



<https://doi.org/10.14211/regepe.v8i3.1365>

O QUE É QUE OS INVESTIDORES PROCURAM NO PLANO DE NEGÓCIOS DE UMA STARTUP?

Recebido: 27/12/2018

Aprovado: 02/08/2019

¹ João Vasco Geraldo

² Paulo Miguel Gama

Objetivo: Sintetizar a informação que os investidores privados privilegiam no plano de negócios de uma *startup*. Discutir as preferências que diferentes tipos de investidores têm quanto aos elementos que devem compor um plano de negócios e compararam-se as suas abordagens a esse documento.

Metodologia/abordagem: Com base em uma extensiva pesquisa *online* de termos, como *business plan*, *startup*, *venture capital*, *entrepreneurship*, *business angels*, identificaram-se e foram analisados os trabalhos científicos relevantes publicados sobre o tema, com destaque para dois tipos de investidores: *business angels* e sociedades de capital de risco.

Principais resultados: Na generalidade, os dois tipos de investidores procuram informações semelhantes e seguem processos de decisão próximos. No entanto, a literatura sugere que os *business angels* têm um processo de decisão de investimento menos estruturado e atribuem maior importância à informação sobre a equipe empreendedora, enquanto que as sociedades de capital de risco destacam-se na relevância dada ao mercado em que o negócio se insere.

Contribuições teóricas/metodológicas: Síntese comparativa dos aspetos positivos e negativos relevados por *business angels* e sociedades de capital de risco nos planos de negócio de *startup*.

Relevância/Originalidade: O plano de negócios é o elemento essencial de planificação e comunicação da ideia de negócio, pois corresponde às expectativas informativas dos potenciais investidores, sendo um contributo para o sucesso na obtenção de financiamento, particularmente relevante no caso dos negócios jovens com reduzido (ou inexistente) histórico no mercado.

Palavras-chave: Plano de Negócios; *Startup*; *Business Angels*; Capital de Risco; Empreendedorismo.

¹ Universidade de Coimbra, Lisboa (Portugal). E-mail: jgeraldo@ipn.pt

² Universidade de Coimbra, Lisboa (Portugal). E-mail: gama@fe.uc.pt Orcid id: <http://orcid.org/0000-0002-8394-8301>



WHAT DO INVESTORS LOOK FOR IN A STARTUP BUSINESS PLAN?

Objective: To synthesize the information that private investors favor in the business plan of a startup. Discuss the preferences that different types of investors have regarding the elements that should compose a business plan and compare their approaches to that plan.

Methodology/Approach: Based on an extensive online search of terms such as business plan, startup, venture capital, entrepreneurship, business angels, we identify and analyze the relevant scientific papers published on the subject, with emphasis on two types of investors, business angels and venture capital companies.

Main results: In general, both types of investors seek similar information and follow similar decision processes. However, the literature suggests that business angels have a less-structured investment decision process and attach greater importance to information about the entrepreneurial team, while venture capital companies stand out in the relevance given to the market in which the business operates.

Theoretical/methodological contributions: A comparative overview of the positive and negative aspects of business angels and venture capital companies in startup business plans.

Relevance/Originality: The business plan is the essential element of planning and communication of the business idea, so matching the informational expectations of potential investors is a contribution to the success in obtaining financing, which is particularly relevant in the case of young businesses with a reduced (or non-existent) track record in the market.

Keywords: Business Plan; Startup; Business Angels; Venture Capital; Entrepreneurship.

¿QUÉ BUSCAN LOS INVERSORES EN UN PLAN DE NEGOCIO DE UNA EMPRESA EMERGENTE?

Objetivo: sintetizar la información a la que dan prioridad los inversores privados en el plan de negocio de una empresa emergente. Discutir las preferencias que tienen los diferentes tipos de inversores con respecto a los elementos que deben componer un plan de negocio y se compararon su forma de abordar este documento.

Metodología/enfoque: sobre la base de una extensa búsqueda en línea de términos como *business plan* (plan de negocio), *startup* (empresa emergente), *venture capital* (capital de riesgo), *entrepreneurship* (espíritu emprendedor) y *business angels* (inversores providenciales), se identificaron y analizaron los trabajos científicos relevantes publicados sobre este tema, destacando dos tipos de inversores, los inversores providenciales y las sociedades de capital riesgo.

Resultados principales: en general, ambos tipos de inversores buscan información similar y siguen procesos de decisión similares. No obstante, la literatura sugiere que los inversores providenciales siguen un proceso de decisión sobre la inversión menos estructurado y conceden mayor importancia a la información sobre el equipo emprendedor, mientras que las empresas de capital de riesgo destacan por la importancia que dan al mercado en el que opera la empresa.

Aportaciones teóricas/metodológicas: síntesis comparativa de los aspectos positivos y negativos que señalan los inversores providenciales y las compañías de capital de riesgo en los planes de negocio de las empresas emergentes.

Pertinencia/originalidad: el plan de negocio es el elemento esencial de la planificación y la comunicación de la idea de negocio, por lo que cumplir con las expectativas informativas de los posibles inversores es contribuir al éxito a la hora de obtener financiación, lo cual es especialmente importante en el caso de las empresas jóvenes con un historial de mercado reducido (o inexistente).



Palabras clave: Plan de Negocio; Empresa Emergente; *Business Angels* (Inversores Providenciales); Capital de Riesgo, Espírito Empreendedor.

1 INTRODUÇÃO

O plano de negócios é um documento formal, muito utilizado por empreendedores. Ele descreve detalhadamente os objetivos de uma empresa e os meios para atingi-los. A utilização desse documento é bastante abrangente, sendo que o seu uso é incentivado em concursos de ideias de negócio, programas de aceleração de ideias, incubadoras de empresas e, como refere Honig (2004), em uma quantidade muito significativa de escolas secundárias e universitárias, sendo a ferramenta mais importante no contexto do ensino do empreendedorismo. Esse documento é requerido regularmente por bancos, *business angels* ou sociedades de capital de risco, de modo a poder conhecer em maior detalhe a oportunidade de negócio que estão analisando.

Seguindo uma abordagem de revisão da literatura, este trabalho tem por objetivo estudar e compreender a informação que investidores privados procuram ao analisar um plano de negócios, contribuindo, a partir da perspectiva dos financiadores, para perceber como é que os empreendedores podem, de forma mais completa, satisfazer as expectativas de informação do destinatário e por essa via contribuir para o aumento das probabilidades de sucesso na obtenção de financiamento para o empreendimento. Para tal, a análise está focada nas preferências informativas de dois tipos de investidores: *business angels* e sociedades de capital de risco.

De forma sucinta, pode-se descrever os *business angels* como indivíduos, investidores em capital de risco, que cobrem o *equity gap*, ou seja, disponibilizam valores de financiamento que os empreendedores já não conseguem financiar, mas abaixo do que as sociedades de capital de risco pretendem investir. As sociedades de capital de risco obtêm fundos majoritariamente de indivíduos, organizações, bancos, fundos de pensões e empresas seguradoras e investem em *startups* em troca de uma parte do capital (Wallmeroth, Wirtz, & Groh, 2018). As sociedades de capital de risco (e os fundos de capital de risco) têm, tipicamente, uma intervenção



mais assídua em fases posteriores, auxiliando a empresa a acelerar o seu crescimento.

Como afirmam Mason e Stark (2004), os financiadores têm critérios distintos quando avaliam um plano de negócios. Enquanto os bancos valorizam muito os aspetos financeiros, as sociedades de capital de risco e *business angels* valorizam significativamente mais o mercado. Os *business angels* distinguem-se das sociedades de capital de risco na importância dada à equipe empreendedora e ao *investor fit*.

Tanto os responsáveis de sociedades de capital de risco como *business angels* valorizam significativamente o mercado no qual a oportunidade de investimento se insere. Contudo, Mason e Stark (2004) afirmam que essa questão tem uma relevância superior para as sociedades de capital de risco, pois os seus responsáveis acreditam que é nessa matéria que a experiência e o conhecimento pode ser mais preponderante, ao passo que *business angels* acautelam mais o risco de agência.

Nesse sentido, o presente artigo refere-se a um tipo particular de empresas, *startups*, ou seja, empresas recentemente constituídas. O objetivo desse tipo de empresa é desenvolver um modelo de negócios com elevado grau de escalabilidade, características inovadoras e potencial de crescimento.

Para além desta introdução, o artigo está organizado da seguinte forma. A secção 2 descreve o material e métodos utilizados. A secção 3 discute a informação na perspetiva dos *business angels*. A secção 4 apresenta a perspetiva das sociedades de capital de risco. Por fim, a secção 5 conclui, destacando pontos comuns e diferenças fundamentais.

2 MATERIAL E MÉTODOS

Para a realização deste trabalho, foi inicialmente feita uma extensiva pesquisa *online* de termos-chave, como *business plan*, *startup*, *venture capital*, *entrepreneurship* e *business angels*, procurando identificar os trabalhos científicos publicados sobre o tema da decisão de financiamento, com destaque para dois tipos de investidores: *business angels* e sociedades de capital de risco.



Os artigos científicos selecionados foram recolhidos nos sites das revistas ou através das plataformas Google Académico, ResearchGate, B-on Biblioteca do Conhecimento Online, ou ABI-Inform e Proquest. Adicionalmente, de modo a obter informação mais pormenorizada, foi tida em conta uma *webgrafia* disponível em instituições públicas de apoio ao empreendedorismo e, quando necessário, foram consideradas referências constantes dos artigos selecionados.

Na investigação realizada, foram consultadas informações em língua portuguesa e inglesa, apenas sendo incluídos artigos nos quais existiu acesso ao texto integral e que abordassem questões relativas ao processo decisório de financiamento, aceitar ou rejeitar, e os elementos que estão na base dessa decisão.

Para a organização da revisão de literatura, analisa-se, a partir da informação recolhida, a possibilidade de as preferências dos dois tipos de investidores privados (*business angels* e sociedade de capital de risco), a partir da literatura recolhida quanto às informações veiculadas pelos planos de negócio que avaliam, serem distintas, procurando sistematizar os fatores negativos e positivos que caracterizam a abordagem de uns e de outros, de forma a perceber em que fatores residem as diferenças.

3 A PERSPETIVA DOS *BUSINESS ANGELS*

Como afirmam Mason e Stark (2004), diferentes investidores procuram, de forma ativa, características distintas em um plano de negócios. Nesse sentido, os *business angels* têm interesses diversos dos gestores de sociedades de capital de risco ou de outros investidores institucionais, de modo que o plano de negócios elaborado pelo empreendedor deve revestir-se das características adequadas ao tipo de investidor ao qual se dirige. Além disso, a metodologia usada para elaborar um plano de negócios varia de acordo com a fase em que a empresa está.

Um *business angel* é um investidor informal em capital de risco. Segundo o IAPMEI (2018):

BA (*business angels*) são investidores individuais, normalmente empresários ou diretores de empresas, que investem o seu capital, conhecimentos e experiência em projetos promovidos por empreendedores, que se encontram em início de atividade ou em fases críticas de crescimento.



Mason (2006, p. 261) define os *business angels* como “indivíduos com elevado património pessoal que investem os seus próprios fundos, tempo e experiência em empresas não cotadas, com as quais não têm ligações familiares, esperando que daí advenham mais-valias”.

Em relação às características desse tipo de investidor, como demonstra Mason (2006), o *business angel* tem, em média, entre 45 e 65 anos, normalmente é um empreendedor de sucesso que vendeu a sua empresa, com elevada escolaridade (normalmente ao nível do bacharelado, sendo que poucos têm doutoramentos).

Após inquirirem *business angels* da NBAN (*National Business Angels Network*), Mason e Harrison (2002) notaram que 91% das respostas provinham de homens e 9% de mulheres, confirmando a expectativa de que a maior parte dos investidores informais são do sexo masculino, 62% tinham uma fortuna superior a 1 milhão de libras e 71% foi, no passado, empreendedor. Os investidores do sexo masculino mostraram menos interesse em apoiar a próxima geração de empreendedores e têm menos interesse em produtos e serviços que tragam benefícios sociais, fatos que podem ser relevantes para os empreendedores na escolha do investidor. Investidores do sexo feminino têm menos interesse nas áreas de eletrónica e *hardware* de computadores, ao passo que os do sexo masculino têm menos interesse em tecnologias ambientais e indústrias criativas (Harrison, & Mason, 2007).

Segundo Croce Tenca e Ughetto (2017), a taxa de rejeição das oportunidades apresentadas pela *business angels* é cerca de 90%. Esses números demonstram que a exigência desses agentes é muito elevada e deixam claro para os empreendedores a necessidade de apresentarem os seus projetos da melhor forma, nomeadamente através de um plano de negócios bem elaborado.

No que diz respeito ao processo de decisão dos *business angels*, é possível dividi-lo em diversas fases, sendo que os critérios utilizados variam de acordo com a fase. Croce et al. (2017) afirmam que se pode dividir esse processo em 3 fases: *pre-screening*, *screening* e *due dilligence*. Na fase de *pre-screening*, segundo Paul, Whittam e Wyper (2007), os investidores pretendem familiarizar-se com a empresa, requerendo, nessa fase, um plano de negócios muito curto (até 3 páginas), ainda



que alguns investidores optem por documentos mais longos. Na fase seguinte (de *screening*), é feita uma análise mais detalhada da empresa, pelo que é habitual requerer-se um plano de negócios mais detalhado. Durante a *due dilligence* são feitas as investigações finais antes de assinar o contrato, sendo também a fase na qual debatem as condições do negócio e encerram as negociações quanto aos valores envolvidos.

De acordo com Paul et al. (2007), este tipo de investidor demora 3 a 18 meses desde o primeiro contacto até ao investimento.

Nas duas secções seguintes, são analisadas as características positivas (secção 3.1) e negativas (secção 3.2) dos planos de negócio de uma *startup* na perspectiva dos business angels. Esta discussão é resumida nos Quadros 1 e 2, respetivamente.

3.1 Características Consideradas Positivas por *Business Angels* no Plano de Negócios de uma *Startup*

Paul et al. (2007) analisaram os critérios de rejeição de oportunidades de investimento, validando a hipótese de que os *business angels* valorizam as propostas de investimento recomendadas por outros investidores, uma vez que as propostas encaminhadas por sociedades de capital de risco apresentaram uma probabilidade 47% superior de passar a fase de *pre-screening*. Nesse sentido, é importante incluir no plano de negócios informação sobre referências positivas feitas por outros investidores (sempre que existirem). Como já mostravam Harrison, Dibben e Mason (1997), o investimento é muito mais provável se houver referências de alguém de confiança. Os baixos valores envolvidos na operação também relaxam as condições impostas pelo investidor.

No estudo de Croce et al. (2017), foi possível perceber as preferências de *business angels* em relação a certas áreas de negócios. Medicina/biotecnologia foi a área mais procurada, atraindo 45% dos fundos totais, seguida da energia (15%), o que demonstra que planos de negócios de ideias ou empresas dessas áreas têm maior probabilidade de conseguir financiamentos elevados. Outro fator que se destaca é a preferência por áreas já conhecidas, ou seja, *business angels* dão



preferência a ideais de negócio que compreendam melhor e em áreas nas quais já tenham experiência.

Segundo Mason e Harrison (2002), 64% dos investidores afirmam já ter definido critérios de investimento, que incluem a fase de desenvolvimento do negócio, o setor em que se inclui, a tecnologia e a localização. Os *business angels* estudados por esses autores demonstram preferência por empresas que pretendem financiamento para expansão, mas também estão disponíveis para entrarem em uma fase inicial e em uma fase *pre-startup*. São ainda impostas algumas restrições quanto ao setor, sendo que a área preferida é a internet, TI (Tecnologias da Informação) e telecomunicações (40% das preferências), o que parece condizer com a percepção de que os investidores preferem áreas nas quais têm maior experiência.

Paul et al. (2007) confirmam a importância da adequação do investidor ao negócio, dado que os *business angels* sentem-se mais confortáveis ao investirem em um setor em que tenham maiores conhecimentos e experiência.

No entanto, segundo Mason, Botelho e Zygmunt (2017), as características do próprio investidor poderão já não ser tão relevantes como anteriormente. De fato, dado que é cada vez mais comum os investidores fazerem parte de redes de investidores, através das quais os *business angels* entram conjuntamente em investimentos, não é necessário ter conhecimentos tão aprofundados sobre um setor, dado que é possível aproveitar o conhecimento do co-investidor (Mason et al., 2017). Além disso, não se encontrou evidência de que as características do investidor tivessem particular relevância nas razões para rejeitar o investimento.

Sahlman (2008) evidencia que a informação que os investidores pretendem conhecer, quanto ao setor, é se está em crescimento ou não. Se o setor em questão tem grande potencial, o plano de negócios deve explicar o porquê.

Der Foo, Wong e Ong (2005), em um estudo realizado em uma competição de ideias de negócio em Singapura, avaliaram a influência da diversidade da equipe empreendedora na apreciação das oportunidades de negócio. Nesse caso, os investidores incluíram uma mistura de *business angels* e gestores de sociedades de capital de risco. A avaliação era feita através da análise de um plano de negócios. Der Foo et al. (2005) concluem que a diversidade nas tarefas realizadas é apreciada pelos investidores, ou seja, a existência de divisão de tarefas entre a equipe empreendedora aumenta a probabilidade de investimento. Não foram



O que é que os investidores procuram no plano de negócios de uma *startup*?

encontradas evidências de que os investidores pretendiam empreendedores com formação em áreas específicas, no entanto, percursos educacionais diferentes levaram a uma avaliação mais positiva.

Segundo Mason e Stark (2004), os *business angels* destacam-se por ter uma abordagem “*hands-on*”, ou seja, pretendem manter contacto regular com a empresa investida e usam o tempo e os seus meios para contribuírem de forma ativa para o sucesso do negócio no qual investiram. Assim, dado que vão lidar pessoalmente com os empreendedores diversas vezes, esse tipo de investidor valoriza muito a pessoa na qual está investindo e as suas características. Os *business angels*, segundo Mason e Stark (2004), chegam a afirmar que pretendem sentir química com os empreendedores nos quais investem. Nesse sentido, Paul et al. (2007) afirmam que os empreendedores devem ser claros com os investidores mais “*hands-on*” e explicarem que tipo de ajuda pretendem.

Destaca-se que é mais provável haver investimento se o empreendedor já tiver experiência, for realista, mostrar abertura e integridade, se a oportunidade tiver potencial para gerar lucros elevados, se existir plano de saída e envolvimento do investidor em decisões estratégicas (Feeney, Haines Jr, & Riding, 1999).

Após investigar o processo de investimento de *business angels*, focando-se no seu último investimento, Paul et al. (2007) referem que o contato pessoal com o empreendedor é muito importante e o *feeling* que se retira desse contato pode despertar interesse no negócio. Paul et al. (2007) mencionam também que alguns investidores revelaram preferência por negócios geograficamente próximos. Esse fato parece dever-se à maior facilidade em controlar a empresa investida e manter contato com os empreendedores.

Em um estudo recente realizado por Mason e Botelho (2017), é reforçada a perspectiva da importância do contato pessoal para os *business angels*. Esse fator é o mais citado entre esses investidores, seguindo-se os aspetos técnicos do negócio e os aspetos ligados à propriedade intelectual, um fator usualmente menos referido nesse tipo de estudos.

Segundo Mason e Rogers (1996), os investidores também pretendem ver comprometimento por parte dos empreendedores, ou seja, é positivamente considerado o fato de colocarem fundos próprios na empresa. Além disso, os



investidores pedem previsões financeiras de modo a perceberem quais os principais investimentos a realizarem.

De acordo com os empreendedores, o principal motivo para investir é o potencial de elevada valorização da participação, seguindo-se a satisfação pessoal e o rendimento constante (dividendos) (Mason, & Harrison, 2002). Os fatores que mais encorajam os investidores são a diminuição de impostos sobre o rendimento nos valores investidos (referido por 43%), o crescimento econômico (apontado por 26%) e impostos baixos sobre os ganhos de capital (26%).

Mason e Harrison (2002) mencionam que, no que se refere às negociações, há falhas, principalmente devido à falta de acordo em relação ao preço ou quanto à participação (50% e 44%, respetivamente). Outros fatores como a falta de acordo quanto à composição do conselho de administração ou quanto ao contributo dado pelo investidor “*hands-on*” foram apontados 18% e 15% das vezes. De acordo com os mesmos autores, 85% dos *business angels* afirmam que não têm especial interesse por produtos socialmente úteis. A opinião da comunidade também não foi considerada particularmente relevante. Os fatores que mais desencorajam os seus investimentos são os elevados impostos sobre os ganhos de capital (30% afirmam afetar muito a decisão de investimento) e os elevados impostos sobre os dividendos (27% afirmam afetar muito a decisão de investimento).

Características consideradas positivas por <i>business angels</i> em planos de negócios de uma startup	Referências
<ul style="list-style-type: none"> • referências de outros investidores • área médica, biotecnologia, energia, TI e telecomunicações • <i>investor fit</i> • informação sobre o crescimento do setor • divisão de tarefas entre empreendedores • backgrounds educacionais distintos entre empreendedores • clareza quanto ao envolvimento pretendido da parte do investidor • características como experiência e realismo • negócios geograficamente mais próximos • elevado potencial de valorização • dividendos elevados • empreendedores colocarem fundos próprios na empresa • previsão de <i>exit</i> • inclusão de imagens 	<ul style="list-style-type: none"> • Paul et al. (2007); Croce et al. (2017) • Mason e Harrison (2002); Croce et al. (2017) • Paul et al. (2007) • Sahlman (2008) • Foo et al. (2005) • Foo et al. (2005) • Paul et al. (2007) • Feeney et al. (1999); Mason e Botelho (2017) • Mason e Harrison (2002); Paul et al. (2007) • Mason e Harrison (2002) • Feeney et al. (1999); Mason e Harrison (2002) • Mason e Rogers (1996) • Feeney et al. (1999) • Chan e Park (2015)

Figura 1: Caraterísticas positivas de um plano de negócios de uma startup, de acordo com *business angels*
Fonte: Elaborado pelos autores (2018).



Como fator relevante, mas ainda pouco estudado, destaca-se o elemento visual dos planos de negócios, ou seja, o seu aspecto. Chan e Park (2015) avaliaram o efeito da inserção de fotos dos produtos e de cores no plano de negócios na decisão dos investidores. As conclusões a que chegaram foram mistas: mais imagens, ou seja, um plano de negócios mais gráfico, aumenta a probabilidade de ser escolhido na fase de avaliação inicial (*pre-screening*), no entanto, esse efeito é nulo nas fases seguintes.

3.2 Características Consideradas Negativas por *Business Angels* no Plano de Negócios de uma *Startup*

No estudo de Feeney et al. (1999), as falhas mais apontadas para os empreendedores pelos investidores incidiam sobre as características do empreendedor (nomeadamente a falta de conhecimento de gestão, falta de expectativas realistas e qualidades pessoais, como integridade, visão e comprometimento) e as características do negócio (nomeadamente uma fraca equipe de gestão, com pouco equilíbrio, experiência, disciplina ou espírito de equipe).

De acordo com Mason e Harrison (2002), mais de 60% dos *business angels* dizem que a capacidade para investir está limitada pela falta de conhecimentos sobre certos setores, tecnologias ou mercados. Assim, 55% afirmam que preferem investir em negócios geograficamente próximos. No estudo em apreço, que incidia sobre investidores britânicos, apenas 10% colocavam a hipótese de investir na Europa continental e o número descia para 4% quando se abordava a possibilidade de investir na América do Norte. Em consequência, o empreendedor terá mais probabilidades de sucesso ao contactar um *business angel* que se localize nas proximidades da sua empresa. Foi, no entanto, entendido que as condições podem ser aligeiradas caso se considere que o empreendedor tem elevada credibilidade.

No trabalho de Mason e Harrison (1996), as características do empreendedor foram apontadas como fator de rejeição em 41% dos negócios não investidos, conclusão semelhante à de Mason et al. (2017), em um estudo em que as pessoas foram mencionadas 59% das vezes como fator de rejeição do negócio, quando da respetiva avaliação. Concretamente, os investidores eram adversos à equipe



empreendedora ser constituída por apenas uma pessoa e pretendiam uma equipe multidisciplinar (incluindo diversas competências). Motivos de ordem financeira foram indicados em 34,4% das rejeições, nomeadamente por projeções irrealistas ou inviabilidade. Motivos relacionados com falhas no *marketing* foram indicados em 46,9% dos projetos rejeitados, mais especificamente por falta de estratégia de *marketing*, escolha errada de mercado-alvo e existência de barreiras à distribuição. Falhas em relação ao produto foram apontadas em 9,4% dos casos, com destaque para a possibilidade de a tecnologia subjacente ser antiquada. Outras razões, como conceito mal pensado, práticas dúbias, conflitos de interesse, filosofia de gestão demasiado vaga ou atuais sócios sem interesse em vender surgiu 18,7% das vezes.

De acordo com Mason e Rogers (1996), os critérios para a rejeição de projetos de investimento variam de acordo com a fase de análise, sendo que na fase de *screening*, as ideias de negócios são muitas vezes rejeitadas por razões ligadas ao empreendedor e à equipa de gestão, não sendo, nessa fase, tão relevante o grau de inovação do negócio. As empresas rejeitadas na fase de *screening* tendem a ser mais pequenas que as suas congêneres não rejeitadas e a ter maior nível de liquidez.

Os investidores ouvidos por Mason e Harrison (2002) destacam como fatores que mais diminuem a probabilidade de investimento: hipóteses irrealistas no plano de negócios, informação sem credibilidade e uma equipe empreendedora pouco admissível. Outros fatores negativos são a prestação de informação insuficiente, conceito de negócio ainda requerer desenvolvimento e perspectivas de crescimento limitadas.

Ao entrevistarem *business angels*, Mason et al. (2017) descobriram que os fatores mais apontados como “*deal killer*” relacionam-se com os empreendedores (27 dos 30 entrevistados referiram-se a esse ponto), sendo que foram referidas as subcategorias personalidade por 11 vezes, o nível de conhecimentos por 6 vezes e o realismo por 4 vezes. A categoria produto/mercado foi referida 12 vezes, destacando-se as subcategorias seguintes: tamanho do mercado (notada 2 vezes) e proteção da propriedade intelectual (2 vezes). Quanto aos atributos financeiros, que foram apontados 4 vezes, a avaliação exagerada e a pouca vontade em discutir condições foram referidas 2 vezes. A falta de *fit* do investidor para com o negócio é mencionada em 3 ocasiões.



O que é que os investidores procuram no plano de negócios de uma *startup*?

Apesar de os *business angels* quererem intervir na empresa investida, espera-se que esse envolvimento seja pontual, dado que os investidores consultados por Mason e Harrison (2002) afirmam que a exigência de muito tempo é um fator negativo, pois trabalham, em média, apenas 6 dias por mês para os negócios das suas carteiras de aplicações.

Apesar de os *business angels* contactados por Mason e Botelho (2017) identificarem majoritariamente as características pessoais dos empreendedores como fatores valorizados, houve exceções relevantes. Entre os fatores negativos das equipas empreendedoras, dois investidores destacaram os seguintes pontos: ter um CEO com um *background* financeiro é visto negativamente e prejudica a probabilidade de investimento, sendo preferível alguém com experiência nas áreas de vendas ou marketing para liderar uma *startup*. Ter alguém em uma posição relevante (nesse caso, a referência foi ao cargo de *Chief Medical Officer*), que seja um académico bem-sucedido, foi encarado como um sinal, curiosamente, negativo, tendo sido expressa a preferência por académicos que ocupem posições não executivas.

Segundo Croce et al. (2017), as empresas rejeitadas na fase inicial têm, algumas características comuns, como o fato de estarem há mais tempo em atividade ou terem um menor rácio de ativos intangíveis face ao ativo total. Na fase de *due diligence*, os negócios têm maior probabilidade de serem rejeitados devido à lucratividade (lucros menores que o *benchmark* afastam os investidores). Em particular, Croce et al. (2017) destacam que, do ponto de vista financeiro, as previsões financeiras pouco realistas são vistas pelos *business angels* como um fator negativo e a melhorar, nomeadamente a estimativa muito baixa dos custos de desenvolvimento.

Feeney et al. (1999) citam ainda o baixo potencial lucrativo, a falta de capitalização/liquidez, a falta de informação e a falta de adequação do investidor ao negócio como fatores negativos na informação proporcionada pelo plano de negócios.



Características consideradas negativas por <i>business angels</i> em planos de negócios de uma startup	Referências
<ul style="list-style-type: none"> • características como falta de conhecimento e de realismo • negócios geograficamente afastados • equipa com apenas uma pessoa • projeções financeiras irrealistas • práticas de legalidade questionável • mercado de pequena dimensão • exigência de muito tempo ao investidor • CEO da área financeira • baixo rácio de ativos intangíveis face aos ativos totais • baixa rentabilidade • baixa liquidez • baixo nível de capitais próprios • utilização de cores muito aguerridas (nomeadamente o vermelho) 	<ul style="list-style-type: none"> • Feeney et al. (1999); Mason et al. (2017); Croce et al. (2017) • Mason e Harrison (2002) • Mason e Harrison (1996) • Mason e Harrison (1996); Mason et al. (2017) • Mason e Harrison (1996) • Mason et al. (2017) • Mason e Harrison (2002) • Mason e Botelho (2017) • Croce et al. (2017) • Feeney et al. (1999); Croce et al. (2017) • Feeney et al. (1999) • Feeney et al. (1999) • Chan e Park (2015)

Figura 2: Características negativas de um plano de negócios de uma *startup*, de acordo com *business angels*
Fonte: Elaborado pelos autores (2018).

Quanto às cores, Chan e Park (2015) dizem que têm influência na decisão dos investidores, destacando-se o vermelho que, quando utilizado, diminui a probabilidade de sucesso de um plano de negócios. Adicionalmente, afirmam que as cores são interpretadas de forma distinta em países diferentes, ou seja, no mundo ocidental, por exemplo, o vermelho tem uma conotação negativa no contexto de negócios (associado à queda das bolsas ou a valores negativos nas demonstrações financeiras). Assim, planos de negócios que incluam essa cor podem ser negativamente percebidos pelos investidores, pois aumentam a consciência de perigo e a atenção ao detalhe.

Van Auken e Carraher (2012), focando em uma área menos desenvolvida da literatura (os negócios agrícolas), afirmam existir acentuada dificuldade em obter financiamento. Após consultarem 56 financiadores (que incluem investidores e também bancos), foi possível perceber que as razões mais apontadas para não financiarem um negócio foram a falta de colateral (50,9% das vezes), plano de negócios fraco ou inexistente (49,1%) e risco elevado (34,5%).

4 A PERSPETIVA DAS SOCIEDADES DE CAPITAL DE RISCO

Outra forma relevante de financiar os projetos empresariais são as sociedades de capital de risco. Segundo o IAPMEI (2018):



O que é que os investidores procuram no plano de negócios de uma *startup*?

As participações no capital social das empresas através do Capital de Risco concretizam-se pela realização de aumentos de capital, que podem ser complementados por suprimentos, prestações suplementares de capital ou outros instrumentos financeiros análogos, por parte de um operador especializado de capital de risco nomeadamente as Sociedades de Capital de Risco (SCR) ou Fundos de Capital de Risco (FCR).

Esse tipo de sociedade diferencia-se dos *business angels*, pois não investe fundos próprios, fato que altera, em alguns casos, as metodologias usadas e os critérios para investir.

Hall e Hofer (1993) afirmam que empresas apoiadas por sociedades de capital de risco têm mais sucesso, sendo, desse modo, importante conhecer os seus critérios na seleção de investimento. No entanto, como analisam Fried e Hisrich (1994), a tomada de decisões por capitais de risco é difícil, envolve riscos de seleção adversa, leva à grande dependência da performance do empreendedor e, depois de o investimento ser feito, este é altamente ilíquido.

Tyebjee e Bruno (1984) foram os primeiros a caracterizarem o processo de investimento de gestores de sociedades de capital de risco, identificando 5 pontos: 1) *Deal Origination* - que é o contato inicial; 2) *Deal Screening* - decidir se avança para investigar mais sobre a empresa ou não; 3) *Deal Evaluation* - análise mais detalhada sobre a empresa; 4) *Deal structuring* - detalhar as condições, caso pretenda avançar para um acordo; e 5) *Post-investment activity* - monitorização e possível envolvimento para o sucesso do negócio.

Como afirmam Mason e Stark (2004), os financiadores têm critérios distintos quando avaliam um plano de negócios. Enquanto os bancos valorizam muito os aspetos financeiros, as sociedades de capital de risco valorizam significativamente mais o mercado.

O mercado no qual a oportunidade de investimento se insere assume uma importância fundamental para as sociedades de capital de risco, pois os seus responsáveis acreditam que é nessa matéria que a experiência e o conhecimento podem ser mais preponderantes (Mason, & Stark, 2004). Kirsch, Goldfarb e Gera (2009) estudaram a forma como sociedades de capital de risco analisam pedidos de financiamento, nomeadamente a avaliação que fazem dos planos de negócios. Foram analisados 1.063 pedidos de financiamento, dos quais 718 continham planos de negócios. Os resultados mostraram que quando existe mediação social, ou seja, quando certo negócio foi referido por alguém, a probabilidade de investimento



aumenta. De fato, na amostra de Kirsch et al. (2009) apenas um negócio sem mediação social foi investido, algo muito significativo.

Kirsch et al. (2009) avaliou também se o plano de negócios estava completo, ou seja, se continha os seguintes elementos: descrição do produto/serviço, descrição do mercado/análise da indústria, a proposta de valor, vantagem competitiva, a fase em que está o negócio, a descrição da equipe, plano de *marketing* e modelo financeiro. Desses 8 pontos, em média, estavam presentes apenas 4,7. No entanto, não se confirmou a hipótese segundo a qual as empresas que preenchem todos os pontos do plano de negócios têm maior probabilidade de financiamento.

Usando entrevistas semiestruturadas e protocolo verbal, Hall e Hofer (1993) concluem que gestores de sociedades de capital de risco fazem uma avaliação inicial em menos de 6 minutos e avaliam a proposta globalmente em cerca de 20 minutos. Inicialmente, os critérios usados prendem-se com a adaptação às linhas orientadoras da sociedade para a qual trabalham, a existência de lucros e o crescimento do setor em causa. Na fase de avaliação seguinte, têm relevância as referências existentes, com propostas indicadas por pessoas de confiança a receberem um elevado nível de interesse.

Kaplan e Stromberg (2004) analisaram 67 investimentos feitos por 11 sociedades de capital de risco. Desses, em 25 ocasiões os investimentos foram feitos antes de existirem vendas, demonstrando que sociedades de capital de risco também estão disponíveis para investirem na fase *seed* (apesar de esse tipo de investimento ser normalmente associado a *business angels*). Dos relatórios sobre essas oportunidades de investimento feitos pelos funcionários desses fundos, foi possível perceber que os investidores demonstraram preferência por tecnologias de informação e *software* (24 investimentos), sendo que os números nas áreas de biotecnologia, telecomunicações, saúde e retalho também foram significativos.

Nas duas secções seguintes, são analisadas as características positivas (secção 4.1) e negativas (secção 4.2) dos planos de negócio de uma *startup* na perspectiva das sociedades de capital de risco. Essa discussão é resumida nas Figuras 3 e 4, respetivamente.



4.1 Características Consideradas Positivas por Sociedades de Capital de Risco no Plano de Negócios de uma *Startup*

No estudo de Mason e Stark (2004), no qual se apresentaram 3 planos de negócio a 3 gestores de sociedades de capital de risco (referentes a uma empresa de formação *on-line*, um restaurante chinês e um laboratório de produtos absorventes), todos os responsáveis optaram por rejeitar a oportunidade de financiar a empresa de formação *on-line* e o restaurante, mas dois afirmaram considerar investir no laboratório. Através da análise das propostas, feita em voz alta, foi possível perceber que para os responsáveis de sociedades de capital de risco o mercado é o fator mais tido em conta (22% das referências eram sobre este fator), seguido de questões financeiras (21%). O empreendedor (12%) e a estratégia (11%) também revelaram-se importantes. O “*investor fit*”, ou seja, a adequação do investidor ao negócio, foi referido apenas 1% das vezes.

Em termos de fatores externos, o estudo de Kaplan e Stormberg (2004) releva que os investidores valorizam a dimensão do mercado e o seu crescimento (referido 68,7% das vezes), designadamente pelas altas margens das empresas incumbentes. Interessam-se pela competição e barreiras à entrada (32,8%), nomeadamente por causa da existência de uma patente, da vantagem de ser pioneiro, setor muito fragmentado e pouca competição. Valorizam a relação com clientes (29,9%), através, por exemplo, dos contatos com grandes clientes e aceitação do conceito pela comunidade profissional. São ainda citadas a importância de o produto estar pronto para chegar ao mercado em um prazo máximo de 15 a 18 meses, a tecnologia inovadora e a existência de *outsourcing* para reduzir a complexidade da operação.

No estudo de Fried e Hisrich (1994), começou-se por reunir informação sobre 18 sociedades de capital de risco dos Estados Unidos da América, sendo feitas entrevistas aos seus colaboradores. Pediu-se que descrevessem o processo de investimento mais recente em que se havia envolvido. Desse modo, evita-se que os investidores tenham enviesamento de apontar melhores características nos investimentos que já sabem ter ocorrido melhor. Os investimentos descritos correspondiam às fases *seed* (fundos para permitir o arranque da empresa - 3 investimentos), *first* (primeiro investimento de maior envergadura - 7 investimentos),



second (segundo investimento de maior envergadura - 4 investimentos), *management buyout* (tomada de controle da empresa por parte da gestão - 2 investimentos), *leveraged buyout* (adquirir controle da empresa em operação financiada com dívida - 1 investimento) e *recapitalization* (implica processo de reestruturação financeira da empresa - 1 investimento). Esses autores evidenciam que foi possível encontrar três critérios gerais que norteiam os investimentos: o conceito, a gestão e os retornos.

O conceito inclui quatro pontos fundamentais: o potencial para crescimentos dos lucros, a possibilidade de o novo produto chegar ao mercado em dois ou três anos, a existência de uma vantagem competitiva e necessidades contidas de capital. Quanto ao critério da gestão, esse inclui um empreendedor com integridade, boa prestação em empregos anteriores (se bem que ter estado em uma empresa mal-sucedida não desqualifica de imediato), realismo, capacidade de trabalho, flexibilidade, liderança e capacidade de gestão. Quanto aos retornos, espera-se que exista possibilidade de saída (por exemplo, através da venda da participação), uma taxa de retorno elevada e retorno elevado em valores absolutos.

Der Foo et al. (2005) avaliam a influência da diversidade da equipe empreendedora na apreciação dos investidores e concluem que equipes com membros que realizam tarefas distintas são mais apreciadas. Com base em uma competição de planos de negócios em Singapura, as escolhas do júri (que incluía responsáveis de sociedades de capital de risco) apontam para a pouca importância das áreas de estudo dos empreendedores, da diversidade de idades ou de gênero.

No estudo de Kaplan e Stromberg (2004), as razões apresentadas para investir em uma *startup* foram diversas, destacando-se a qualidade da gestão (indicada em 59,7% das oportunidades). Esses autores incluíram nessa categoria fatores como: a experiência anterior com capital de risco, referências positivas de outros investidores, capacidade para desenvolver um produto interessante tendo usado pouco capital, comprometimento por parte do empreendedor (por exemplo, o empreendedor ter sido despedido do emprego anterior ou hipotecado a própria casa).



O que é que os investidores procuram no plano de negócios de uma *startup*?

Características consideradas positivas por gestores de sociedades de capital de risco em planos de negócios de startups	Referências
<ul style="list-style-type: none"> • mercado em crescimento • existência de barreiras à entrada • contactos com grandes clientes • tecnologia inovadora • potencial para crescimento dos lucros • baixas necessidades de capital • equipa empreendedora com especializada em diversas áreas • performance da empresa até à data • realização de projeções financeiras • existência de patentes • existência de parcerias com outras empresas ou entidades públicas 	<ul style="list-style-type: none"> • Mason e Stark (2004); Kaplan e Stromberg (2004) • Fried e Hisrich (1994) • Fried e Hisrich (1994); Kaplan e Stromberg (2004) • Foo et al. (2005) • Kaplan e Stromberg (2004) • Van Osnabrugge e Robinson (2000) • Hoenig e Henkel (2015) • Hoenig e Henkel (2015)

Figura 3: Características positivas de um plano de negócios de uma *startup*, de acordo com gestores de sociedades de capital de risco

Fonte: Elaborado pelo autor (2018).

O segundo fator mais apontado como interessante para o investidor é a performance até a data (mencionado 26,9% das vezes), dividindo-se em: lucratividade demonstrada do modelo de negócios ou desenvolvimento de produto bem posicionado para atingir objetivos de vendas.

O terceiro fator mais mencionado, de acordo com Kaplan e Stormberg (2004), é o valor dos fundos em risco (19,4%). São abrangidos nesse ponto a baixa necessidade de capital ou o controle dos investidores sobre o crescimento da empresa. Apesar da menor relevância, é também referido que procuram negócios localizados na região em que o fundo de investimento já tem atividade, envolvimento com outra empresa que possa ser parceira e a entrada de outros investidores bem-sucedidos.

De acordo com Van Osnabrugge e Robinson (2000), é dada importância significativa ao cálculo de projeções financeiras e à informação financeira já existente. De modo a minorar a assimetria de informação, as sociedades de capital de risco procuram envolver-se em negócios cujo setor já conhecem.

É dada, no estudo realizado por Hoenig e Henkel (2015), uma importância elevada a patentes e alianças entre empresas e uma importância menor à experiência da equipe. Dá-se maior importância às alianças de vendas quando a tecnologia é desconhecida. A valorização da experiência da equipe é menor quando a tecnologia é considerada boa.

Em termos setoriais, é possível perceber que a importância das patentes é significativamente maior em negócios de biotecnologia do que tecnologias limpas ou TICs (Tecnologias da Informação e Comunicação). A experiência também é mais



valorizada nos negócios de biotecnologia. As alianças de vendas destacam-se nas TICs. As patentes são valorizadas pelo investidor, mas não como fator sinalizador de qualidade da tecnologia.

Segundo Kirsch et al. (2009), não se confirma a hipótese de que a existência de financiamento anterior aumenta a probabilidade de novo financiamento. Também não se verificou que a indicação no plano de negócios dos valores pretendidos afete a probabilidade de investimento. Não se verificou que a inclusão de informação sobre a equipe tenha afetado o financiamento. Não se verificou a hipótese de que as empresas com planos de negócios que mostravam maior especialização dos promotores em diferentes tarefas tivessem maior probabilidade de financiamento. Ter um MBA não aumenta a probabilidade de financiamento.

4.2 Características consideradas negativas por sociedades de capital de risco no plano de negócios de uma *startup*

Segundo Kaplan e Stromberg (2004), a qualidade da gestão é apontada como um risco em 61,2% dos casos, nomeadamente devido à possibilidade de o empreendedor ter falta de foco e dispersar a sua atenção por demasiados assuntos, ter intenção de adquirir outras empresas em curto prazo, a empresa ser muito dependente de uma só pessoa, falta de experiência na equipe e falta de alguém responsável pelas vendas e *marketing*.

Macmillan e Narasimha (1987) estudaram as características de planos de negócios financiados por sociedades de capital de risco e dos não financiados. O estudo teve base em 27 planos de negócio que levaram ao financiamento empresarial e 55 que não culminaram em financiamento.

Características consideradas negativas por gestores de sociedades de capital de risco em planos de negócios de startups	Referências
<ul style="list-style-type: none">• previsões financeiras excessivamente optimistas• demasiada foco em apenas uma área do plano de negócios• intenção de adquirir outras empresas no curto prazo• empresa muito dependente de uma pessoa• falta de responsável pelas vendas• falta de análise da concorrência• necessidade de realizar muitos investimentos• falta de análise da concorrência	<ul style="list-style-type: none">• Macmillan e Narasimha (1987)• Macmillan e Narasimha (1987)• Kaplan e Stromberg (2004)• Kaplan e Stromberg (2004)• Kaplan e Stromberg (2004)• Macmillan e Narasimha (1987)• Kaplan e Stromberg (2004)• Macmillan e Narasimha (1987)

Figura 4: Características negativas de um plano de negócios de uma *startup*, de acordo com gestores de sociedades de capital de risco
Fonte: Elaborado pelo autor (2018)



Os investidores procuraram planos de negócios que previam boas performances, no entanto, quando os números eram demasiado otimistas, os investidores afastaram-se. Os planos de negócio investidos apresentaram 47% de margem bruta/vendas, 16% de rentabilidade das vendas, 28% de rentabilidade do ativo, 29% de rentabilidade do capital próprio, 28% de rotação dos ativos fixos. A diferença é muito significativa, face aos 77% de rentabilidade do capital próprio, por exemplo, dos negócios não investidos. Coloca-se a hipótese, para Macmillan e Narasimha (1987), de haver uma “janela de aceitabilidade” das previsões financeiras, acima da qual os números são pouco seguros e abaixo da qual são pouco interessantes.

Em relação à estrutura do plano de negócios, o estudo de Macmillan e Narasimha (1987) mostra que os investidores procuram equilíbrio, ou seja, demasiada atenção dada a um dos pontos do plano de negócios (como *marketing*, estratégia ou financeiro) prejudica a probabilidade de investimento. Quando questionados sobre as *startups* com previsões de performance muito otimistas, os investidores indicaram que temiam uma insuficiente análise da concorrência e do perigo de entrada de novos concorrentes e a possibilidade de subestimar o investimento necessário. Considerou-se que os rácios financeiros devem ser comparados com os do setor, de modo a perceber a razoabilidade das previsões.

Em relação às necessidades de capital, essas podem ser consideradas, segundo Kaplan e Stromberg (2004), como ameaças, caso sejam elevadas, exista falta de ativos valiosos e expectativa de precisar de novo financiamento no ano seguinte.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho sistematiza a informação que um plano de negócios de uma *startup* deve conter, de forma a corresponder aos aspetos mais valorizados por *business angels* ou por sociedades de capital de risco. A opção pela perspectiva dos financiadores de capital de risco e não em financiamento bancário decorre da importância daqueles no financiamento de negócios emergentes, tipicamente sem história no mercado, e de uma preferência manifestada em contatos diversos com



empreendedores que revelaram alguma resistência a endividarem-se e preferiram abdicar de uma parte da empresa para potenciar o início ou o crescimento das suas atividades. Adicionalmente, financiadores de capital de risco podem proporcionar contatos relevantes, sinergias e aconselhamento estratégico, pelo que o seu valor não se esgota no mero financiamento.

A forma de atuação de *business angels* e sociedades de capital de risco é, em diversos pontos, semelhante, ainda que se destaquem algumas diferenças, como o fato de os *business angels* focarem mais nas pessoas que investem e no *investor fit*. Os *business angels* querem ter contato com os empreendedores e muitas das decisões de investimento passam por esse contato direto. Eles pretendem ter uma equipe empreendedora diversificada, isto é, membros que desempenhem diferentes tarefas, e evitam equipes com apenas uma pessoa. Dão clara preferência a mercados que conhecem, sentindo que, desse modo, podem ajudar mais o empreendedor. Buscam um plano financeiro bem delineado e valorizam dividendos elevados. Por seu lado, as sociedades de capital de risco atribuem bastante atenção à informação financeira. Querem investir em uma *startup* lucrativa e consideram importante baixas necessidades de capital. Pretendem um empreendedor que apresente experiência. É importante que o mercado esteja em crescimento e, se possível, que seja de dimensão significativa.

Tanto os responsáveis de sociedades de capital de risco como *business angels* valorizam significativamente o mercado no qual a oportunidade de investimento se insere, no entanto, essa questão tem uma relevância superior para as sociedades de capital de risco. Esta diferença pode ser devido à entrada das sociedades de capital de risco, tipicamente, em empresas estabelecidas há mais tempo no mercado, que podem, em consequência, apresentar informação financeira mais detalhada. Os *business angels* têm maior propensão para investir em entidades recentemente criadas e, tendo um processo de investimento mais informal, valorizam mais o contato com o empreendedor e suas características. O processo de investimento é menos formatado, uma vez que investem os seus próprios fundos e não têm que seguir as indicações de nenhuma sociedade.

Esses dois tipos de investidores distinguem-se também na abordagem ao mercado, já que *business angels* querem entrar em mercados que conhecem e sociedades de capital de risco valorizam mais o crescimento do mercado em causa.



O que é que os investidores procuram no plano de negócios de uma *startup*?

As duas tipologias de investidores analisadas coincidem quanto à elevada relevância dada a referências positivas de outros investidores, prestando especial atenção a negócios que lhes foram recomendados por pessoas de confiança. Como esperado, existe, em ambos os casos, preferência por negócios lucrativos e com rentabilidades elevadas.

A pesquisa permitiu ainda concluir que os investidores avaliam de forma excepcionalmente rápida as oportunidades de investimento que lhes são apresentadas, fato que sugere a utilização de modelos de planos de negócios curtos como, por exemplo, em entidades dedicadas à incubação de empresas. Os investidores buscam por bastante informação, mas apresentada de forma muito condensada, pelo que os promotores devem dispôr de uma apresentação curta para enviar a investidores de modo a apresentar o seu negócio, podendo, em seguida, caso os potenciais investidores assim pretendam, enviar um plano de negócios mais detalhado.

Em suma, este trabalho procurou proporcionar, aos empreendedores, informação para prepararem um plano de negócios especificamente direcionado ao seu destinatário, o que implica que o documento para um *business angel* será distinto do documento para apresentar a uma sociedade de capital de risco. Esse fato aumenta a probabilidade de o plano de negócios captar a atenção das entidades financiadoras, sendo, por conseguinte, maior a probabilidade de existir financiamento.

6 REFERÊNCIAS

Chan, C. R., & Park, H. D. (2015). How images and color in business plans influence venture investment screening decisions. *Journal of business Venturing*, v. 30(5), pp. 732-748.

Croce, A., Tenca, F., & Ughetto, E. (2017). How business angel groups work: Rejection criteria in investment evaluation. *International Small Business Journal*, v. 35(4), pp. 405-426.

Der Foo, M., Wong, P. K., & Ong, A. (2005). Do others think you have a viable business idea? Team diversity and judges' evaluation of ideas in a business plan competition. *Journal of Business Venturing*, v. 20(3), pp. 385-402.

Feeney, L., Haines Jr, G. H., & Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, v. 1(2), pp. 121-145.



Fried, V. H., & Hisrich, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making. *Financial management*, pp. 28-37.

Hall, J., & Hofer, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. *Journal of business venturing*, v. 8(1), pp. 25-42.

Harrison, R. T., Dibben, M. R., & Mason, C. M. (1997). The role of trust in the informal investor's investment decision: An exploratory analysis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, v. 21(4), pp. 63-81.

Harrison, R. T., & Mason, C. M. (2007). Does gender matter? Women business angels and the supply of entrepreneurial finance. *Entrepreneurship Theory and Practice*, v. 31(3), pp. 445-472.

Hoenig, D., & Henkel, J. (2015). Quality signals? The role of patents, alliances, and team experience in venture capital financing. *Research Policy*, v. 44(5), pp. 1049-1064.

Honig, B. (2004). Entrepreneurship education: Toward a model of contingency-based business planning. *Academy of Management Learning & Education*, v. 3(3), pp.258-273.

Honig, B., & Karlsson, T. (2004). Institutional forces and the written business plan. *Journal of Management*, v. 30(1), pp. 29-48.

IAPMEI: Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas Industriais Disponível em: <<https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Empreendedorismo-Inovacao/Empreendedorismo/Apoios-e-Incentivos/Business-Angels.aspx>>. Acesso em: 15 jun. 2018.

IAPMEI: Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas Industriais. Disponível em: <<https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Incentivos-Financiamento/Financiamento-para-PME/Capital-de-Risco.aspx>>. Acesso em: 19 jul. 2018.

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. E. (2004). Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*, v. 59(5), pp. 2177-2210.

Kirsch, D., Goldfarb, B., & Gera, A. (2009). Form or substance: the role of business plans in venture capital decision making. *Strategic Management Journal*, v. 30(5), pp. 487-515.

MacMillan, I. C., & Narasimha, P. S. (1987). Research notes and communications: Characteristics distinguishing funded from unfunded business plans evaluated by venture capitalists. *Strategic Management Journal*, v. 8(6), pp. 579-585.

Mason, C. M. (2006). Informal sources of venture finance. In *The life cycle of entrepreneurial ventures*. Springer, Boston, MA, pp. 259-299.

Mason, C. M., & Botelho, T. (2017). Comparing the initial screening of investment opportunities by business angel group gatekeepers and individual angels. *Emerging Trends in Entrepreneurial Finance Conference*.

Mason, C., Botelho, T., & Zygmunt, J. (2017). Why business angels reject investment opportunities: Is it personal?. *International Small Business Journal*, v. 35(5), pp. 519-534.

Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2015). Business angel investment activity in the financial crisis: UK evidence and policy implications. *Environment and Planning C: Government and Policy*, v. 33(1), pp. 43-60.



O que é que os investidores procuram no plano de negócios de uma *startup*?

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

Mason, C. M., & Harrison, R. T. (1996). Informal venture capital: a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance. *Entrepreneurship & Regional Development*, v. 8(2), pp. 105-126.

Mason, C., & Rogers, A. (1996). *Understanding the business angel's investment decision*. Univ. Southampton, Department of Geography.

Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A comparison of the investment criteria of bankers, venture capitalists and business angels. *International small business journal*, v. 22(3), pp. 227-248.

Sahlman, W. A. (2008). *How to write a great business plan* (No. E70 90). Harvard Business School Press.

Paul, S., Whittam, G., & Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital*, v. 9(2), pp. 107-125.

Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, v. 30(9), pp. 1051-1066.

Van Auken, H., & Carraher, S. (2012). An analysis of funding decisions for niche agricultural products. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, v. 17(02), 1250012.

Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies -The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*. John Wiley & Sons.

Wallmeroth, J., Wirtz, P., & Groh, A. P. (2018). Venture capital, angel financing, and crowdfunding of entrepreneurial ventures: A literature review. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, v. 14(1), pp. 1-129.