

COMO ATUAM OS CLUBES DE INVESTIDORES ANJO DE UNIVERSIDADES BRASILEIRAS

MASSARO HENRIQUE NEZEIRO

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

SOYOUNG CHO

VICTOR GABRIEL ZIMMERMANN ALVES

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

ALEXANDRE NABIL GHOBRI

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE (MACKENZIE)

Agradecimento à orgão de fomento:

n/a

COMO ATUAM OS CLUBES DE INVESTIDORES ANJO DE UNIVERSIDADES BRASILEIRAS

1 INTRODUÇÃO

Para Blank (2012), startups divergem de empresas tradicionais de modo que, enquanto as grandes empresas têm um modelo de negócios definido, as startups buscam um modelo de negócios escalável, repetitivo e lucrativo. As quais vislumbram o olhar dos investidores pelo alto potencial de mercado.

As empresas têm estágios de crescimento e dentro de cada ciclo passam por necessidades de capital diferentes (DAMODORAN, 2019). É notório que, no primeiro estágio desse ciclo de vida, há dificuldades de financiamento junto aos Bancos Comerciais, sendo comum empreendedores terem acesso ao capital inicial apenas via ajuda de familiares, amigos ou tolos (MORRISSETTE, 2007), o que pode gerar certa informalidade na troca de direitos e obrigações entre as partes. Essa relação traz riscos desconhecidos, e os investimentos são muitas vezes baseados em crenças da capacidade pessoal e idoneidade do empreendedor e não apenas pela viabilidade financeira do projeto (HILL; POWER, 2002).

Se por um lado Wetzel, em 1983, deu início aos estudos dessa área com seu trabalho vanguardista "*Angels and informal risk*", criado no prestigioso Instituto de Tecnologia de Massachusetts, por outro lado, a área de investimentos de capitais nas primeiras fases do ciclo de vida de uma empresa ainda é escassa.

Embora a teoria de finanças e questões relacionadas às fontes de financiamento, estrutura e custos de capital sejam tema de pesquisas relevantes em todo o mundo, há consenso de que os mecanismos de financiamento de *startups* são temas novos e ainda difusos que requerem diferentes abordagens, especialmente nos primeiros ciclos de desenvolvimento do negócio.

E, ao se observar o número crescente de *startups* da nova economia extremamente inovadoras que tracionam exponencialmente e geram retornos extraordinários, há cada vez mais investidores com recursos disponíveis buscando encontrar essas *startups* com alto potencial de retorno, mesmo assumindo maior grau de risco. Então, estudar como financiar *startups* se torna ainda mais relevante.

Nesse sentido, este trabalho procurará contribuir com a discussão desse tema, com um recorte na atuação dos investidores anjo para financiamento de *startups early-stage* e, em particular, a análise dos clubes de anjos formados em importantes faculdades brasileiras.

Assim sendo, a questão de pesquisa que se busca responder é: como os clubes de anjos ligados à Universidades apoiam seus associados na seleção das *startups* e na formalização dos instrumentos de investimento.

O objetivo geral da pesquisa é analisar a atuação dos clubes de anjos associados a importantes universidades no apoio à seleção e formalização dos investimentos em *startups*.

Os objetivos específicos da pesquisa são os seguintes:

- Ampliar o conhecimento sobre investimento anjo;
- Apresentar a dinâmica e os processos de investimento em clubes de anjo brasileiros;
- Mostrar como os clubes de anjo ligados às universidades podem contribuir para a sociedade.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 AS STARTUPS E OS CICLOS DE INVESTIMENTO

2.1.1 DEFINIÇÕES DE STARTUP

Existem várias definições que buscam explicar o conceito de *startup*, de acordo com Ries (2011), "a *startup* é uma instituição humana projetada para criar novos produtos e serviços sob condições de extrema incerteza".

Blank (2019) - autor, consultor, investidor e empreendedor em série do Vale do Silício, define *startup* como "uma organização construída para buscar modelos de negócios escalonáveis e repetíveis". O que significa que ela pode ter um serviço ou produto que consegue ser reproduzido

de uma forma padronizada e que tem escala para alcançar muitos clientes. Hoang (2015) complementa, pontuando que a *startup* se concentra em criar soluções para problemas cotidianos e contemporâneos.

Em síntese, uma *startup* é uma empresa que cria produtos ou presta serviços que podem ser reproduzidos de forma padrão, para muitos clientes, concentra soluções para as demandas atuais e tem maior chance de passar por um processo de crescimento acelerado, se comparada à outras empresas.

Ao contrário das pequenas empresas que buscam o rápido retorno do custo inicial e tem mais foco no lucro de curto prazo, as *startups* buscam produtos, serviços ou tecnologias para propor algo novo e inovador ao mercado, cria planos de longo prazo, em vez de apenas vender e gerar lucro no curto prazo, eles se concentram em resolver os problemas atuais que exigem tempos não determinados. As *startups* também são descritas como incertas devido ao tempo que investem em seus produtos, serviços ou tecnologias. Não há garantia de um sucesso gigantesco mesmo em casos em que o empreendedor trabalhou muito além da média dos empreendedores com empresas semelhantes ou se sacrificando por longo prazo. Por esses motivos os autores mencionaram acima que o mercado de *startup* é um risco devido à sua incerteza.

Sobre as categorias, Moore, Petty, Palich e Longenecker dizem que, existem 3 tipos de ideias de *startups* para pensar e, seja qual for o tipo de ideia, as ideias devem ser atraentes para atender às necessidades e fornecer valores exclusivos aos clientes:

Tipo A: As ideias de *startups* se concentram em fornecer aos clientes um produto ou serviço de outro lugar e não disponível em sua área.

Tipo B: As ideias de *startups* geralmente podem lidar com novas tecnologias ou modelos inovadores de negócios, fazendo um novo produto e mostrando aos clientes.

Tipo C: As ideias de inicialização são principalmente sobre o fornecimento de produtos aprimorados e atualizados aos clientes.

Seja qual for o tipo ou mercado de atuação, muitas *startups* vão demandar recursos crescentes como investimento em pessoas, tecnologia e marketing para escalar e se destacar no seu setor. E, para isso, precisarão de aporte de recursos próprios ou de investidores para vencer o desafio de crescimento em cada ciclo de seu desenvolvimento.

2.1.2 OS CICLOS DE INVESTIMENTO DE UMA EMPRESA

A maioria da startup tem os seguintes problemas em comum: baixo financiamento e insegurança sobre a reação do mercado. A fonte de recursos que cada *startup* poderá acessar no caso concreto depende de diversos fatores, especialmente de qual estágio de crescimento ela está, já que, quanto mais avançada ela é, mais capital precisa para continuar crescendo. (COELHO; CAMINHA, 2020).

Sobre empresas nos estágios de vida iniciais, Damodaran (p.78, 2017) menciona que se todas as empresas começam com uma ideia, as jovens empresas passam por várias fases, desde o momento em que seu único ativo é uma proposta de produto ou serviço, quase sempre sem produtos nem receitas.

Estágio embrionário (*seed stage*)

Estágio embrionário, ou *seed stage*, para uma *startup*, é uma fase pré-operacional para o desenvolvimento de uma ideia, projeto e/ou produto, incluindo brainstormings e testes iniciais de mercado. Por ainda ser uma estrutura incipiente, a *startup* provavelmente ainda não concluiu o desenvolvimento do produto, estudos de viabilidade de demanda, de barreiras de entrada, de resistência esperada dos incumbentes etc. Dado que ninguém ainda sabe ao certo a chance de sucesso da *startup*, o risco de se investir logo cedo é significativo, e, por isso, conseguir a primeira rodada de investimentos logo nessa etapa não é fácil ou comum. Em 2018, a média mundial de investimentos institucionais em *startups* de *seed stage* foi US\$ 1,55 milhão. (COELHO; CAMINHA, 2020, p.38)

Estágio inicial (*early stage*)

Nesse estágio, a startup tem uma administração mais consolidada comparando do startup com *seed stage*, mesmo assim, a equipe de gestão nessa etapa está incompleta, o produto ou serviço ainda está em desenvolvimento ou, se desenvolvido, está em fase de teste ou ainda não foi para o mercado comercialmente. Se o produto estiver disponível comercialmente, ele está gerando receita de forma muito limitada – faturamento inferior a R\$ 8 milhões. Nessa etapa, a

empresa solicitou, mas não recebeu nenhuma patente para a tecnologia proprietária e seu produto. É no estágio inicial que os empreendedores normalmente começam a buscar financiamento de aceleradores, anjos e Venture Capital, já que seu financiamento anterior é normalmente fornecido pelos fundadores, friends e família (FFF), anjos individuais e ocasionalmente aceleradores. Entretanto, investidores anjos são indivíduos que fornecem investimento e capital intelectual para startups empreendedoras.

Esses recursos são fornecidos às *startups* em troca de uma dívida conversível ou patrimônio na startup. Em 2018, a média mundial de investimentos institucionais em *early stage* foi de US\$5,9 milhões. (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 39).

Estágio de crescimento/expansão

O estágio de crescimento de uma nova empresa geralmente começa no final do estágio inicial. Normalmente, nessa etapa, a *startup* possui uma estrutura interna razoável, exemplo, uma equipe de gerenciamento está mais completa e o produto ou serviço foi colocado no mercado em uma base comercial.

Receitas suficientes estão sendo geradas e a empresa está começando a obter validação de mercado para seu produto. Apesar de as vendas já estarem aquecidas, a *startup* pode não estar gerando caixa necessário para cobrir suas despesas (conceito de *breakeven*).

Nessa etapa, o capital eventualmente investido na *startup* provavelmente será usado para desenvolvimento de novas versões do produto, construção de novas plantas de produção, distribuição, marketing ou contratações. Também é provável que o capital venha de mais investidores institucionais do que antes e já seja a terceira ou quarta rodada de investimentos. Em 2018, a média mundial de investimentos institucionais em *startups* de *expansion stage* foi de US\$16,5 milhões. (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 39-40)

Estágio avançado (*later stage*)

As empresas no estágio avançado geralmente examinaram totalmente os modelos de negócios, criaram uma equipe ampla e multifuncional, comercializam seus produtos e alcançaram um impulso de vendas razoável ou atingiu renda significativa e chegou/está chegando no *breakeven*. Tipicamente, o estágio avançado já está de 6 a 12 meses de distância de um evento de liquidez – uma oportunidade para fundadores e investidores venderem suas quotas/ações (desinvestimento).

O objetivo da startup nessa etapa é agregar os recursos necessários para acelerar significativamente a curva de crescimento da empresa. Em 2018, a média mundial de investimento institucional em *startups* de *later stage* foi de US\$ 44,5 milhões. (CAMINHA; COELHO, 2020, p. 40).

2.1.3 DILIGÊNCIA E VALUATION

Para avaliar empresas que estão em fases ainda não maduras, Ben Mclure (2020) discorre sobre metodologias distintas de avaliação. *Cost-to-Duplicate* é o método que envolve o cálculo para construir uma empresa similar à empresa avaliada, geralmente, precificando ativos fixos e patentes. *Market Multiple* é um indicador que relativiza a empresa avaliada com empresas semelhantes que foram recentemente frutos de aquisição. *Discounted Cash Flow* (DCF) para muitas empresas que ainda não têm geração de lucro o valor intrínseco está na geração futura de valor. DCF envolve projeção quanto a empresa vai produzir no futuro. É usado para projetar as receitas e lucros da empresa. Uma taxa mais alta de risco é tipicamente aplicada em *startups*, para naturalmente, mensurar o possível risco de falência da empresa. O modelo necessita da taxa de crescimento e de desconto que cada analista acha apropriado para o mercado.

Damodaran (2017) criou algumas ferramentas que misturam números e narrativas, ele discorre sobre o tema no livro *Numbers and narratives*. Essa ferramenta, por exemplo, pode ser usada para avaliar o valor da empresa baseada em geração de caixa e possibilidade de falência por mercado. Para empresas nos estágios de vida iniciais, Damodaran (2017) menciona que se todas as empresas começam com uma ideia, as jovens empresas passam por várias fases, desde o momento em que seu único ativo é uma proposta de produto ou serviço, quase sempre sem produtos nem receitas.

Em suma, existem metodologias distintas para a avaliação, e cada uma usa critérios diferentes considerando a empresa, o time de empreendedores e adaptando para cada área de

negociação.

O processo de *due diligence*, de maneira geral, nasce e se desenvolve com fundamento na redução de riscos e prejuízos futuros oriundos da tal assimetria de informações, buscando-se o lucro de forma alicerçada e segura (ROCHA; QUATTRINI, 2012).

Rocha e Quattrini (2012) classificam a *due diligence* como uma auditoria jurídica que se propõe a analisar documentos, colher informações, consultar certificações e órgãos governamentais, possíveis processos jurídicos e administrativos, regulamentação da empresa perante órgãos comerciais, legalidade das patentes, contratos e relações com empresas terceiras, probabilidade de honrar as dívidas perante os credores, garantias reais e pessoais detidas pelas empresas, acordos de não concorrência, dentre outros, para concluir todas aquelas informações e dar uma última palavra para a parte contratante do serviço de *due diligence*, para que possa tomar uma decisão na transação.

No processo de *due diligence* dos investidores anjo, Van e Robins (2000) apontam que mesmo investidores anjos sendo muito cuidadosos com seu dinheiro, seu processo de *due diligence* é diferente do que de um *venture capitalist*: esse é menos analítico, menos extenso e mais pessoal. Um anjo usa um mantra: “isso (tomada de decisão sobre investimento) é em torno de 70% intuitivo e 30% analítico”. Seu processo consiste em uma análise sobre aspectos éticos e pessoais dos empreendedores.

2.2 INVESTIMENTO ANJO

O investimento anjo tem papel relevante no estímulo à inovação e ao empreendedorismo, pois ocupa uma lacuna no mercado de capital de risco deixada pelos fundos de investimento e as instituições financeiras, ao portar recursos materiais e intelectuais em ideias e negócios nascentes e inovadores, com alto potencial de retorno e grande risco de insucesso. (GORGULHO, 1996).

Os investidores anjos são pessoas físicas que desejam investir em *startups*, estas com potencial de crescimento em busca de recursos para alavancar seu crescimento. Tipicamente, esses investidores procuram alinhar seu capital com propósito, além de participar de um ecossistema criativo, interessante e inovador, podendo usar a experiência e o conhecimento para apoiar um negócio voltado à inovação.

2.2.1 COMO NASCEU O INVESTIMENTO ANJO

O termo “anjo” surgiu na década de 20 em Nova Iorque para descrever indivíduos que financiavam produções culturais da *Broadway*. Foi apenas em 1983 que a expressão ganhou conotação econômica, quando William Wetzel publicou um estudo a respeito de como os empreendedores angariavam recursos nos Estados Unidos e descreveu os investidores do empreendedorismo como anjos (CUMMING; ZHANG, 2016).

Atualmente, o termo anjo está vinculado ao universo do empreendedorismo, designando pessoas que investem seu patrimônio particular em ideias e empresas nascentes ou em estágios iniciais voltadas a atividades ou técnicas de produção inovadoras, negócios com alto potencial de retorno financeiro, porém arriscados.

Desde se seu início, o Investimento anjo já obteve proporções globais, segundo o *Center for Venture Research* na Universidade de *New Hampshire* em 2019 foi alcançado a marca de U\$ 23.9 Bilhões investidos por 323.365 investidores em um total de 63.370 empresas. Na Europa o valor atingido foi de €7.45 Bilhões de euros e 345 mil investidores.

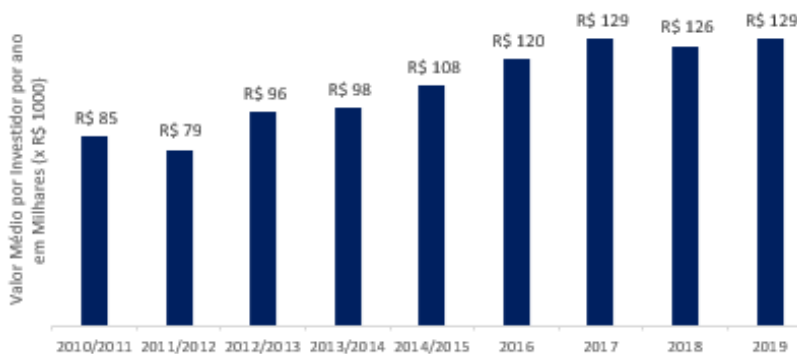
2.2.2 INVESTIMENTO ANJO NO BRASIL

O investimento anjo no Brasil pode ser considerado um fato recente, comparado com outras nações, tivemos os primeiros aportes como Investidor Anjo em meados da década de 90, e depois de mais de 25 anos no mercado obteve regulação própria no ordenamento jurídico brasileiro com a Lei Complementar nº 155 de 2016 sancionada pelo presidente Michel Temer, de modo que reorganizar e simplificar a metodologia de apuração do imposto devido, assim facilitando a criação de regulação e contratos próprios como forma de fomentar este tipo de investimento no Brasil.

O investimento anjo em uma empresa, informado pela rede Anjos do Brasil, é normalmente feito por um grupo de 5 a 30 investidores, para que se diluam riscos além do compartilhamento da dedicação, sendo definido 1 ou 2 como investidores-líderes para cada

negócio, para agilizar o processo de investimento. O investimento total por empresa é em média entre R\$ 200 mil a R\$ 1 milhão, podendo chegar até R\$ 1,5 milhão. O Investidor Anjo não precisa necessariamente de muito dinheiro para começar a investir, muitos clubes de anjos de universidades são formados por ex-alunos, onde são jovens e não possuem capital em abundância para investir, o cenário brasileiro de acordo com uma pesquisa realizada pela Anjos do Brasil, apontou que em 2019 o valor médio investido por ano foi de R\$ 129 mil, em geral os aportes realizados a uma *startup* são de R\$ 15 mil a R\$ 75 mil com valor médio de R\$ 36 mil por investidor, onde em grupo chegam a somar entre R\$ 150 mil a R\$ 1,5 milhões em geral o valor médio da maioria das *startup* financiadas por investidores anjo arrecada cerca de R\$400 mil a R\$800 mil.

Figura 1 - Valor médio por investidor por ano no Brasil



Fonte: Anjos do Brasil (2020)

Atualmente os meios que existem para o investimento anjo, além dos investidores que atuam individualmente, há vários grupos organizados em clubes de investimento. Esses clubes de investimento anjo foram criados com intuito de reduzir o risco individual de um investimento, possibilitando a participação de mais conteúdo financeiro e intelectual, além de permitir que os investidores anjo participem de outros estágios do capital Empreendedor. Frequentemente, são apontadas como razões para o desestímulo do investimento anjo a alta taxa de juros, pois demanda taxas de retorno inviáveis para empresas nascentes. O clube funcionava de tal maneira, um membro do grupo abordava uma oportunidade de investimento, um comitê de anjos avaliava a possibilidade e cada membro decidia, individualmente, pelo aporte de capital e seu valor (SOHL, 1999). Atualmente no Brasil há 19 redes de Clubes de Anjos, de acordo com a Anjos do Brasil, onde já se investiram em mais de 251 *startups* com 1.670 investidores ativos.

A pesquisa aponta o significativo crescimento deste mercado, onde há um grande potencial a ser explorado e seguir este nível de crescimento para os próximos anos, seguindo o histórico de crescimento.

Segundo a Anjos do Brasil, o investimento anjo alcançou a marca de R\$ 1,067 bilhão investidos em 2019 por 8.220 investidores, um aumento de 9% em relação a 2018, apesar deste crescimento expressivo, o volume de investimento no Brasil é apenas 0.85% do que é investido em *startups* nos Estados Unidos, que somam aproximadamente 23.9 bilhões de dólares anualmente (SEBRAE, 2015).

2.2.3 O PERFIL DO INVESTIDOR ANJO NO BRASIL

A rede Anjos do Brasil aponta que o Investimento Anjo é o investimento efetuado por pessoas físicas com capital próprio em empresas nascentes com alto potencial de crescimento (*startups*) onde apresentam as seguintes características:

- É efetuado por profissionais (empresários, executivos e profissionais liberais) experientes, que agregam valor para o empreendedor com seus conhecimentos, experiência e rede de relacionamentos além dos recursos financeiros, por isso é conhecido como *smart-money*.
- Tem normalmente uma participação minoritária no negócio.
- Não tem posição executiva na empresa, mas apoiam o empreendedor atuando como um mentor ou conselheiro.

O Investidor Anjo usualmente é um empresário, empreendedor ou executivo que já trilhou uma carreira de sucesso, acumulando recursos suficientes para alocar uma parte (em geral entre

5% a 10% do seu patrimônio) para investir em novas empresas, bem como aplicar sua experiência apoiando a empresa. Diferentemente do que muitos imaginam, o Investidor Anjo normalmente não é detentor de grandes fortunas.

O perfil do investidor anjo brasileiro de acordo com pesquisas qualitativas feita pelo SEBRAE em 2015 e Anjos do Brasil em 2019, na maioria das vezes, é um perfil passivo, sem querer assumir grandes riscos, caracterizado por empresários, empreendedor ou executivo experientes que buscaram utilizar o patrimônio adquirido (em geral entre 5% a 10% do seu patrimônio) para desenvolvimento de novos negócios com a bagagem de sua expertise, bem como aplicar sua experiência apoiando a empresa junto ao seu *networking* e, onde na junção de todas essas qualidades se veem na forma de tutor para auxiliar esses novos empreendedores que possuem potencial. Diferentemente do que muitos imaginam, o Investidor Anjo normalmente não é detentor de grandes fortunas.

2.3 O PROCESSO DE ANÁLISE E INVESTIMENTOS

Para Morrissette (2007), o processo de investimentos consiste em algumas partes, sendo elas pesquisa e co-investimento, *due diligence* e fatores de seleção. Pesquisa e co-investimento caracterizam-se pelo momento que os investidores anjo tipicamente encontram negócios através de associação com outros investidores anjos ao invés de investir sozinho, minimizando seus riscos através de diversificação e aumentando suas chances de retorno. Os fatores de seleção de uma negociação de rejeição ou escolha de um investimento são contrato, estrutura e envolvimento.

As motivações dos investidores anjo no processo de análise foram estudadas por alguns acadêmicos entre os anos de 1989 e 2001, abordadas por Morrissette, segundo o seu estudo quando S&P 500 tinha um retorno médio de 12%, os investidores esperavam retornos de 30% sobre investimentos anjo, ou seja, 18% a mais que a média das 500 maiores ações de grandes empresas negociadas na bolsa norte americana.

Quadro 1 - Holding Period

Estudo	Ano	Média de Anos
Freear, Sohol and Wetzel	1995	4,8 anos
Linde and Prasad	2000	4 anos
Van Osnabrugge	1998	5 - 6 anos
Hoontrakul	2001	5 - 7 anos
Gaston	1989	5,1 anos
Benjamin and Margulis	2001	8 anos

Fonte: Adaptado pelos autores com base em Morrissette (2007)

Dados apresentados no Quadro 1 demonstram quantitativamente por quanto tempo esse capital fica investido. Não há variação significativa para a média de retorno esperado pelos investidores anjo nos anos estudados.

E somado a isso Van e Robbins (2000) descrevem outro fatores de seleção de investimento sintetizados em um grupo de motivos financeiros: entusiasmo do empreendedor, confiabilidade do empreendedor, potencial de vendas do produto do empreendedor, e expertise do empreendedor.

E em um grupo de motivações não financeiras: talvez a maior distinção entre as características do investidor anjo comparado com outros investidores de risco são as motivações não-financeiras. Claramente, investidores anjo valorizam estes benefícios não-financeiros dos novos negócios mais do que *venture capitalists* e investidores no geral. O Quadro 2 apresenta essas motivações.

Quadro 2 — Motivações não financeiras dos Investidores Anjo

Razão	%
Produção de benefício social	83%
Diversão em fazer parte	66%
Criação de empregos	65%
Firma próxima de casa	63%
Interação com outros investidores	61%
Suporte aos ideais defendidos	59%
Investimento excitante	47%

Fonte: Adaptado pelos autores com base em Morrissette (2007)

2.3.1 FATORES DE RISCO DO INVESTIDOR ANJO

Os investidores anjo buscam negócios com alto potencial de retorno e, obviamente, estão cientes de que assumem um determinado grau de risco nesse investimento. Estão arriscando seu capital porque não têm controle sobre algumas variáveis como: (i) assimetria de informação enfrentada pelo investidor em relação a *startups* embrionárias; (ii) seleção adversa, na medida em que investidores se sentem menos atraídos pelo mercado de empreendedores embrionários como consequência do item anterior; (iii) custos de transação para elaboração de contratos complexos que mitiguem os riscos decorrentes da seleção adversa; e (iv) problemas de agência, no caso de gestores/plataformas (CAMINHA; COELHO, 2020).

Sobre o risco jurídico, observa-se a Lei Complementar N°155, de 27 de outubro de 2016, a empresa só poderá ter acesso ao investimento anjo se estiver elegível ao enquadramento no Plano Simples do Governo, segundo a Lei complementar n°155. Se um investidor anjo quiser investir em uma empresa no *early stage* correrá o risco de não ser enquadrado na lei n°155. O investidor anjo tem direito a *Tag along* segundo esta mesma lei: “Art. 61-C. Caso os sócios decidam pela venda da empresa, o investidor-anjo terá direito de preferência na aquisição, bem como direito de venda conjunta da titularidade do aporte de capital, nos mesmos termos e condições que forem ofertados aos sócios regulares.” O investidor não poderá receber dividendos por mais de 5 anos e este não poderá ser superior a 50% dos lucros obtidos.

2.4 CLUBES DE ANJO EM UNIVERSIDADES

Os clubes anjos universitários têm um importante papel no desenvolvimento do empreendedorismo. Compostos por associados, em grande maioria é composta por ex-alunos, mas também é aberto a investidores e empreendedores, estes investidores associados têm acesso a eventos de *pitch*, onde apresentam *startups* que foram previamente cadastradas e selecionadas por um comitê de avaliação interno. De acordo com a FGV Angels e FEA Angels, o propósito do clube de anjos é potencializar a força do coletivo das relações significativas, trazendo impacto para a sociedade e transformando o empreendedorismo por meio de conhecimento, *networking* e investimento anjo.

O Quadro 3 apresenta uma lista de empresas startups pelos clubes de anjo ligados à universidades em São Paulo. Os setores das empresas investidas variam bastante, desde agronegócios e comércio eletrônico até plataformas de inteligência de negócios.

Quadro 3 — Startups investidas em Clube de Anjos

Clube de Anjos	Empresas Investidas
FEA Angels – USP	Carupi, Fluke, Eats For You, BovControl
Poli Angels – USP	Agriconnected, IDGeo, On the go, Bynd, E-Comprei
GV Angels – FGV	Packid, Resolvvi, Espresso, Chiligung videos
Inspere Angels	InCeres, Red 1000, Onyo, Incentiv

Fonte: Adaptado de sites de investimento anjo em universidades

3 METODOLOGIA

Do ponto de vista metodológico foi adotada uma abordagem qualitativa com base em um trabalho de natureza descritiva e exploratória, adequado à dinâmica de fenômenos sociais complexos, com características que dizem respeito a acontecimentos inter-relacionados, e ainda têm poucos elementos disponíveis e potencial para abrir novos caminhos de pesquisa (STAKE, 2008).

Vale ressaltar que a pesquisa exploratória tem por objetivo promover maior familiaridade com o fenômeno estudado, de forma a torná-lo mais explícito ou a construir pressupostos (GIL, 2007). Isso é condizente com a natureza e objetivos desta pesquisa, onde o conhecimento do

pesquisador é parcial e limitado, uma vez que há poucos trabalhos publicados sobre o tema até então.

3.1 UNIDADE DE ANÁLISE E SUJEITOS DE PESQUISA

Esta pesquisa teve foco nos principais clubes de investidores anjo do Brasil. Esses clubes têm como objetivo fomentar o mercado de *startups* em suas respectivas universidades sede melhorando a qualidade do capital aplicado nas empresas para desenvolver negócios escaláveis e benéficos à sociedade.

De acordo com Flick (2008), a pesquisa qualitativa é de particular relevância ao estudo das relações sociais devido à pluralização das esferas de vida. Esta pesquisa usa o método de amostra por julgamento, nesse modelo o pesquisador seleciona de maneira ativa para atender à questão da pesquisa. O objetivo é entrevistar dirigentes e investidores de Clubes de investimento anjo e empreendedores que passaram pelo processo de investimento.

Dessa forma, foram realizadas seis entrevistas ao todo, sendo quatro entrevistas com fundadores dos clubes de anjos universitários, e duas entrevistas com empreendedores que tiveram suas empresas captando alguma rodada em algum clube de investidores anjo.

O quadro de sujeitos da pesquisa é apresentado no Quadro 4.

Quadro 4 — Perfil dos Entrevistados

Perfil do Entrevistado	Perfil	Código
Vice-presidente e Diretor institucional da FEA Angels	Investidor anjo	I-1
Founder e Diretor Jurídico da FEA Angels	Investidor anjo	I-2
Founder da FEA Angels	Investidor anjo	I-3
Presidente da Inesper Angels	Investidor anjo	I-4
CEO de uma <i>startup</i> de alimentos	Empreendedor	E-1
CEO de uma <i>startup</i> de criação e pesquisa	Empreendedor	E-2

Fonte: Elaborado pelos autores

3.2 INSTRUMENTO DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Este estudo usa como recurso principal a coleta primária, por meio de entrevistas no formato semiestruturado aplicada com dirigentes e investidores de clubes de anjo e com empreendedores. Foram utilizados dois roteiros de entrevista diferentes, um para o grupo de empreendedores e outro para os investidores anjo.

As entrevistas aconteceram de modo online e posteriormente foram integralmente transcritas. Foi utilizada a análise de conteúdo de acordo com Bardin (2011). Essa é uma técnica de análise de conteúdo para analisar o conteúdo da comunicação nas entrevistas. Essa técnica consiste em primeiro a escuta de toda a entrevista e posteriormente o pesquisador se propõe a classificar as informações em categorias que juntas essas categorias formam uma linha coerente que ajuda a compreender melhor o discurso dos entrevistados.

O entrevistador ao analisar as respostas da entrevista cria categorias de maneira que consiga categorizar em grupos que têm algo em comum entre si, podendo ter critérios de aproximação por semelhança de sentido ou por apresentar o mesmo valor semântico. Os objetivos da pesquisa têm papel central, uma vez que os critérios para formulação das questões têm como base responder a tais objetivos. Ainda para Bardin (2011) existem critérios que devem ser seguidos para a categorização. Entre eles que as categorias devem ser homogêneas, o conteúdo deve ser exclusivo entre si e ter consistência. Chegou-se a uma categoria distinta para os investidores anjo e mais outra para os empreendedores, conforme é apresentado nos próximos parágrafos.

A primeira rodada foi a categorização dos investidores anjo, baseado na análise dos entrevistados e sua relação com ex-alunos que foram fundadores dos clubes, apoiados pela universidade e seus professores. Discorreram sobre as dificuldades que foi inicialmente montar um time de profissionais qualificados para a estrutura do clube, convencer a instituição para a criação dessa associação e a falta de conhecimento para criar apresentações e contratos. Nesse grupo, as categorias que emergiram foram o perfil dos investidores anjo, o financiamento do clube, o critério de seleção de *startups* e a contribuição do clube e dessa modalidade de investimento para à sociedade e à universidade.

A segunda rodada de categorização foi com a análise das entrevistas com os empreendedores/*founders* de *startups* e que passaram por processo de investimento nesses clubes, apoiados, de certa maneira, pela universidade e pelos investidores anjo e pelos assessores desses clubes. Apresentaram os processos de avaliação, de montagem de *pitch* e de *due diligence*. Discorreram também sobre o relacionamento com o investidor anjo e os assessores posteriormente ao processo de investimento. E abordam também o impacto dos investidores anjo para a sociedade.

4 ANÁLISE DE CONTEÚDO

A análise aqui apresentada está segmentada em duas partes: a categorização dos investidores dos clubes de anjo, seguida da categorização das entrevistas com os empreendedores investidos

4.1 CLUBES DE ANJOS

4.1.1 Fundação

Buscou-se entender quais foram os primeiros passos tomados para a formação dos clubes de anjos universitários, de como foi e se basearam em outros modelos já existentes. A iniciativa de criar clubes de anjos universitários surgiu por alunos e ex-alunos da faculdade, sendo desenvolvido com apoio de professores. Os modelos de clubes de anjos foram inspirados em clubes do exterior e de clubes mais estruturados do Brasil. Como cita nossos entrevistados: “Tudo começou com um ex-aluno. O ex-aluno teve a ideia de um mestrado profissional, e a universidade desenvolveu junto a professores onde montou um grupo de ex-alunos que tivessem a iniciativa de investir em ideias e *startups*. Essa iniciativa foi do pessoal da faculdade, mas já existia em outras universidades e até mesmo no Brasil e fora do Brasil, então temos outros grupos como Inesper Angels, GV Angels e Harvard Angels. Nessas universidades, os alunos se juntaram seus ex-alunos e com o apoio da própria universidade” (I-2)

4.1.2 Associados

Nesta etapa foi esclarecido qual é a definição e critérios que os Clubes de Anjos Universitários utilizam para definir seus associados, sendo possível notar algumas diferenças no preceito adotado por cada clube e mensurar o tamanho que os clubes atingiram com uma média de 200 a 300 associados por associação, sendo a grande maioria deles composto por alunos e ex-alunos de diferentes tipos de cursos e níveis acadêmicos: “(...) Começamos a olhar para o lado do Anjo e sempre teve muito interesse dos investidores e ex-alunos, depois a gente abriu para não alunos. Obviamente que os alunos ficaram decepcionados por um momento, mas conseguimos um número interessante. Hoje temos cerca de 200 associados” (I-1)

“Por mais que o clube de anjos tenha um foco em ex-alunos da universidade, você abrange tudo de ex-alunos da graduação a ex-alunos da pós-graduação, professores etc. Mas também não alunos da faculdade, alunos de outras universidades e/ou alunos de outras unidades da USP, por exemplo.” (I-2)

“O membro pode ser um ex-aluno, mas a base da diretoria do Clube de Anjos considerou algumas pessoas para participar, pessoas que não são ex-alunas, raras exceções, todo mundo tem que ser ex-aluno. Isso é no nosso caso, depende de cada clube.” (I-3)

4.1.3 Dificuldades

Todo início de projeto sempre há adversidades a serem superadas, no caso do desenvolvimento do clube de anjos, não é diferente, a falta de informação sobre o tema, juntar um grupo com pessoas qualificadas, vincular o nome da universidade a uma nova associação e desorganização nos primeiros *pitchs* foram os problemas mais importantes destacados pelos entrevistados: “Os primeiros *pitchs* foram bem sofríveis na qualidade, a gente ficou até sem graça, por várias razões.” (I-1)

“O desafio era a instituição de ensino ter clareza do que estava acontecendo a ponto de confiarem e liberarem a utilização do uso da marca da instituição de ensino para o grupo fazer investimento. Devemos pensar que querendo ou não, o processo e o objetivo da instituição de ensino é ensinar e não investir. Então existiu uma grande barreira das instituições” (I-3)

“O maior desafio foi juntar as pessoas, achar as pessoas certas e montar um pequeno time

para manter o FEA Angels rodando, a operação funcionando.” (I-4)

4.1.4 Perfil dos investidores anjos

Interessados no segmento de investimento em *startups* têm um perfil característico: em grande maioria são empreendedores ou executivos, procurando diversificar seu portfólio em maior rentabilidade, assumindo maior grau de risco em uma fração de seus recursos. Por se tratar do ambiente acadêmico, os associados predominantemente são alunos e ex-alunos, de acordo com os entrevistados o perfil do investidor anjo é o mesmo. “O perfil do investidor anjo é um perfil de pessoas que gostam de negócios, gostam de estar ali envolvidas. É um empreendedor investindo em empreendedor. Gente que está procurando diversificação. Que já tem um portfólio grande e segurança para investir em coisas mais arrojadas” (I-1)

4.1.5 Financiamento dos clubes

Nesse bloco, buscou-se entender sobre como é o funcionamento da associação e como manter os clubes funcionando sem ser fins lucrativos. Um dos respondentes do clube de anjos mencionou que a associação é vinculada à uma instituição de ensino que a intenção não é gerar lucro, mas fomentar os empreendedores e contribuir em aspecto educacional: “A gente cobra um *fee* mensal, com valor pequeno, para cada associados que estão ingressando no nosso clube e é uma taxa anual. Esse *fee* apoia como pagamento de salários para incentivar membros do clube de anjos que fazem pré-análise das *startups* para apresentar nosso workshop com os associados, eventos e workshops que são realizados mensalmente e para sustentar o funcionamento do clube.” (E2).

4.1.6 Seleção das startups

Essa etapa é mais crítica e essencial para os clubes tomarem decisão na seleção das *startups* para investir. Ela não impacta apenas os clubes, mas também afeta os investidores e o nome da instituição. Conforme mencionado acima, os membros dos clubes de anjos fazem a pré-análise das *startups* antes de apresentar para seus associados nos *workshops*. Maioria dos respondentes, colaboradores dos clubes, afirmaram que eles não avaliam quando as *startups* ainda estejam em um estado muito inicial ou não estejam em um estado operacional: “Nossos membros do clube analisam as *startups* e selecionam algumas para apresentar aos nossos investidores no *workshop*. Entre nossos membros, temos uma pessoa jurídica que ajuda na investigação da empresa se ela tem alguma restrição legal. Então, o papel dela é montar um checklist e minutas padrões para solicitar para a empresa preencher e entregar para nosso clube e a pessoa vai analisar para evitar quaisquer contingências ou problemas.” (I-2).

“No processo de pré-análise inclui as seguintes perguntas: se ela vale a pena seguir por conta de faturamento, validação e participação societária. Então, a porcentagem de *startups* que nosso clube leva é muito seletivo, eles efetivamente acham que vale a pena levar para as bases dos membros. A partir da apresentação, eles montam um grupo de interesses para cada *startups* que eles acham interessantes. Assim que formar um grupo, tem um líder para um grupo pré-estabelecido liderando nas análises com mais detalhados – rodadas de perguntas, solicitação de documentos, de *business plan* para entender se esse projeto realmente vale a pena em seguir. Na última etapa, se esse grupo decidiu investir após analisar com base em todas as informações, nosso clube auxiliou na montagem da proposta para *startup* escolhida, definir o tamanho do cheque e voltamos com o empreendedor da *startup* com essa proposta.” (I-3).

“A gente não avalia as *startups* recém-criadas pois dificilmente elas têm uma estrutura organizada. Mas também não avaliamos as *startups* que foram criadas por mais de 10 anos, por exemplo. Pois a possibilidade de aparecer uma contingência é muito alta e é por isso que a chance de ser aprovado é baixíssima. Porém, existem exceções para essas *startups* serem aprovadas, como, se elas atuam no mercado não muito regulado e/ou não exige uma análise jurídica mais específica.” (I-2).

4.1.7 Contribuição a universidade

Conforme citado anterior, os clubes de anjos são associados com as instituições de ensino que foram fundados por alunos e ex-alunos da faculdade e com o apoio dos professores mestrados: “Existe uma cooperação entre nosso clube e a universidade, por exemplo, um mestrado profissional usa dados do nosso clube e tem liberdade de numa reunião de levar os membros do nosso clube para professores e alunos. Os professores da faculdade também apoiam nossos clubes

indicando aos empreendedores que buscam recursos para ser investido. Mesmo a associação sendo separada da faculdade, não cobramos valores, mas ajudam de forma acadêmica.” (E2).

“Nosso clube tem uma parceria estratégica com a faculdade que a gente traz os associados para fazerem os cursos disponíveis, a universidade convida os empreendedores da faculdade ou foram investidos pelo nosso clube para compartilhar sua experiência com os alunos para fomentar novas empresas.” (I-4).

4.1.8 Contribuição à sociedade

Por último, buscou-se compreender quais são as contribuições dos clubes de anjos à sociedade. Os entrevistados mencionaram que comparando esse ecossistema de 10 anos atrás e o ecossistema atual, houve uma grande evolução nos números de associados e facilidade de arrumar capital: “Numa das *startups* investidas no começo, hoje em dia, virou uma empresa que fornece seus produtos ou serviços às empresas de grandes portes e estão contratando mais pessoas em uma empresa. Porém, é isso que serve os anjos e o nosso clube está atingindo os objetivos sociais, como, auxiliar na transformação de uma ideia para uma empresa que cresce e desenvolve e incentiva os novos empreendedores. Se existir mais *startups* no país, irá gerar mais empregos e mais arrecadação de impostos.” (I-2).

“Os clubes de anjos contribuem em aspecto educacional, por exemplo, no Brasil ainda não existe recurso suficiente para conhecer o processo de investimento anjo. Porém, nossos membros compartilham os históricos dos *workshops* realizados e os processos de pré-análise e acompanhamentos das *startups*, no site do nosso clube.” (I-3).

4.2 STARTUPS

4.2.1 Criação da empresa

Os fundadores de *startups* têm previamente alguns anos de experiência na área em que criaram a sua empresa. Tendo trabalhado em uma grande empresa da área. A ideia que precisa ser validada precisa sair de um time experiente, inovador e com vontade de fazer algo relevante. Os respondentes, empreendedores, mencionaram que o isso em: “Toda essa parte foi tocada pelo grupo fundador, eu tive a ideia, mas até pela experiência de mercado e saber que a gente precisava estar bem preparado para estar naquela fase de arrebentação, a gente precisava de um time mais “sênior”. Então eu chamei as pessoas que fazem parte do grupo fundador, um grupo de 5 pessoas e a gente tocou essa primeira parte. A partir da ideia validada a gente decidiu a partir dessa parceria lançar a *startup*” (E-1).

“Minha área é trabalhar com comunicação por muito tempo em agência de publicidade, área de estratégia principalmente” (E-2).

4.2.2 Conhecimento sobre os clubes de anjo

Os empreendedores tiveram conhecimento sobre os Clubes de Anjo após conversarem com pessoas que tinham algum contato com integrantes do clube. Isso foi em ambos os casos. Como é visto seguindo as entrevistas: “Foi através do *networking*. Uma pessoa me conectou a um assessor de um clube que já marcou uma reunião para apresentação” (E1 – empreendedor).

“Foi uma pessoa de fora, um amigo, ele foi ver a nossa empresa e acabou recomendando” (E-2).

4.2.3 Processo de due diligence

O processo de due diligence antes da concretização do investimento é feito em parceria entre o clube de anjo e a empresa em questão. Empresas que têm profissionais com formação acadêmica em direito. “O processo de *due diligence* foi feito pelo próprio time. Montamos um time diverso e em nosso time tem uma pessoa com formação em direito. Isso ajudou muito nessa parte do processo” (E-1).

“Eles não tinham muito claro como era o padrão deles do *due diligence* então a gente fez muito a “quatro mãos” com eles e isso foi bom. Quem cuidou praticamente de tudo foi o jurídico da nossa empresa, falei mais ou menos até onde a gente podia chegar e basicamente desliguei o telefone” (E-2).

4.2.4 Auxílio dos assessores

Os assessores ajudaram os empreendedores na montagem do *pitch* com os dados

relevantes que deveriam estar nesse documento para melhor apresentar a empresa para os investidores e no processo de *due diligence*. Como pode ser constatado no seguinte trecho da entrevista: “Os clubes nos ofereceram *networking* e assessoria, como, mentores. Elas ajudam com tomadas de decisão sobre fornecedores, propostas etc. Por exemplo, quando estourou a crise, a gente montou um plano de contingência e foi levantado com todos sobre o que poderia ser feito e como andava o mercado. A gente monta planos e sempre mostra para eles para ver se tem sentido. E isso foi o mais importante. Porque o processo deve ser acelerado, eu converso e tenho uma relação de troca com meus investidores.” (E-1).

“Eles mandam mais ou menos o que tem na apresentação, as informações, *storytelling* e as ideias tudo que a gente desenvolveu. Mas eu acho que esse processo entra muito mais no caso de aceleração, com esse grupo de acelerador, mas eles que preparam para fazer o *pitch*, por exemplo, a gente não passou por isso (...). Como é um grupo que vai investir, você pode até ter lá no dentro um grupo que vai preparar *startups* para esse investimento, mas não sei se é o papel do anjo também. Até entendo eles não ajudarem tanto, talvez eu acho que mais legal você ter a parceria com essas aceleradoras ou com as incubadoras que eles têm o papel de pegar alguém do zero e levar ao ponto um. As incubadoras, ao mesmo tempo, trazem te para cá e prepara essas galeras, mas o investidor, se ele for anjo ou venture capital, para ele pouco importa. Ele tem que saber número, quem é o time envolvido para onde quer levar esse negócio. Eu acho que depois você pega o cheque, depois o anjo deveria assumir o papel de consultor ou ajudar. Eu acho que o primeiro passo é ele ficar sentado na bancada e torcendo para dar certo. O segundo é se ele minimamente entender o teu negócio, ele irá te ajudar apresentar, fazer pontos e verificar as deficiências que esse papel o anjo deveria fazer mais até do que o prévio, o prévio está lá fazendo *screening* selecionar a gente para colocar dinheiro.” (E-2).

4.2.5 Relação com os investidores anjo

Periodicamente os investidores participam de reuniões expositivas que mostram os resultados financeiros da empresa. Essas reuniões auxiliaram também em momentos de contingência como foi a pandemia do vírus SARS-CoV-2. Nota-se essa relação nas passagens: “Na rotina de tomada de decisão nenhuma, temos um relatório de Demonstração do Resultado do Exercício e tudo é mandado juntamente com as análises, mensalmente. Além de reuniões periódicas (...), por exemplo, quando estourou a crise, a gente montou um plano de contingência e foi levantado com todos sobre o que poderia ser feito e como andava o mercado (...).” (E-1)

“Eu mesmo puxei conversas mais individuais ao longo do tempo para pegar uma consultoria ou outra mais pontual, mas com eles é muito mais uma reunião de apresentação de resultado mensal e hoje ela é até trimestral, e assim você acaba se conectando com um ao outro, até não dá tempo de conversar com anjo.” (E-2).

4.2.6 Processo de avaliação

No momento de avaliar o preço justo da *startup* algumas características foram essenciais. Diferentemente das avaliações tradicionais, os principais *drivers* de valor apresentados no modelo consideram a perspectiva de crescimento da empresa e a participação acionária como pontos principais para serem considerados. Os entrevistados consideram isso ao falar sobre a avaliação: “Teve o processo de *valuation* e isso gerou discussões, mas é assim mesmo, só termina no primeiro cheque. Não teve um modelo exato, o multiplicador de 10 não existe. Isso é *felling*. A gente até tem a base com múltiplo e perpetuidade, mas a taxa de desconto que o mercado coloca é surreal. Mais do que o *valuation* é cálculo de quanto a empresa precisa e de quando de *share* ela pode abrir mão sem deixar de ser saudável” (E-1).

“A gente que montou na época, estava na casa de R\$7 ou 8 milhões eu acho e eu oferecia 8 Milhões e a gente acabou fechando em 6, eles me recomendaram e falou para baixar um pouco aqui agora que na próxima à valorização vai ser mais saudável, tanto para quem entrou como anjo como para vocês também para darem um próximo salto.

O que acontece como eu falei a gente já tinha uma certa “tração”, eu quase não queimei esse dinheiro, estou com praticamente todo na mão ainda, queimamos um pouco no começo pois fazemos uma contratação massiva e agora o caixa já está equilibrando e estou até não pensando em fazer uma próxima rodada, acho que a gente está com uma ideia de melhorar e crescer por conta própria e obviamente ir testando e na hora que precisar mesmo vai para uma rodada maior já e talvez eu pularia o “*seed*” se for eventualmente para uma nova rodada” (E-2).

4.2.7 O impacto dos investidores anjo na sociedade (civil)

Para os entrevistados, os investidores anjo têm papel fundamental quando avaliado o contexto brasileiro. Considerando a instabilidade econômica, a falta de acesso à boas soluções financeiras no mercado e a um mentor que pode ter um papel de ajudar a tomar decisões em momentos mais cruciais: “A nossa moeda é cara e arriscar no Brasil é muito complicado. Então exige uma coragem muito grande. As instituições não estão prontas, o sistema bancário brasileiro é pré-histórico. Está tentando evoluir, mas é um complexo muito complicado, então cabe a esse tipo de investidor viabilizar a inovação no cenário nacional, não só pela questão financeira, mas também por esse aporte intelectual. Ele não é um oráculo, ele tem papel de mentor” (E-1).

“É extremamente importante, mas ao mesmo tempo virou uma moda, todo mundo quer ser um investidor anjo. Então são pessoas que muitas vezes, são pessoas físicas que tiram parte de seu patrimônio para ajudar uma *startup* a acelerar, existem dois tipos de anjos: o anjo bom e o anjo que investe e esquece das empresas. Os investidores anjos ajudam na parte financeira com a taxa de juros baixa para as *startups* não precisam se preocupar e focar nos seus objetivos. Entre anjos você compartilha em pelo menos uma visão semelhante, com valores semelhantes e que entendam da sua área de negócio. Está ficando cada vez mais acessível também, acho que na questão do investimento hoje é legal que tem essa proximidade com as pessoas e o mais interessante é que seja compartilhado isso de ambos os lados, mas para o Brasil é fundamental, é difícil empreender aqui. Ao mesmo tempo que tem muita oportunidade é uma super loucura, você precisa ter um pouco de estrutura para empreender no Brasil, talvez em países mais evoluídos basta ter uma ideia boa que o ecossistema te puxa, no Brasil, infelizmente, você precisa ter um pouco de estrutura, precisa de formação, lastro, conexões e quanto mais existirem melhor, talvez conectados com as universidades pois a faculdade deixa de ser um polo de ensino e também pode virar um polo de empreendedorismo, isso é uma coisa que não tinha 10 anos atrás e pode ser um papel interessante.” (E-2).

4.2.8 Montagem do pitch

Como já abordado neste trabalho, a montagem do *pitch* é uma das atividades que são feitas em conjunto entre empreendedor e assessor do clube de investidores anjo. É necessário que o *pitch* seja montado de uma excelente forma, bem estruturado e mostrado os números por trás do modelo de negócio: “Você deve ter uma grande ideia para construir um grande *pitch*. Tem que ter ideia e apresentar número. Temos um modelo de negócios diferente, com um modelo logístico e de comercialização diferente. Isso chamou muita atenção do mercado. Você tem que ter muita consistência. Isso vai do *pitch*, do time, da estruturação, do entendimento contábil e gerencial da empresa. Isso foi o diferencial e gerou muito impacto.” (E-1).

4.2.9 Contratação de pessoas

Como as empresas não têm caixa, fica muito difícil pagar salários. Uma alternativa encontrada é procurar pessoas com perfil de tomador de risco que possam aceitar participar da empresa como sócio e não como colaborador. Outro fator importante abordado é o desempenho, como a *startup* está em um modelo e em um período de muito risco é natural que sejam procurados talentos exponenciais que consigam lidar com os eventuais problemas. Como citado na entrevista pelo primeiro empreendedor: “Quando você analisa um grupo de pessoas, você tem que trazer os melhores e os melhores não são baratos, então pagamos em *equity*.” (E1 – empreendedor).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

No decorrer da realização deste trabalho discorreu-se sobre a atuação dos clubes de anjo associados às universidades. Constatou-se por meio das entrevistas que os clubes podem gerar um impacto positivo para as *startups*, seja pelo conhecimento e *network* de seus associados para apoiar o desenvolvimento do negócio, seja pelo capital aportado que viabiliza a continuidade do negócio nos seus estágios iniciais. Para os investidores anjos, os clubes têm processos estruturados e os ajudam a tomar melhores decisões e adquirir mais conhecimento.

Quanto aos objetivos específicos, o primeiro deles era fomentar conhecimento sobre investimento anjo. Tratou-se da análise dos ciclos e mecanismos de financiamento de investimentos em *startups*, o papel do investimento anjo, bem como um panorama que mostra o crescimento e importância dos clubes de anjo no Brasil. O segundo deles era apresentar a dinâmica e os processos de investimento em clubes de anjo brasileiros. Os entrevistados discorreram sobre

a formação dos clubes de anjo e sua forma de atuação. Do processo inicial, da seleção de empresa, da criação e apresentação de *pitchs*, da *Due diligence*, do *valuation* até o fechamento de contrato e instrumentos jurídicos, cada grupo oferece uma estrutura operacional de apoio. O terceiro objetivo era mostrar como os clubes de anjo ligados às universidades podem contribuir para a instituição e para a sociedade. Os entrevistados ressaltaram o impacto positivo que Clubes de anjo geram nas universidades parceiras: incentivando os seus alunos a empreenderem, educando e preparando os alunos empreendedores; dando maior acesso a fontes de recursos mais baratos do que eventualmente praticado pelo mercado; aproximando das novas empresas investidores experientes que podem atuar como conselheiros dessas e ajudar em tomada de decisão; e em como essas empresas podem crescer.

E, numa visão mais ampla, a contribuição à sociedade, além de educar investidores que não tinham conhecimento para investir de forma correta em *startups*, os clubes ajudam e fomentam empreendimentos de maior valor agregado, que podem crescer, gerar inovações, criar empregos qualificados e ajudar no desenvolvimento econômico e social do país.

As principais dificuldades encontradas foram as poucas referências acadêmicas nacionais sobre o tema e alguma dificuldade de acesso aos investidores e empreendedores em um período de pandemia.

Em suma, os resultados apresentados evidenciam a importância da atuação dos clubes de anjos ligados às universidades. Sua existência propicia melhora da reputação da escola, associando sua marca a empresas inovadoras feitas por seus ex-alunos e alunos, gera conteúdo de ensino sobre empreendedorismo incentivando o corpo discente e docente, além de melhorar a relação universidade- sociedade, gerando resultados práticos na economia, como a geração de empregos e o financiamento de novas empresas.

Finalmente, constatamos que o ecossistema de clube de anjos ainda é embrionário no Brasil e a manutenção desses clubes pelas universidades é capaz de difundir esses grupos para que, progressivamente, tenhamos mais conteúdo específico facilitando assim mais pesquisas e desenvolvimentos na área.

REFERÊNCIAS

- ANJOS DO BRASIL. **Informações sobre investimento anjo**. Disponível em: <http://www.anjosdobrasil.net/>. Acesso em: 28 set. 2020.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Edições 70. Lisboa. Portugal, 2011.
- BLANK, S.; DORF, B. **The Startup Owner's Manual: The Step-By-Step Guide for Building a Great Company**. Rio de Janeiro: John Wiley & Sons, 2012.
- BRASIL. Código Civil (2002). Código Civil - Lei 10406/02 n. 10406, de 10 de janeiro de 2010. Corte ou Tribunal.
- COELHO, G.F.; CAMINHA, L. **Captação de Recursos por Startups**. Rio de Janeiro: Grupo Almedina, 2020.
- CUMMING, D; ZHANG, M. **Angel Investors around the World**. Private Equity Review. London, 2016.
- DAMODARAN, Aswath. **The Little Book of Valuation: How to Value a Company, Pick a Stock and Profit**. Rio de Janeiro: John Wiley & Sons, v. 3, f. 128, 2011. 256 p.
- DESLAURIERS, J.-P. **Recherche qualitative - Guide pratique**. Montréal: McGraw Hill. 1991.
- FEA ANGELS. **Sítio institucional da FEA Angels**. Disponível em: <https://feaangels.com.br/>. Acesso em: 13 out. 2020.
- FLICK, Uwe. **Introdução à pesquisa qualitativa**. Tradução Joice Elias Costa. 3.ed. Porto Alegre: 2008.
- FREITAS, H.; OLIVEIRA, M. SACCOL, A. Z.; MOSCAROLA, J. **O método de pesquisa survey**. RAUSP Management Journal, v. 35, n. 3, p. 105-112, 2000.

- GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T. (organizadores). **Métodos de Pesquisa**. Coordenado pela Universidade Aberta do Brasil – UAB/UFRGS e SEAD/UFRGS. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009.
- GIL, A. C. **Pesquisa qualitativa, exploratória e fenomenológica: Alguns conceitos básicos**. Sítio Administradores, 2007
- GORGULHO, L.F. **Capital de Risco: Uma Alternativa de Financiamento às Pequenas e Médias Empresas de Base Tecnológica - O Caso do Contec**. Economista, 1996.
- GV ANGELS. **Sítio institucional da GV Angels**. Disponível em: <https://www.gvangers.com.br/>. Acesso em: 29 nov. 2020.
- HILL, B.E., and D. Power. **Attraction Capital from Angels**. New York : John Wiley and Sons, 2002.
- HOANG, N. **A Guide for Startups: Using bookendo as a case study**. Trabalho de Disciplina (Degree programme in Business Management).
- INSPER ANGELS. **Sítio institucional da INSPER Angels**. Disponível em: <<https://www.insperangers.com.br>>. Acesso em: 29 nov. 2020.
- LAKATOS, E M; MARCONI, M A. **Fundamentos de Metodologia Científica**. Editora: Atlas, v. 9, 2021.
- MCCLURE, Ben. How venture capitalists make investment choices. **Investopedia**. Disponível em: <<https://www.investopedia.com/articles/financial-theory/11/how-venture-capitalists-make-investment-choices.asp>> Acesso em: 20 mar. 2021.
- MOORE, Carlos W. et al. **Managing Small Business: An Entrepreneurial Emphasis**. Cengage Learning EMEA, f. 372, 2008. 744 p.
- MORRISSETTE, Stephen G. **A profile of angel investors**. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/43503520>>. Acesso em: 22 out. 2020.
- POLI ANGELS. **Sítio institucional da POLI Angels**. Disponível em: <https://poliangels.com.br/>. Acesso em: 29 nov. 2020.
- RIES, Eric. **THE LEAN STARTUP: how today’s entrepreneurs use continuous innovation to create radically successful businesses**. New York: Crown Business, 2011.
- ROCHA, D; QUATTRINI, L. **Fusões, aquisições e organizações societárias e due diligence**. São Paulo: Saraiva: 2012.
- STAKE, R. **Qualitative Case Studies**. Strategies of Qualitative Inquiry, p. 119. 2008
- SEBRAE. **Investimento Anjo**. Cartilhas de Capital, 2015.
- SOHL, Jeffrey E. **THE EARLY-STAGE EQUITY MARKET IN THE USA. VENTURE CAPITAL: An international journal of entrepreneurial finance**, v. 1. 1999, p. 101-120.
- VAN, Osnabrugge, M.; ROBINS, R. **ANGEL INVESTING: Matching Start-Up Funds with Start-Up Companies**. San Francisco, CA, 2000. Disponível em: <https://hbr.org/2000/11/gurus-in-the-garage>. Acesso em: 18 nov. 2020.
- WALLMAN, N. **Métodos de pesquisa**. 1. ed. São Paulo: Saraiva.
- WETZEL, W.E. **Angels and informal risk capital**. Sloan Management Review, Summer, 1983.