de algumas redes e, ainda, os financiamentos e apoios disponíveis aos *business angels*.

Na segunda parte (Capítulo 3) é delineada a metodologia deste trabalho de investigação e definidas as hipóteses a testar para resolução dos objetivos deste estudo.

A terceira parte (Capítulo 4) é dedicada à análise das áreas de atuação e os setores de atividade de interesse das associações de *business angels*, bem como o número de associados de cada rede de *business angels*, atendendo aos aspetos relacionados com a metodologia da investigação, a análise e comparação dos resultados.

Por fim é realizada uma análise das conclusões e implicações do trabalho de investigação e, também, a identificação das limitações encontradas ao longo do estudo.

2. Revisão de Literatura

Neste capítulo, abordam-se as diferentes perspectivas sobre o empreendedorismo, relacionando-o com a inovação e os fatores demográficos e psicológicos que influenciam a capacidade empreendedora de cada indivíduo. Efetua-se uma breve revisão da literatura sobre os *business angels*, com a finalidade de se identificar o perfil e tipo de *business angels* existentes, bem como as áreas e setores de interesses dos mesmos. Procede-se, ainda, à descrição da atividade das redes de *business angels*, bem como à caracterização da *World Business Angels Association*, da *European Trade Association for Business Angels*, *Seed Funds*, and *other Early Stage Market Players* e da Federação Nacional de Associações de *Business Angels*, e por fim destaca-se o financiamento e apoios disponíveis à atividade dos *business angels*.

2.1. O Empreendedorismo e a Inovação

Segundo Allinson *et al.* (2000), com base em Timmons (1989), o empreendedorismo é a capacidade de visualizar uma oportunidade onde os outros vêem o caos, a contradição e a confusão. Também, para Brazeal e Herbert (1999) o empreendedorismo é a existência atual ou potencial de algo novo (uma inovação), que pode ter sido desenvolvido por novas formas de olhar para velhos problemas (criatividade) ou pela incapacidade de processos anteriores ou soluções responderem eficazmente aos problemas dos novos parâmetros provocados por condições externas novas ou emergentes (mudanças ambientais), e que pode substituir ou complementar os processos existentes ou soluções (uma mudança), quando defendido por um ou mais indivíduos investidores (o inovador).

Neste sentido, o empreendedor é um agente económico que cria empresas e um inovador, em que os conhecimentos de coordenação de recursos levam à inovação (Alvarez and Barney (2004) citando Baumol (1993)).

Para Ashley-Cotleur *et al.* (2003) existem dois tipos de fatores individuais que influenciam

a decisão de uma pessoa se tornar empreendedora, que são:

- Variáveis demográficas, como o género e os antecedentes familiares, ou seja, o facto de o indivíduo nascer e ser criado numa família empreendedora e de existirem mais homens que mulheres empreendedores; e
- Atitudes, valores e fatores psicológicos, em que o objetivo do indivíduo é fazer a diferença na sua comunidade, ajudando as suas famílias e fazendo dinheiro e obter recompensas monetárias refletidas em salário e benefícios.

Segundo Audretsch (2004), com base nas novas teorias existe uma relação positiva entre o crescimento do empreendedorismo e o crescimento económico, pois o empreendedorismo irá gerar e estimular o crescimento económico, que devido à sua natureza dinâmica vai enfatizar o papel desempenhado pelo conhecimento, sendo o empreendedorismo, muitas vezes, o meio usado para implementar estas novas ideias (o mais radical).

2.2. Os *Business Angels*

O empreendedorismo é o impulsionador do crescimento económico e necessita constantemente de fundos, no entanto a escassez de financiamento a *start-ups*, concretamente a novas empresas de base tecnológica, põe em risco o desenvolvimento de fontes de inovação, o crescimento da produtividade e a criação de emprego. A dificuldade de acesso a financiamento destas pequenas empresas surge devido a falhas de mercado que criaram lacunas de financiamento. Neste sentido, os Governos, inicialmente, responderam a este défice do mercado com o aparecimento das sociedades de capital de risco, contudo as decisões de investimentos destes investidores formais estavam, maioritariamente, sujeitos a influências políticas e o seu mercado alvo eram investimentos com grande potencial de vendas e crescimento a curto prazo (Landström, 1998; Mason, 2009; Szerb *et al.*, 2007).

Assumi-se, assim, que a intervenção dos Governos, através deste mecanismo de financiamento obteve resultados abaixo das expectativas do mercado. Por forma, a complementar este mecanismo de financiamento, a partir da década de 1990 na Europa

Ocidental surge o mercado de capital de risco informal, designados de *business angels*, ou seja, indivíduos que investem o seu capital, tempo e dinheiro em pequenas empresas, em fase *start-up* ou *seed capitals*, antes das outras fontes de financiamento existentes no mercado (Landström, 1998; Mason, 2009).

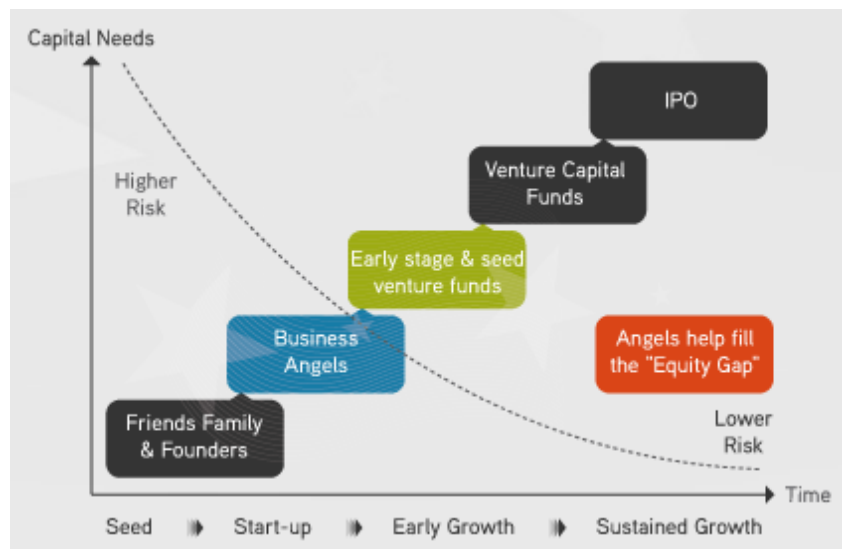


Figura 1 – Angels e as outras fontes de financiamento (in site da EBAN, 2013)

Considera-se, então que "o *business angel* é um investidor particular que investe diretamente (ou através das suas empresas) o seu próprio dinheiro predominantemente em empresas nascentes ou *seed-capital*, sem que exista uma relação familiar envolvida. Os *business angels* tomam as suas próprias decisões de investimento e são financeiramente independentes, ou seja, a possibilidade da perda total do investimento não significará uma mudança significativa no seu património. O *business angel* investe numa lógica de longo prazo e está preparado para dar suporte estratégico aos promotores para que o investimento tenha êxito." (in site da EBAN, 2013). Como exemplos mundiais de empreendedores e empresas apoiados por *business angels*, aparece a Amazon, Apple, Body Shop, Google e Henry Ford.

Para definir o perfil dos *business angels* Ramadani (2009) identificou algumas características, entre elas:

- *Género*, a maioria dos *business angels* são do sexo masculino, como por exemplo

nos EUA e na Grã-Bretanha 95% e 99% dos *business angels*, respectivamente, são do sexo masculino, e na Hungria 100% são do sexo masculino (Kosztopolosz, 2004);

- *Idade*, os *business angels*, geralmente, têm entre 40 a 65 anos de idade, supondo-se que por esta idade os empresários já ganharam experiência e reuniram dinheiro suficiente. Tendo Hill e Poder (2002) num estudo concluído que a idade média dos indivíduos era de 49 anos;
- *Educação*, os *business angels* são, normalmente, pessoas com graus académicos e/ou qualificações profissionais, no entanto são raros os *business angels* que detêm mestrado e doutoramento, sendo que 75% dos *business angels* têm um grau universitário e 20% estão matriculados na universidade;
- *Ocupação*, os *business angels* vêm de vários cargos profissionais importantes e de diferentes áreas de atividade. De acordo com a pesquisa de Alterovitz e Zonderman (2002) 25% desempenham funções na área das finanças, como diretores financeiros e contabilistas, 20% trabalham no setor das máquinas e equipamentos e 55% em áreas como medicina, biotecnologia, construção, entre outras;
- *Riqueza*, sendo uma das condições principais para se tornar um *business angel*, verificando-se que nos E.U.A. um em cada três *business angels* têm um património líquido de pelo menos um milhão de dólares;
- *Investem recursos pessoais*, característica que distingue os *business angels* dos investidores institucionais de capital de risco, como os bancos que têm a obrigação legal de cuidar e investir em empreendedores e projetos de menor risco;
- *Tomam decisões arriscadas*, os *business angels* por terem uma vasta experiência e muitas vezes por serem bem-sucedidos em gestão de empresas, tomam decisões diferentes e de alto risco;
- *Investem localmente*, os *business angels* preferem investir em empresas perto das suas casas, por forma a poderem visitar a empresa onde investiram, como por exemplo na Grã-Bretanha 67% dos *business angels* investem em empresas localizadas a menos 100 milhas da sua casa ou do seu local de trabalho e na Noruega é de 48%; e
- *Investem em empresas não cotadas*, os *business angels* investem em empresas que não são cotados na bolsa de valores.

Ainda, segundo Ramadani (2009), usualmente, os *business angels* investem em setores de alta tecnologia, como por exemplo saúde, biotecnologia, *software* e eletrônica, e também em empresas que se encontrem numa destas três fases:

- *Fase da constituição*, quando o empreendedor tem uma ideia ou um conceito de negócio que necessita de ser desenvolvido e comprovado;
- *Fase de arranque*, quando a ideia ou conceito de negócio foi desenvolvido e é possível a preparação da sua comercialização, normalmente esta fase tem a duração de menos de um ano; e
- *Fase inicial*, quando ocorre a produção e distribuição de um produto ou serviço específico, esta fase dura até aos cinco anos.

Segundo Sørheim e Landström (2001), existem quatro tipos de *business angels*, que se podem distinguir com base na sua atividade de investimento e nas suas competências:

- **Lotto angels:**
 - Investidores com experiência em gestão e limitada em empreendedorismo;
 - Insistem em realizar pequenos investimentos em comparação com outros investidores;
 - Investem uma pequena parte de sua fortuna em empresas que não são cotadas na bolsa de valores;
 - Muito poucos usam as redes de informação para encontrar informações sobre potenciais investimentos, como os *media*;
 - A sua participação nas empresas em que investem é reduzida;
 - Não investem em cooperação com outro investidor, fazem-no sozinho.
- **Trader angels:**
 - Investidores com elevados níveis de atividade de investimento, fazem em média quatro a cinco investimentos num período de três anos;
 - Limitada experiência e gestão e empreendedorismo;
 - Insistem em realizar investimentos elevados;
 - Investem uma parte significativa de sua fortuna em empresas que não são cotadas na bolsa de valores;
 - A sua participação nas empresas em que investem é relativamente limitada;
 - O período de investimento dura menos de 3 anos.

- Analyst angels:
 - Possuem experiência em gestão e empreendedorismo, mas têm um baixo nível de atividade de investimento;
 - Investem uma pequena parte da sua fortuna em empresas que não são cotadas na bolsa de valores;
 - Os seus amigos e colegas representam uma fonte significativa de informação;
 - Realizam os seus investimentos em colaboração com outros investidores;
 - Mais de dois terços desses investidores investem regionalmente, durante um período de três anos;
 - O período de investimento dura menos de 3 anos.

- (Real) Business angels:
 - Investidores com elevados níveis de atividade de investimento, realizando uma média de mais de sete investimentos num período de três anos;
 - Ampla experiência em gestão e empreendedorismo;
 - Investem em cooperação com outros investidores informais;
 - Assumem funções de liderança;
 - As redes pessoais e de negócios são a sua principal fonte de informação e os *media* raramente são utilizados como fonte de informação;
 - O período de investimento dura mais tempo, em comparação com os outros três tipos de investidores;
 - Desempenham um papel ativo nas empresas em que investem, como membros do quadro ou consultores.

Um estudo realizado por Freear *et al.* (1994), mencionado por Sørheim e Landström (2001) e Fenn e Liang (1998), mostrou que tanto investidores informais ativos como potenciais investidores informais tendem a realizar a maioria dos seus investimentos próximos de casa ou do seu local de trabalho, tendo Sørheim e Landström (2001) concluído o mesmo, num estudo elaborado a investidores informais noruegueses. Também Prowse (1998) concluiu que a maioria dos *business angels* investem em empresas que estejam perto das suas casas, de acordo com o perímetro das suas redes, com o objetivo de minimizar os custos de controlo da empresa. Neste seguimento, Mason e Harrison (1994),

mencionados por Harrison *et al.* (2010) demonstram que no Reino Unido dois terços dos investimentos realizados por *business angels* foram realizados a 100 quilómetros da sua casa. Mais tarde, Mason e Harrison (2002a), num estudo realizado em Inglaterra e País de Gales, concluíram que mais de metade (55%) dos *business angels* têm um limite geográfico para investir, em que 67% destes *business angels* o limite é de 2 horas de viagem.

Fenn e Liang (1998), num estudo comparando os investidores de capital de risco e os *business angels*, demonstrou que os investidores de capital de risco investem os seus fundos, principalmente, em empresas com alta tecnologia, em que mais de 80 % das empresas que obtêm capital de risco estão em setores de informática, indústrias médicas, telecomunicações ou serviços de saúde. Também os *business angels* financiam empresas de alta tecnologia com capital semente, seguindo-se maiores, normalmente, investimentos por parte de capitais de risco. Mason e Harrison (2002a), num estudo realizado a *business angels* de Inglaterra e País de Gales, concluíram que mais de quatro em cada dez investidores expressam um interesse forte ou muito forte em empresas de tecnologias de informação, telecomunicações e internet/comércio eletrónico, e menos interesse nos setores da multimédia e biotecnologia, podendo dever-se facto de os *business angels*, normalmente, investirem em setores onde têm algum grau de experiência.

Ao contrário do mercado de capital de risco formal, o mercado de capital de risco informal é caracterizado por ter informações altamente assimétricas e por falta de informação, sendo considerado um mercado oculto e invisível, pelo facto de muitos *business angels* preferirem o anonimato, resultando em custos elevados para ambas as partes (empreendedores e *business angels*) (Christensen, 2011; Mason e Harrison, 1997; Mason, 2009). Para os empreendedores torna-se difícil encontrar *business angels*, devido ao seu anonimato, e os *business angels* não conseguem encontrar oportunidades de investimento suficientes que acompanhem os seus critérios de investimentos (Mason e Harrison, 1997).

2.2.1. As redes de *Business Angels*

Segundo Christensen (2011), o mercado de *business angels* é caracterizado por informações altamente assimétricas e, também, por uma falta geral de informação. As redes de *business angels* tentam essencialmente remediar esta lacuna informativa. Devido à natureza do mercado de capital de risco informal, com uma grande quantidade de atividade existe uma personagem invisível, o conhecimento sobre o desenvolvimento do mercado permanece limitado. Após o aumento do interesse por este tipo de financiamento pela academia e pelos decisores políticos a atividade de investimento aumentou.

Para Mason e Harrison (2007) “as *Redes de Business Angels* (BAN) são uma tentativa de superar os problemas associados com a invisibilidade dos investidores informais e os elevados custos de pesquisa dos empreendedores que procuram investidores e vice-versa, proporcionando um canal de comunicação entre os investidores informais e os empreendedores que procuram financiamento. O seu objetivo é permitir que os empresários tragam as suas propostas de investimento para a atenção de um número de investidores privados ao mesmo tempo e oferecer aos investidores uma forma conveniente de identificar e analisar uma série de propostas de investimento, mantendo o anonimato do investidor até à fase de negociação. Não funcionam como negociantes, corretores de investimento ou consultores de investimento, e não estão envolvidos em quaisquer negociações entre o investidor e o empreendedor ou na estruturação da transação”.

As primeiras redes *business angels* foram criadas no Reino Unido no início de 1990, seguido pelos Países Baixos em 1995, pela Finlândia em 1996 e, finalmente, a Bélgica em 1999 (Mason, 2009).

As redes não desempenham nenhum papel no processo de investimento, pois os *business angels* tomam as suas próprias decisões de investimento, realizam sua própria diligência e negociam o seu próprio termo de compromisso diretamente com o empreendedor. Estas apenas desempenham um papel crítico em vários países na consciencialização para o mercado de *business angels* e no desenvolvimento de capacidades através de formação a empreendedores e investidores (Mason, 2009).

Segundo Mason (2009), a maioria das BANs operam numa escala local ou regional, refletindo as preferências da maioria dos investidores ao investir localmente. A necessidade de investidores e empresários interagirem pessoalmente, deu predominância às reuniões de investimento como o processo mais comum de *matching*. A maioria das redes (64%) são entidades sem fins lucrativos, apoiadas por organizações com competência para o desenvolvimento económico (por exemplo, entidades locais, agências governamentais, universidades, parques tecnológicos, incubadoras de empresas). Estas, normalmente, dependem de uma variedade de fontes de rendimento, nomeadamente honorários de investidores e empresários, patrocínios e honorários sobre investimentos de sucesso que ocorram. No entanto, estas fontes de rendimento não são suficientes para colmatar os seus custos operacionais, por isso a maioria não são financeiramente autossustentáveis e dependem do setor público para sua existência contínua.

Na Europa tem havido um aumento no número de redes e um aumento no número de *business angels* registados nessas redes, por exemplo, a *European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players* (EBAN) registou 334 BANs em 2009. A evolução no número de BANs não é, no entanto, uniformemente distribuída por toda a Europa, tendo o número de redes diminuído em mercados maduros de *angels*, nomeadamente no Reino Unido, Suécia, Alemanha, Itália, Holanda e Bélgica, mas aumentou substancialmente nas economias emergentes na Europa Oriental e Central e Sul da Europa, como França, Espanha e Portugal (Christensen, 2011).

Num estudo realizado por Gregson *et al.* (2013), indicaram que nos E.U.A. o número de organizações de *business angels* cresceu de cerca de 10 em 1996 para mais de 250 em 2005. Referem, ainda, que um estudo da *European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players* em 2008 sugere que a maioria das redes de *business angels* europeias têm menos de 75 membros investidores e somente 10% das BANs têm entre 100 e 225 investidores individuais.

Num estudo elaborado por Mason e Harrison (1997) sobre as redes de *business angels* do Reino Unido, estes concluíram que os investimentos realizados pelos *business angels* são caracterizados por uma grande diversidade de setores industriais, mas com tendência para a fabricação e setores de base tecnológica, correspondendo a mais de 20% dos investimentos e a 30% do valor total investido. A distribuição regional dos investimentos é influenciada

pela localização das redes que se concentram em atender determinadas áreas e regiões, sendo estas redes responsáveis por 64% dos investimentos e 36% do valor investido.

Em Portugal, as redes de *business angels* são entidades privadas sem fins lucrativos, que visam juntar os promotores de empresas em fase de criação ou de crescimento com os seus associados *business angels*, investidores privados e informais de capital de risco. Para além da Federação Nacional de Associações de *Business Angels* (FNABA), existem doze Redes de *Business Angels*, sendo as seguintes:

- ABA - Algarve *Business Angels*;
- Alenbiz - Associação de *Business Angels* do Alentejo;
- APA - Associação de *Business Angels* de Santarém;
- APBA – Associação Portuguesa de *Business Angels*;
- Associação de *Business Angels* de Viseu;
- *Business Angels Club* - Associação Portuguesa de Investidores em *Start-Ups*;
- Business Angels Covilhã;
- CEC/CCIC - Centro *Business Angels*;
- *Club* de Cascais – *Business Angels* de Cascais;
- *Invicta Angels* - Associação de *Business Angels* do Porto;
- OPEN Business Angels;
- *Vima Angels* – Associação de *Business Angels* de Guimarães.

2.2.1.1. European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players

A *European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players* (EBAN) foi constituída em 1999, resultado de uma colaboração entre a Comissão Europeia, um grupo pioneiro europeu de *business angels* e pela *European Association of Development Agencies* (EURADA)¹. A EBAN é, então, considerada como

¹ A EURADA (Associação de Agências de Desenvolvimento Regional) constituída em dezembro de 1991, é uma associação sem fins lucrativos que tem como objetivo promover o desenvolvimento económico através do diálogo com os serviços da Comissão Europeia e de troca de boas práticas entre os membros. A EURADA tem cerca de 150 membros de 25 países da União Europeia e da Europa Central e Oriental.

um grupo de reflexão que formula as políticas da Comissão Europeia no sentido de apoiar projetos de investimento *early stage* na Europa.

A EBAN é a representante em Bruxelas através da participação direta e indireta de mais de 250 redes de *business angels* da Europa e apoia 300 grupos, 20.000 *angels* e 40.000 empresários. Estas 250 redes de *business angels* têm como associados cerca de 20.000 *angels* e recebem por ano quase 40.000 planos de negócios. Por sua vez, a EBAN agrupa mais de 114 organizações como membros nos 27 países.

A EBAN é uma associação sem fins lucrativos que representa os interesses dos *business angels*, das redes de *business angels* (BAN), dos *seed capitals* e outras entidades envolvidas que têm como objetivo colmatar o défice de fundos da Europa.

A sua missão é:

- Representar o setor de investimentos dos *angels* a nível europeu e os investimentos *early stage*;
- Realizar pesquisas sobre os investimentos *early stage* no mercado e produzir factos e tendências;
- Identificar e partilhar as melhores práticas;
- Promover o papel das redes de *business angels* e dos intervenientes nos investimentos *early stage* e apoiar o surgimento de estruturas profissionais em toda a Europa;
- Apoiar a internacionalização dos *business angels* e a sua circulação;
- Promover sinergias e oportunidades de *networking* entre os atores do setor.

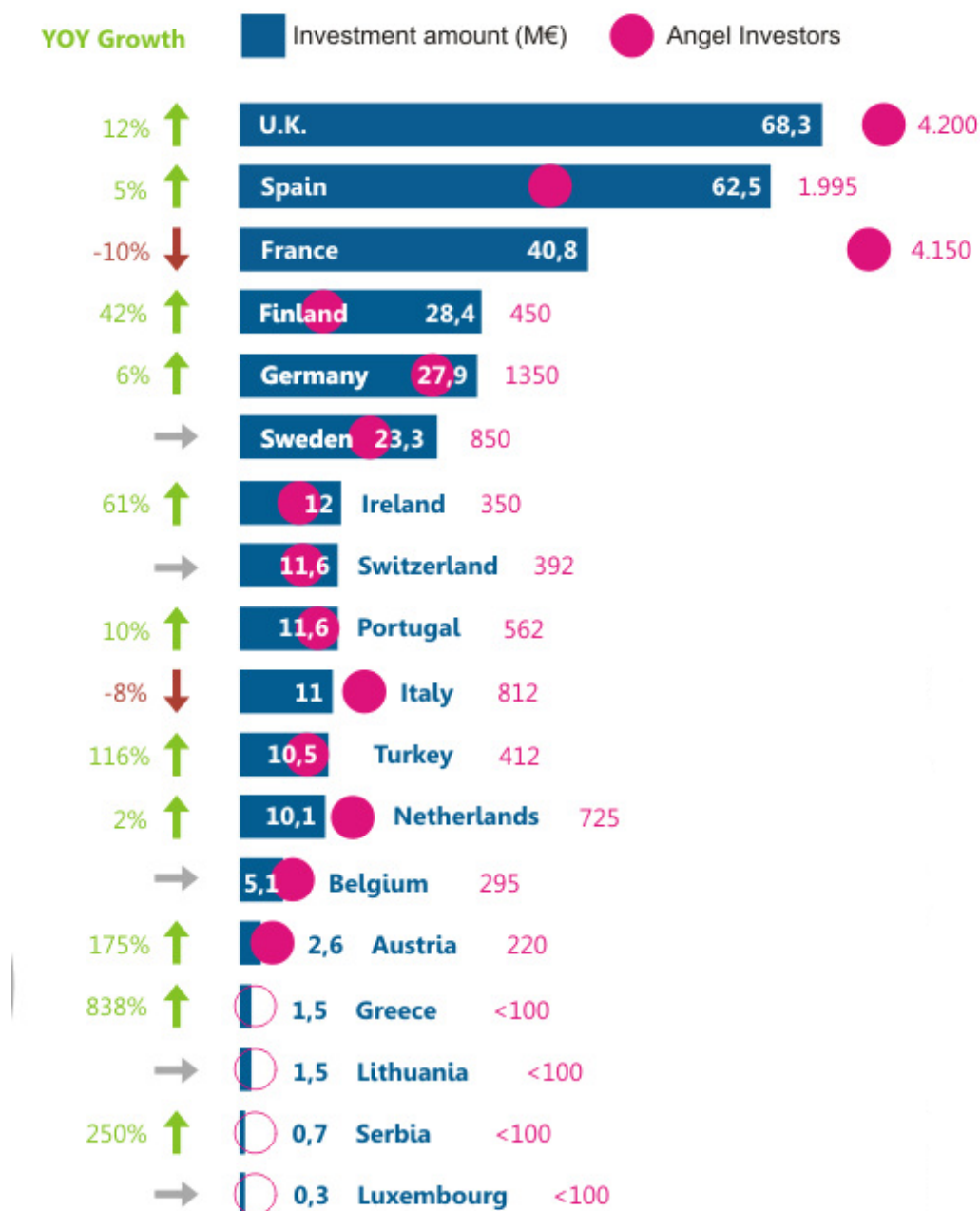


Figura 2 - Investimentos realizados e Angels que funcionam através de BAN (in site da EBAN, 2013)

A Associação Europeia é composta por federações nacionais de *business angels*, redes de âmbito nacional, redes regionais e locais, fundos de capital de risco para projetos *early stage*/investidores e membros associados, sendo os membros compostos por 14 federações, 27 associados, 10 afiliados, 8 fundos *early stage*, 14 redes e 1 rede de *business angel*. Deste conjunto de membros integram 4 membros portugueses, sendo eles 2 federações (FNABA - Federação Nacional de Associações de *Business Angels* e APBA - Associação

Portuguesa de *Business Angels*), 1 rede (Gesventure, S.A.) e 1 associado (IAPMEI – Agência para a competitividade e Inovação, I.P.).

2.2.1.2. Federação Nacional de Associações de *Business Angels*

A Federação Nacional das Associações de *Business Angels* (FNABA) é uma federação de associações de *business angels* de caráter nacional, sem fins lucrativos, constituída em 2006 com o intuito de representar institucionalmente as associações de *business angels* de todo o país, preservando sempre a independência e o âmbito de atuação de cada um dos seus associados.

Aquando da sua constituição foi delineado que a FNABA ficaria responsável por promover e coordenar uma série de ações e atividades, que fomentem o desenvolvimento individual de cada um dos associados e o relacionamento entre os mesmos. Neste sentido, contribuirá para a continuação dos projetos conjuntos entre os associados, o encaminhamento de planos de negócios consoante as capacidades de desenvolvimento existentes ao nível das associações nacionais, regionais e locais, e a organização de atividades e iniciativas comuns por via a divulgar e a fomentar o financiamento, através investidores informais, no mercado de capital de risco em Portugal.

Como tal, a FNABA assume por objeto reunir e representar as associações nacionais, regionais e locais de *business angels*, com o intuito de promover e coordenar objetivos que lhe são comuns, tendentes a conseguir as seguintes finalidades:

- Contribuir para o desenvolvimento de redes de *business angels* em todo o território nacional;
- Incentivar a criação e dinamização de associações de *business angels* e suas estruturas;
- Promover o desenvolvimento das relações entre *business angels*, para manter uma aproximação e colaboração efetiva entre si;
- Exercer influência na opinião pública por meio de atos, campanhas e representações perante as autoridades, com o objetivo de aperfeiçoar a condição jurídica e fiscal dos seus associados;

- Apoiar todas as ações e programas que, no âmbito de instituições públicas ou privadas, contribuam para desenvolvimento de um ambiente positivo à atuação das redes de *business angels*;
- Representar e gerir, nos seus aspetos gerais e comuns, os interesses confiados às organizações associadas perante todas as instâncias;
- Quaisquer outras que estejam relacionadas com as finalidades e os objetivos da federação.

2.2.1.3. World Business Angels Association

A *World Business Angels Association* (WBAA) iniciou atividade em 2009, devido ao esforço de 12 líderes de federações de redes de *business angels* de todo o mundo, que queriam criar a primeira comunidade internacional de redes de *business angels* e de líderes para a promoção da inovação e do empreendedorismo através de financiamento levando a um elevado crescimento de empresas *start-up* com o apoio de *business angels* a nível mundial. A ideia foi apresentada, a 10 de outubro de 2007, no Estoril, aos representantes das redes de *business angels* de todo o mundo que estavam presentes no *Business Angels Leaders Forum*. Este encontro marcou crescimento da comunidade de *business angels*, pois foi nele que nasceu a WBAA.

As razões que originarão a criação da WBAA foram as seguintes:

- A atividade mundial dos *business angels* ajuda a construir um ambiente adequado para o financiamento da inovação e do empreendedorismo;
- É importante conhecer e disseminar as ferramentas adequadas para o financiamento da inovação e do empreendedorismo, a nível mundial, a fim de favorecer a criação de empresas, com o apoio de *business angels*;
- É importante o estabelecimento de parcerias entre as redes de *angels* de diferentes países, incluindo os investimentos transfronteiriços;
- É importante para os formuladores de políticas em todo o mundo utilizar informações recolhidas pela comunidade de *business angels*, e fomentar a sua capacidade de criar e desenvolver mecanismos de financiamento, numa lógica de parceria público-privada, para apoiar a inovação e o empreendedorismo.

Aquando a criação da WBAA foram delineados diversos objetivos a serem concretizados através de acordos de cooperação entre diversas entidades, sendo os objetivos os seguintes:

- Aumentar a consciência em todo o mundo, da importância e da prática do investimento de *business angels*;
- Disseminar o conceito de investimento em *early stage* através de empresas privadas, pessoas individuais;
- Realizar um evento anual de adesão mundial;
- Facilitar a comunicação entre os membros;
- Recolher e divulgar por todo o mundo, através da página de *internet* informações relevantes, a fim de prosseguir as melhores práticas mundiais sobre inovação empresarial, financiamento e empreendedorismo;
- Estudar a viabilidade de aumentar os investimentos transfronteiriços com a participação de vários *business angels*;
- Promover a partilha de informação e conhecimento sobre as boas práticas dos *business angels*;
- Contribuir para o desenvolvimento sustentado da sociedade, promovendo todos os recursos disponíveis a *business angels* para apoiar a inovação e empreendedorismo.

A WBAA dispõe de 17 membros presentes nos cinco continentes, dos quais 13 são membros do conselho, 2 são membros efetivos e 2 são membro afiliados. A Federação nacional de Associações de *Business Angels* (FNABA), o único membro português da rede, para além de ser membro do conselho é também membro honorário, juntamente com a *European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players* (EBAN).

2.2.2. Financiamento e Apoios

O método há mais tempo utilizado para estimular o mercados dos *business angels* tem sido os incentivos fiscais. Normalmente, ao abrigo deste método, em particular, obtêm-se benefícios fiscais para tipos específicos de investimentos em determinados tipos de

empresas. Estes podem ser estruturados em diversas formas: redução de impostos sobre o valor investido, isenção de mais-valias de impostos, dedução fiscal por perdas e anulação total ou *rolling-over* em perdas de capital. O objetivo destes programas é melhorar a relação risco-recompensa e, assim, aumentar tanto a oferta como os investidores e o capital. O maior utilizador destes incentivos fiscais tem sido o Reino Unido, com o seu *Enterprise Investment Scheme* (EIS) e França, com a sua *Société Unipersonnelle d'Investissements à Risque* (SUIR). Também a Irlanda, Flandres (região norte da Bélgica) e Holanda, no passado, ofereceram incentivos fiscais aos *business angels* (Mason, 2009).

Os sistemas de garantia de capital têm sido uma abordagem fiscal alternativa para incentivar o investimento dos *business angels*. Na Finlândia e na Áustria os métodos existentes para o mercado de capital de risco institucional foram alargados aos *business angels*, enquanto que na Holanda e na Valónia (região sul da Bélgica) criaram métodos específicos para os *business angels*. No entanto, os métodos da Holanda e da Valónia foram posteriormente encerrados (Mason, 2009).

Mason (2009) menciona que a nova forma de intervenção do setor público são os esquemas de coinvestimento. Fundos de coinvestimento disponibilizam dinheiro público para complementar com os investimentos realizados por investidores privados na fase inicial. No entanto, eles diferem na forma como funcionam. Num extremo estão os fundos passivos, como o Fundo de Coinvestimento Escocês. Estes fundos passivos seguem a liderança dos seus parceiros do setor privado, não assumem as suas próprias diligências e não desempenham nenhum papel no investimento, sendo que qualquer investimento que o investidor realize e que atenda aos critérios do método qualificar-se-á automaticamente para coinvestimento. Os fundos passivos de coinvestimento investem em prazos e condições idênticas às dos investidores privados. Devido ao montante máximo de investimento permitido os parceiros são quase exclusivamente grupos de *angels*, ou seja, grupos de *angels* que investem em conjunto e não como indivíduos organizados e geridos.

Por outro lado, Mason (2009) identifica, também, os fundos de coinvestimento que são mais ativos na sua gerência, convidando os investidores a trazer negócios para eles. Estes fundos tomam as suas próprias decisões de investimento e podem investir em diferentes termos e condições dos grupos de *angels*. Por exemplo, o *London Seed Capital* coinveste com a *London Business Angels Network* e o *Great Eastern Investment Forum* tem um

fundo de coinvestimento que só investe em empresas que recebem investimentos de *angels* do *Great Eastern Investment Forum*.

Em Portugal, o Governo através do FINOVA, no âmbito do SAFPRI e em conjunto com o COMPETE/QREN², concebeu em 2009 um instrumento financeiro inovador que consiste numa linha de financiamento à atividade desenvolvida por investidores informais em capital de risco (*business angels*). Este Fundo de Coinvestimento permitiu a constituição de 54 sociedades veículo (sociedade de investidores informais / *business angels*), envolvendo a participação de 200 *Business Angels* com a capacidade de investimento de 43 milhões de euros.

² O FINOVA (Fundo de Apoio ao Financiamento à Inovação) foi constituído como instrumento privilegiado para a concretização dos objetivos estabelecidos no SAFPRI (Sistema de Apoio ao Financiamento e Partilha de Risco). Este programa, criado no âmbito do Quadro de Referência Estratégico Nacional (QREN), cujas entidades financiadoras são o Programa Operacional Factores de Competitividade (COMPETE) e os Programas Operacionais Regionais de Lisboa e Algarve, pretende impulsionar a disseminação de instrumentos de financiamento que proporcionem melhores condições de financiamento às PME Portuguesas.

3. Metodologia

O objetivo inicial deste estudo era analisar a atividade dos *business angels* em Portugal e as suas preferências enquanto investidores individuais, nomeadamente os setores de atividade e as áreas de atuação. No entanto, devido à inexistência de uma base de dados nacional com a identificação dos *business angels* portugueses foi necessário adaptar o objetivo deste estudo à informação disponibilizada. Nesse sentido, este estudo focalizou-se na análise das redes de *business angels*, considerando que estas representam a intenção de investimento dos seus associados.

Como tal, os objetivos principais deste estudo consistem em analisar qual a área de atuação e os setores de atividade de interesse das associações de *business angels*, bem como o número de associados de cada rede de *business angels*. Para tal foram considerados modelos contingenciais, seguindo as recomendações apontadas na literatura de Gaspar (2006), tendo sido os dados da amostra tratados estatisticamente através do programa *IBM SPSS Statistics 20*.

O universo da amostra é constituído pelas doze associações de *business angels* existentes em Portugal, tendo as mesmas sido identificadas através da Federação Nacional de Associações de *Business Angels* e da *European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players*.

A recolha de dados que ocorreu no primeiro e segundo trimestre de 2013, envolveu a criação de uma página na internet que possibilitava aos inquiridos responderem aos questionários respetivos e armazenar de imediato as respostas numa base de dados. Foram enviadas mensagens por correio eletrónico dirigidas aos responsáveis das associações portuguesas de *business angels*, convidando-os a responderem através de um endereço disponível na mensagem.

Nesta primeira fase, responderam uma parte da amostra, tendo-se de seguida, efetuado telefonemas aos responsáveis das associações portuguesas de *business angels* que ainda não haviam respondido, procurando obter um compromisso de o fazerem mais tarde.

O Questionário às Associações de *Business Angels* que se encontra em anexo, foi desenvolvido no primeiro trimestre de 2013, e pretende caracterizá-las através da idade, montante dos fundos sob gestão, número de participações, montantes investidos e importância do desempenho das empresas em que participam, através de uma escala de 1 a 5 (1 - Sem Importância; 2 - Pouco Importante; 3 - Importante; 4 - Muito Importante; 5 – Fundamental).

Para a resolução dos objetivos desta tese, foram delineadas as seguintes três hipóteses:

- h₁) Em Portugal as associações de *business angels* operam numa escala local e regional;
- h₂) Em Portugal as associações de *business angels* têm preferência pelos setores de alta tecnologia;
- h₃) O número de associados de cada rede de *business angels*, na sua maioria, é inferior a 75 investidores.

A formulação das três hipóteses teve por base estudos anteriores e mencionados na revisão de literatura. A primeira hipótese quer confirmar o que Mason (2009), Mason e Harrison (2002a) Sørheim e Landström (2001) concluíram nos seus estudos, ou seja, que a maioria das associações de *business angels* tendem a investir localmente, demonstrando as preferências dos seus investidores.

A segunda hipótese pretende comprovar que existe uma tendência de investimento para os setores de atividade de base tecnológica, como os de tecnologias de informação, fabricação e telecomunicações, numa lógica de que as associações de *business angels* refletem as escolhas dos seus membros, como referem Mason e Harrison (1997) e Mason e Harrison (2002a) nos seus estudos. Por último, a terceira hipótese procura sustentar o referido por Gregson et al. (2013) num estudo com base em associações europeias, em que a maioria das redes de *business angels* têm menos de 75 membros investidores.

4. Discussão de Resultados

Neste capítulo serão analisados e apresentados os dados que foram recolhidos através dos questionários, junto das associações de *business angels*. Serão, ainda, apresentados os resultados do teste das hipóteses, cuja análise permitirá dar resposta à questão de fundo.

A população do inquérito abrangeu doze associações de *business angels*, a taxa de resposta global obtida foi de 75%, com um total de nove respostas válidas (ver tabela 1).

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 0	3	25,0	25,0	25,0
1	9	75,0	75,0	100,0
Total	12	100,0	100,0	

Tabela 1 - Número de respostas das associações de *business angels*

Caraterizando as associações de *business angels*, pode-se afirmar que a idade média das associações de *business angels* é aproximadamente 7 anos (ver tabela 2). Pode-se, ainda, dizer que a associação de *business angels* mais antiga tem 14 anos de idade, tendo sido constituída em 2000 (ver quadro 3), e a mais recente 1 ano de idade.

Idade		
N	Valid	9
	Missing	0
Mean		6,78
Minimum		1
Maximum		14

Tabela 2 - Idade das associações de *business angels*

Statistics

Ano_de_Constituição

N	Valid	9
	Missing	0
Mean		2007,22
Minimum		2000
Maximum		2013

Tabela 3 - Ano de constituição das associações de *business angels*

A Tabela 4 e a Figura 3, mostram que estas associações apresentam um elevado crescimento no seu número de associados, pois aquando da sua constituição tinham uma média de 17 associados e atualmente uma média de 53 associados. Evidencia-se ainda o elevado desvio padrão, mostrando que algumas associações têm somente 6 associados e por contrapartida outras apresentam um número elevado de associados, nomeadamente 60 aquando a sua constituição e 175 atualmente.

Statistics

		Número de Associados Iniciais	Número de Associados Atuais
N	Valid	9	9
	Missing	0	0
Mean		17,11	53,00
Std. Deviation		16,707	64,387
Minimum		6	6
Maximum		60	175

Tabela 4 - Número de associados das associações de *business angels*

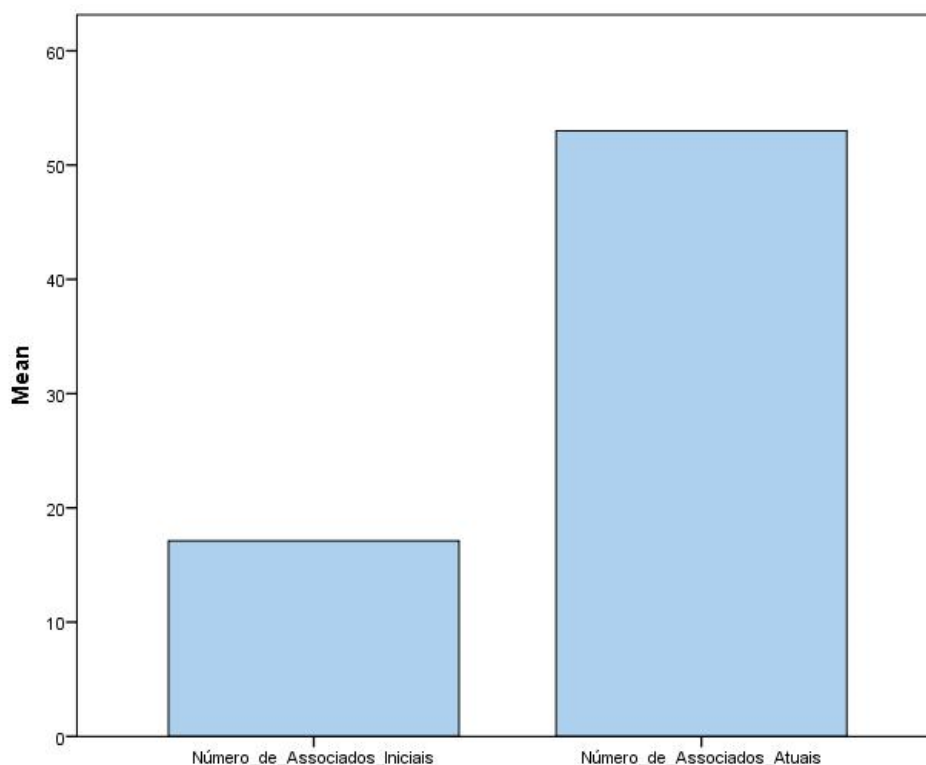


Figura 3 - Número médio de associados das associações de *business angels*

Na Tabela 5 e na Figura 4 pode-se verificar que o âmbito de atuação das associações de *business angels* é maioritariamente local e regional (60%), tendo o âmbito nacional um peso de 40%. No entanto, apesar da atividade das associações de *business angels* ser de âmbito local e regional, o âmbito nacional tem crescido devido à disponibilidade dos seus associados investirem em outros locais do país.

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Local	2	20,0	20,0	20,0
	Nacional	4	40,0	40,0	60,0
	Regional	4	40,0	40,0	100,0
	Total	10	100,0	100,0	

Tabela 5 - Âmbito de atuação das associações de *business angels*

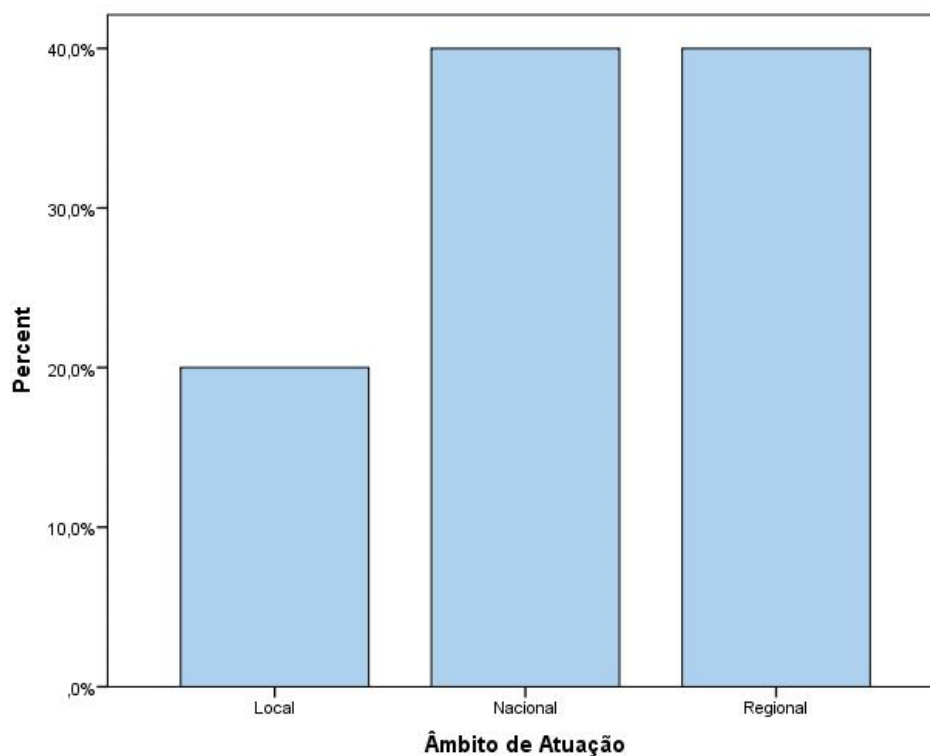


Figura 4 - Âmbito de atuação das associações de *business angels*

Relativamente à área de atuação, com base nos dados fornecidos pelas associações de *business angels* pode-se concluir que a área de maior interesse é a zona Centro (27,8%), seguido do Alentejo (22,2) e, posteriormente, pelo Algarve, Lisboa e Norte (ver tabela 6 e figura 5).

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid Alentejo	4	22,2	22,2	22,2
Algarve	3	16,7	16,7	38,9
Centro	5	27,8	27,8	66,7
Lisboa	3	16,7	16,7	83,3
Norte	3	16,7	16,7	100,0
Total	18	100,0	100,0	

Tabela 6 - Área de intervenção das associações de *business angels*

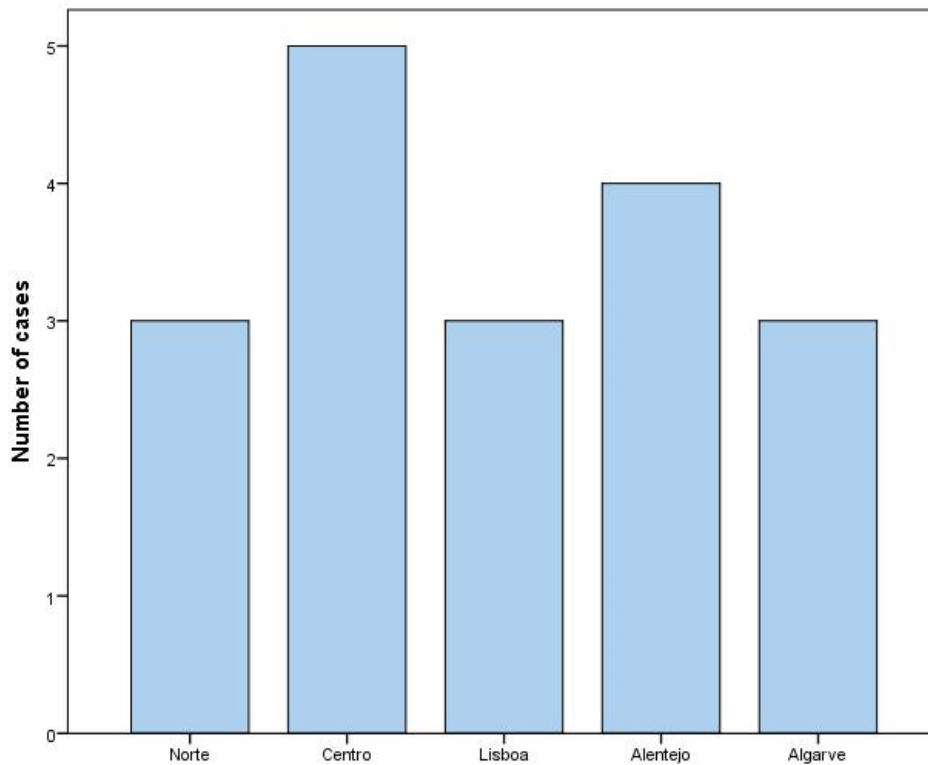


Figura 5 - Área de intervenção das associações de *business angels*

As associações de *business angels* que contemplam a amostra recolhida para este estudo empírico, têm interesse nos mais diversos setores de atividade, existindo uma preferência pelas “atividades de informação e de comunicação” (ver figura 6).

Aparte o referido setor “atividades de informação e de comunicação”, a amostra é bastante dispersa pelos diversos setores de atividade. A amostra demonstra, ainda, interesse pelas atividades de “agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca”, “indústrias transformadoras” e “eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio”.

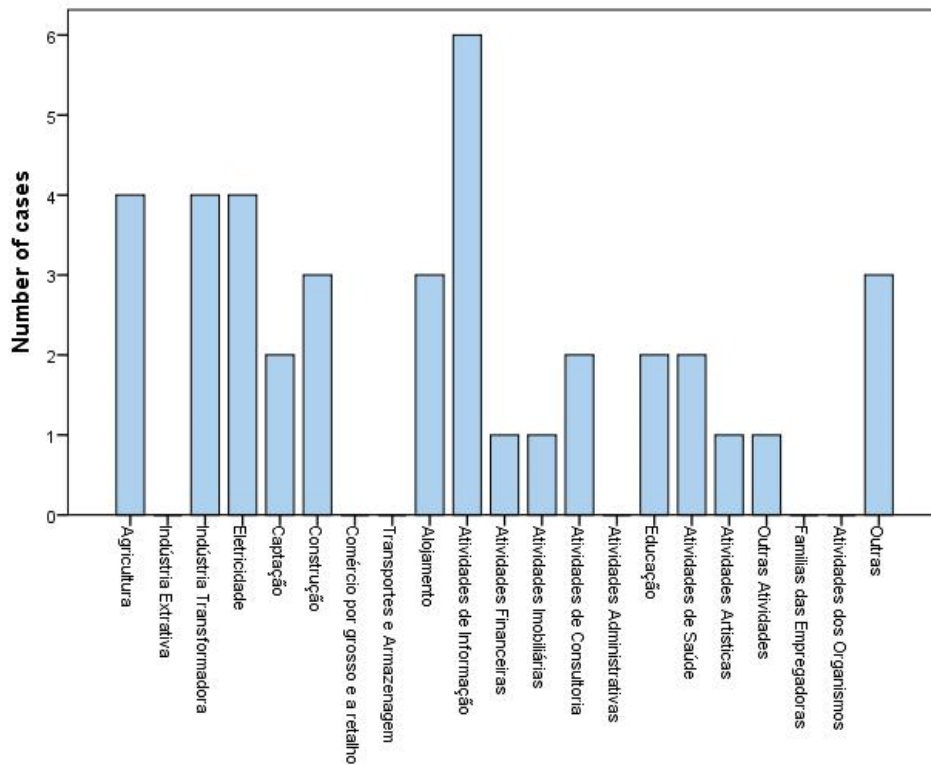


Figura 6 - Área de atividade de interesse das associações de *business angels*

As associações de *business angels* que responderam ao inquérito realizam entre 0 e 21 (ver tabela 7), existindo uma discrepância entre as operações realizadas pelas associações de *business angels*, pois existe uma associação que não concretizou qualquer operação e outra que realizou 21 operações.

Número_de_Operações_Concretizadas		
N	Valid	8
	Missing	1
Mean		5,88
Std. Deviation		7,736
Minimum		0
Maximum		21

Tabela 7 - Número de operações concretizadas pelas associações de *business angels*

Dos dados relativos ao desempenho das empresas em que participam pode-se concluir que as associações de *business angels* atribuem maior importância à rentabilidade do investimento, à rentabilidade dos capitais próprios e ao crescimento das vendas e consideram menos importante o crescimento do número de empregados (ver tabela 8 e figura 7).

Por outro lado, consideram-se mais satisfeitas com rentabilidade do investimento, a rentabilidade dos capitais próprios e os objetivos de vendas atingidos e consideram-se menos satisfeitas com o crescimento do número de empregados (ver tabela 8 e figura 7).

Desempenho da empresa participada	Importância	Avaliação
	Média	Média
Objetivos de vendas são atingidos.	3,75	3,86
Objetivos de quota de mercado dão atingidos.	3,25	3,43
Rentabilidade do investimento.	4,25	4,00
Rentabilidades dos capitais próprios.	4,13	3,86
Rentabilidade do ativo.	3,63	3,50
Margem de lucro.	4,00	3,57
Crescimento das vendas.	4,13	3,83
Crescimento da quota de mercado.	3,71	3,43
Crescimento do número de empregados.	2,63	3,00

Tabela 8 - Importância e avaliação do desempenho da empresa participada

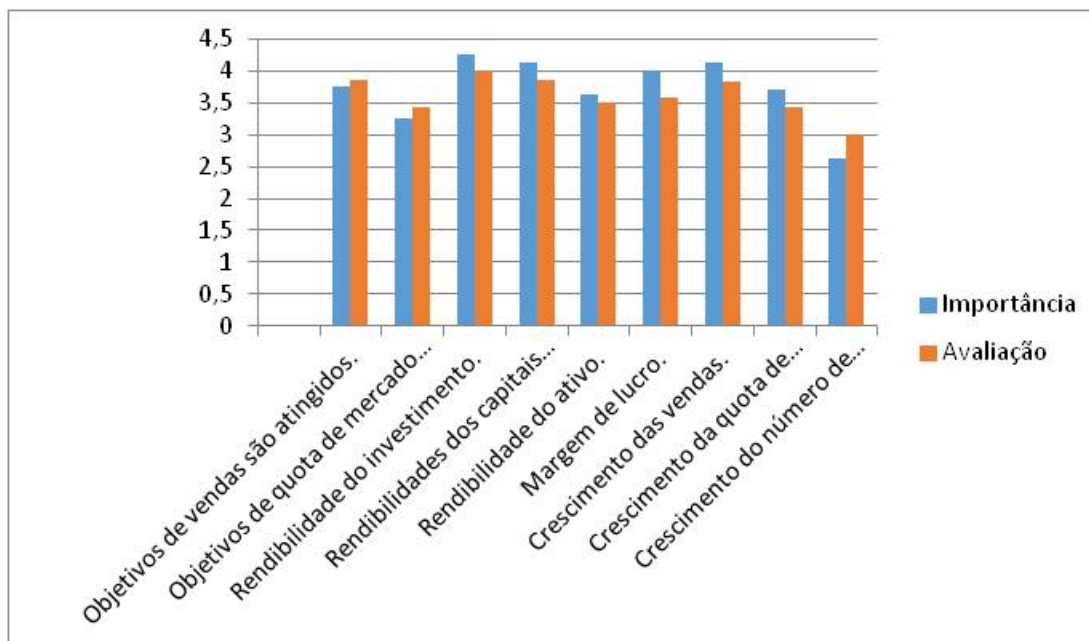


Figura 7 - Importância e avaliação do desempenho da empresa participada

4.1. Hipótese 1

h₁) Em Portugal as associações de *business angels* operam numa escala local e regional.

Da análise da Tabela 5 e Figura 4, verifica-se que mais de metade (60%) das associações de *business angels* da amostra tendem a operar a nível regional. Deste modo, os dados obtidos neste estudo empírico apontam no sentido da confirmação desta hipótese.

Este resultado veio confirmar o mencionado anteriormente no Capítulo 2 num estudo elaborado por Mason (2009), em que as associações de *business angels* tendem a operar numa escala local e regional, refletindo as preferências dos seus investidores, pois na sua maioria preferem investir localmente.

Por outro lado, esta conclusão vem na linha das conclusões obtidas pelo estudo realizado por Mason e Harrison (2002a), sobre uma amostra de *business angels* de Inglaterra e País de Gales, em que mais de metade (55%) dos *business angels* têm um limite geográfico para investir, em que 67% destes *business angels* o limite é de 2 horas de viagem, e pelo estudo

Sørheim e Landström (2001), a uma amostra de investidores informais noruegueses, em que investidores informais tendem a realizar a maioria dos seus investimentos próximos de casa ou do seu local de trabalho. Também, Fernandes (2014) concluiu que em Portugal, a totalidade da sua amostra prefere investir em empresas próximas da sua sede, 20% em zonas urbanas e 20% em zonas metropolitanas.

4.2. Hipótese 2

h₂) Em Portugal as associações de *business angels* têm preferência pelos setores de alta tecnologia.

Da análise da Figura 6, verifica-se que 6 associações de *business angels* desta amostra tendem a preferir pelo setor de atividade “atividades de informação e de comunicação”, apresentando uma percentagem de 15, 38%, seguido dos setores de atividade de “agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca”, “indústrias transformadas” e “eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio”, apresentando uma percentagem de 10,26% cada uma, ou seja, 4 associações de *business angels* tendem a preferir estes setores de atividade.

Os dados obtidos neste estudo empírico apontam no sentido da confirmação desta hipótese.

Igualmente, Fernandes (2014), concluiu que em Portugal os *business angels* preferem investir em indústrias de tecnologia (80%), principalmente em empresas que possuam uma nova tecnologia (100%) e em empresas que costumam melhorar produtos já existentes (60%).

Assim sendo, os resultados indicam a confirmação de uma preferência das associações de *business angels* pelos setores de alta tecnologia, neste caso as TICs. Seguem, também, as indicações existentes na literatura publicada, nomeadamente num estudo de Mason e Harrison (1997), sobre a amostra de redes de *business angels* do Reino Unido, em que os investimentos realizados pelos *business angels* têm tendência para os setores de atividade

de fabricação e de base tecnológica. Também Mason e Harrison (2002a), num estudo de uma amostra de *business angels* de Inglaterra e País de Gales, concluíram que quase metade dos investidores tem interesse por empresas de tecnologias de informação, telecomunicações e internet/comércio eletrônico.

4.3. Hipótese 3

h₃) O número de associados de cada rede de *business angels*, na sua maioria, é inferior a 75 investidores.

Da análise da Tabela 4 e da Figura 3, verifica-se que em média o número de associados é de 53 investidores, existindo um crescimento do número de associados desde a constituição da associação de *business angels* até ao momento. No entanto, verifica-se que existe, pelo menos, uma associação de *business angels* que atualmente tem 175 associados.

Neste sentido, os dados obtidos neste estudo apontam no sentido da confirmação da hipótese.

Este resultado confirma o mencionado por Gregson *et al.* (2013), em que a maioria das redes de *business angels* europeias têm menos de 75 membros investidores e somente 10% das redes de *business angels* têm entre 100 e 225 investidores individuais.

Os resultados mostram, ainda, que a maioria da amostra tem um número baixo de associados, nomeadamente menos de 75 associados, e por consequência a sua média é inferior aos 75 membros investidores.

5. Conclusão

Este capítulo tem como finalidade a apresentação dos resultados principais deste estudo empírico, ou seja, a apresentação dos resultados do trabalho de investigação realizado e do teste das hipóteses entretanto formuladas. Destes resultados são retiradas contribuições que esta tese propõe à comunidade científica.

Finalmente, serão apresentadas algumas limitações deste trabalho de investigação e propostas para trabalhos de investigação futuros.

5.1. Conclusões/Implicações

Dado que as hipóteses em teste nesta dissertação foram confirmadas, é possível propor os seguintes contributos:

- h₁) Em Portugal as associações de *business angels* operam numa escala local e regional;
- h₂) Em Portugal as associações de *business angels* têm preferência pelos setores de alta tecnologia;
- h₃) O número de associados de cada rede de *business angels*, na sua maioria, é inferior a 75 investidores.

Assim sendo, conclui-se que em Portugal:

- As associações de *business angels* operam numa escala local e regional, como a maioria das redes de *business angels*, espelhando as preferências dos seus associados/investidores (Mason, 2009). Este resultado vem ao encontro de estudos elaborados por Sørheim e Landström (2001) e Mason e Harrison (2002a) a *business angels* da Noruega e de Inglaterra e Países de Gales, respetivamente, que demonstraram que os *business angels* realizam investimentos na sua maioria próximos de casa ou do seu local de trabalho. No entanto, verifica-se que a área de atuação nacional já apresenta uma percentagem (40%) significativa;

- Tem existido um aumento no número de redes de *business angels*, pois como referiu Christensen (2011) as redes de *business angels* têm vindo a aumentar significativamente em economias emergentes de *angels*, como Portugal, tendo a última rede sido constituída em 2013 e a primeira em 2010;
- A maioria das associações de *business angels* mostram ter menos de 75 associados/investidores, apresentado em média 53 associados. Este resultado vem confirmar o referido por Gregson et al. (2013), quando este mencionou um estudo da *European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players*, que referia que em 2008 a maioria das redes de *business angels* europeias tinham menos de 75 membros investidores e somente 10% das redes de *business angels* apresentavam ter entre 100 e 225 investidores individuais;
- Também, as associações apontam como preferência para os setores de atividade de “atividades de informação e de comunicação”, “agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca”, “indústrias transformadoras” e “eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio”, evidenciado o já confirmado por Mason e Harrison (1997) num estudo elaborado sobre rede de *business angels* do Reino Unido. Estes resultados vêm confirmar, igualmente, as conclusões obtidas por Fenn e Liang (1998) e Mason e Harrison (2002a), demonstrando que os *business angels* investem em empresas de alta tecnologia, tecnologias de informação, telecomunicações e internet/comércio eletrónico.

Estes resultados vêm, então, confirmar os resultados das investigações anteriores, contudo nenhum dos trabalhos conhecidos focava diretamente a influência dos *business angels* no empreendedorismo e inovação, devido à dificuldade de identificar e obter informações acerca dos *business angels*, sendo considerados uma população invisível. Os *business angels* não estão listados em qualquer diretório, e o mercado como um todo "opera na obscuridade quase total" (Prowse, 1998). Como consequência, utilizam-se amostras de conveniência, podendo os resultados inclinarem-se para determinados tipos de investidores (Harrison e Mason 2007).

Estas diferenças nas características das amostras de conveniência utilizadas podem levar a uma variação substancial na elaboração dos perfis dos *angels* e nas conclusões apresentadas, uma variação que é imputável à natureza das fontes de dados subjacentes e às limitações sobre os procedimentos da amostra que são necessariamente utilizados

(Harrison e Mason, 2007).

5.2. Limitações e pistas para investigação futura

Todas as investigações têm as suas limitações, diante disso as principais delimitações do meu estudo foram as seguintes:

- Ausência de uma base de dados nacional com identificação dos *business angels*;
- Ausência da identificação das empresas apoiadas pelos *business angels*, indiciando que o número de empresas apoiadas por business angels é reduzido, apesar do grande mediatismo que o tema do empreendedorismo suscita no meio empresarial e académico;
- Os processos de seleção e de montagem de operações de investimento dos *business angels* em empresas são opacos e muito seletivos, existindo dificuldade em encontrar uma estrutura modelo de uma operação de *business angels* típica, conduzindo à dedução que “cada caso é um caso”;
- Falta de informação acerca da atividade desenvolvida por cada associação de *business angels*;
- A amostra não é representativa, dada a sua reduzida dimensão, pelo que os resultados da investigação devem ser entendidos com precaução e carecem de ser confirmados em pesquisas futuras assentes numa amostra constituída por um maior número de observações.

Com o final deste trabalho de investigação emergiram novas orientações para a realização de trabalhos futuros. Das diversas hipóteses de investigação que surgem deste estudo, distingue-se as seguintes:

- Qual o papel dos *business angels* portugueses no fomento do empreendedorismo e da inovação empresarial?
- As empresas que obtiveram financiamento de *business angels* portugueses teriam conseguido singrar sem o apoio destes? Teriam conseguido obter a mesma performance que registam com outras fontes de financiamento?
- Quantos projetos já foram apoiados pelos *business angels* portugueses? Que

montantes e setores de atividade?

- Os *business angels* portugueses fazem realmente a diferença na criação e crescimento de projetos/negócios/empresas na sua fase inicial do seu ciclo de vida (*pre-seed, seed e start-up*)?
- Os *business angels* portugueses integram os projetos desde o início? E durante que períodos estão disponíveis para acompanhar/apoiar as empresas?
- Os *business angels* portugueses investem em empresas que estão envolvidas em projetos/negócios com alto caráter inovador, principalmente na fase de desenvolvimento?

Bibliografia

Alexandre, V. (2009). *Evolução da Indústria de Capital de Risco em Portugal*, Dissertação de Mestrado em Finanças defendida no ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa.

Allinson, C., Chell, E., Hayes, J. (2000). Intuition and entrepreneurial behavior, *European Journal of Work and Organizational Psychology*, Vol. 9, Issue 1, pp. 31-43.

Alvarez, S., Barney, J. (2004). Organizing Rent Generation and Appropriation: toward a theory of the entrepreneurial firm, *Journal of Business Venturing*, Vol. 19, Issue 5, pp. 621-635.

Ashley-Cotleur, C., King, S., Solomon, G. (2003). Parental and Gender Influences on Entrepreneurial Intentions, Motivations and Attitudes, *United States Association for Small Business and Entrepreneurship*.

Audretsch, D. (2004). Sustaining Innovation and Growth: public policy support for entrepreneurship, *Industry and Innovation*, Vol. 11, Issue 3, pp. 167-191.

Audretsch, D., Bönte, W., Mahagaonkar, P. (2012). Financial signaling by innovative nascent ventures: the relevance of patents and prototypes, *Research Policy*, Vol. 41, Issue 8, pp. 1407-1421.

Barañano, A. (2008). *Métodos e Técnicas de Investigação em Gestão – Manual de apoio à realização de trabalhos de investigação*, Lisboa: Edições Sílabo.

Becker-Blease, J., Sohl, J. (2007). Do women-owned businesses have equal access to angel capital?, *Journal of Business Venturing*, Vol. 22, Issue 4, pp. 503–521.

Bonnet, C., Wirtz, P. (2012). Raising capital for rapid growth in young technology ventures: when business angels and venture capitalists coinvest, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 14, Issue 2-3, pp. 91-110.

Brazeal, D., Herbert, T. (1999). The Genesis of Entrepreneurship, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 23, Issue 3, pp. 29-45.

Bruton, G., Filatotchev, I., Chahine, S., Wright, M. (2010). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments, *Strategic Management Journal*, Vol. 31, Issue 5, pp. 491–509.

Chahine, S., Filatotchev, I., Wright, M. (2007). Venture capitalists, business angels, and performance of entrepreneurial IPOs in the UK and France, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, Issue 3-4, pp. 505–528.

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

Fenn, G., Liang, N. (1998). New resources and new ideas: Private equity for small businesses, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, Issue 6-8, pp. 1077-1084.

Fernandes, T. (2014). A tomada de decisão dos Venture Capitalists e dos Business Angels. Critérios e fatores decisórios, *Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais no Instituto Superior de Economia e Gestão*.

Gaspar, F. (2006). A Influência do Capital de Risco e da Incubação de Empresas no Empreendedorismo e na Mortalidade das Jovens Empresas, *Tese de Doutoramento em Gestão defendida na Universidade Lusíada de Lisboa*.

Gaspar, F. (2008). Fomentar o Empreendedorismo através do Capital de Tisco e da Incubação de Empresas – Um estudo empírico em Portugal, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, Vol. 7, Issue 3, pp. 71-83.

Gaspar, F. (2010). *O Processo Empreendedor e a Criação de Empresas de Sucesso*, Lisboa: Edições Sílabo.

Gaspar, F., Teixeira, M., Teixeira, S. (2012). Semelhanças e diferenças de perspectivas entre sociedades de capital de risco portuguesas e empreendedores por estas financiados, Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica.

Gregson, G., Mann, S., Harrison, R. (2013). Business Angel Syndication and the Evolution of Risk Capital in a Small Market Economy: Evidence from Scotland, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 34, Issue 2, pp.95-107.

Harrison, R., Mason, C. (2007). Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 31, Issue 3, pp. 445-472.

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

Landström, H. (1998). Informal investors as entrepreneurs, *Technovation*, Vol. 18, Issue 5, pp. 321-333.

Lerner, J. (1998). “Angel” financing and public policy: An overview, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, Issue 6-8, pp. 773-783.

Macht, S. (2011). Inexpert business angels: how even investors with “nothing to add” can add value, *Strategic Change: Briefings in Entrepreneurial Finance*, Vol. 20, Issue 7-8, pp. 269–278.

Mason, C. (2009). Public policy support for the informal venture capital market in Europe: a critical review, *International Small Business Journal*, Vol. 27, Issue 5, pp. 536-556.

Mason, C., Harrison, R. (1997). Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the U.K.: is there still a role for the public sector?, *Small Business Economics*, Vol. 9, Issue 2, pp. 111-123.

Mason, C., Harrison, R. (2002a). Barriers to investment in the informal venture capital sector, *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*, Vol. 14, Issue 3, pp. 271-287.

Mason, C., Harrison, R. (2002b). Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments, *Journal of Business Venturing*, Vol. 17, Issue 3, pp. 211–236.

Mason, C., Harrison, R. (2010). Barriers to investment in the informal venture capital sector, *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*, Vol. 14, Issue 3, pp. 271-287.

Maxwell, A., Jeffrey, S., Lévesque, M. (2011). Business angel early stage decision making, *Journal of Business Venturing*, Issue 26, pp. 212–225.

Osnabrugge, M. (1998). Do serial and non-serial investors behave differently?: an empirical and theoretical analysis, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 22, Issue 4, pp. 23-42.

Prowse, S. (1998). Angel investors and the market for angel investments, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, Issue 6-8, pp. 785-792.

Ramadani, V. (2009). Business angels: who they really are, *Strategic Change*, Vol. 18, Issue 7-8, pp. 249–258.

Ramos, M. (2011). Capital de risco e financiamento bancário: custos e benefícios jurídico-económicos para as empresas portuguesas, *Dissertação de Mestrado em Direito defendida na Faculdade de Direito da Universidade do Porto*.

Romaní, G., Atienza, M., Amorós, J. (2012). Informal investors in Chile: an exploratory study from a gender perspective, *Journal of Business Economics and Management*, Vol. 13, Issue 1, pp.111-131.

Sørheim, R., Landström, H. (2001). Informal investors - A categorization, with policy implications, *Entrepreneurship and Regional Development: An International Journal*, Vol.

13, Issue 4, pp. 351-370.

Szerb, L., Rappai, G., Makra, Z., Terjesen, S. (2007). Informal investment in transition economies: individual characteristics and clusters, *Small Business Economics*, Vol. 28, Issue 2, pp. 257-271.

Wilson, H. (1995). Are the business angels of today the venture capitalists of yesterday?, *The Journal of High Technology Management Research*, Vol. 6, Issue 1, pp. 145-156.

Webgrafia

COMPETE – Programa Operacional de Factores de Competitividade: www.pofc.qren.pt

EBAN - *European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players*: www.eban.org

FNABA - Federação Nacional de Associações de *Business Angels*: www.fnaba.org

WBAA - *World Business Angels Association*: www.wbaa.biz

Anexos

1. Mensagem de correio eletrónico enviada às associações de *Business Angels*

Exmo. Senhor,

Chamo-me Patrícia Sousa e frequento o 2.º ano do Mestrado em Finanças Empresariais, da Escola Superior de Tecnologia e Gestão, do Instituto Politécnico de Leiria.

Atualmente, encontro-me a elaborar a minha dissertação com o tema “**Análise do papel dos *Business Angels* (BA) no fomento do empreendedorismo e da inovação empresarial**”, tendo como meu orientador o Exmo. Professor Doutor Miguel Matias.

Com este trabalho pretendo investigar a intervenção dos *Business Angels* nas empresas e o papel que desempenham nas mesmas, pelo que solicito a sua colaboração no preenchimento do **Questionário aos *Business Angels***, designadamente sobre a XXX. A sua participação é essencial, para analisar os objetivos que as associações de *Business Angels* consideram importantes no desempenho das empresas em que participam, bem como o número de operações que já concretizaram.

Todas as informações constantes dos questionários são confidenciais e apenas serão utilizadas para fins académicos, sendo o resultado dos mesmos objeto de divulgação junto dos inquiridos.

Por forma a garantir a qualidade da informação recolhida, as questões que compreendem os questionários são de resposta obrigatória, no entanto é possível fazer um preenchimento parcial dos mesmos.

Agradecia o preenchimento dos questionários o mais rápido possível, para que consiga desenvolver a minha dissertação com sucesso.

Para preencher os questionários deverá aceder a:

- **Questionário** aos **Business**

Angels: <https://docs.google.com/forms/d/10UTbI9vnAo9TV5CxcB2NI7MpZ7aPcyqNesDFPaEjVG0/viewform>.

Poderá esclarecer qualquer dúvida que surja no preenchimento dos questionários, através do contato de correio eletrónico: 2111119@my.ipleiria.pt.

Agradeço a sua colaboração.

Com os melhores cumprimentos,

Patrícia Sousa

2. Questionário às Associações de *Business Angels*

1. Identificação da Associação de *Business Angel*

1.1. Nome do BA:

1.2. Telefone:

1.3. Localidade:

1.4. E-mail:

1.5. Endereço de internet:

2. Identificação do Responsável:

2.1. Responsável:

2.2. Cargo:

2.3. Telefone: (caso se já diferente do indicado no 1.2.)

2.4. E-mail: (caso se já diferente do indicado no 1.4.)

3. Caracterização do *Business Angel*

3.1. Ano de constituição:

3.2. N.º de associados iniciais:

3.3. N.º de associados atuais:

3.4. Âmbito de atuação:

Nacional	
Regional	
Local	

3.5. Área de intervenção:

Norte		Alentejo	
Centro		Algarve	
Lisboa			

3.6. Áreas de atividade de interesse:

Agricultura, Produção Animal, Caça, Floresta e Pesca	
Indústrias Extrativas	

Indústrias Transformadoras	
Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	
Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição	
Construção	
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motocicletas	
Transportes e Armazenagem	
Alojamento, Restauração e Similares	
Atividades de Informação e de Comunicação	
Atividades Financeiras e de Seguros	
Atividades Imobiliárias	
Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares	
Atividades Administrativas e dos Serviços de Apoio	
Educação	
Atividades de Saúde Humana e de Apoio Social	
Atividades Artísticas, de Espetáculos, Desportivas e Recreativas	
Outras Atividades de Serviços	
Atividades das Famílias das Empregadoras de Pessoal Doméstico e Atividades de Produção das Famílias para Uso Próprio	
Atividades dos Organismos Internacionais e Outras Instituições Extraterritoriais	
Outras	

3.7. N.º de operações concretizadas:

3.8. N.º de operações alienadas a outros BA ou canceladas:

3.9. Fundo disponível aquando a constituição:

3.10. Fundo disponível atualmente:

3.11. Montante investido:

3.12. Classifique a importância que atribui a cada rubrica. 1 - Sem Importância; 2 - Pouco Importante; 3 - Importante; 4 -	a) Objetivos de vendas são atingidos.	1	2	3	4	5
	b) Objetivos de quota de mercado são atingidos.	1	2	3	4	5

Muito Importante; 5 - Fundamental

c) Rendibilidade do investimento.	1	2	3	4	5
d) Rendibilidades dos capitais próprios.	1	2	3	4	5
e) Rendibilidade do ativo.	1	2	3	4	5
f) Margem de lucro.	1	2	3	4	5
g) Crescimento das vendas.	1	2	3	4	5
h) Crescimento da quota de mercado.	1	2	3	4	5
i) Crescimento do número de empregados.	1	2	3	4	5

3.13. Classifique também a sua satisfação atual com o desempenho das empresas em que participa em cada uma das rubricas. 1 - Sem Importância; 2 - Pouco Importante; 3 - Importante; 4 - Muito Importante; 5 - Fundamental

a) Objetivos de vendas são atingidos.	1	2	3	4	5
b) Objetivos de quota de mercado dão atingidos.	1	2	3	4	5
c) Rendibilidade do investimento.	1	2	3	4	5
d) Rendibilidades dos capitais próprios.	1	2	3	4	5
e) Rendibilidade do ativo.	1	2	3	4	5
f) Margem de lucro.	1	2	3	4	5
g) Crescimento das vendas.	1	2	3	4	5
h) Crescimento da quota de mercado.	1	2	3	4	5
i) Crescimento do número de empregados.	1	2	3	4	5