

O PROCESSO DE BUSCA DE INVESTIMENTO POR PARTE DE UMA STARTUP VOLTADA A INTEGRAÇÃO DE SAÚDE E TI.

THE INVESTMENT SEARCH PROCESS FROM AN STARTUP OF HEALTHCARE AND IT INTEGRATION.

EL PROCESO DE BÚSQUEDA DE INVERSIONES POR UNA STARTUP EN SALUD E INTEGRACIÓN DE TI.

Leonardo Maso Nassar

Escola de Enfermagem de Ribeirão Preto
leo.mnassar@gmail.com

Geciane Silveira Porto

Universidade de São Paulo
geciane@usp.br

Raulo Allano Krubniki Ferraz “in memorian”



Este é um artigo de acesso aberto distribuído sob os termos da Creative Commons Attribution License
This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License
Este es un artículo de acceso abierto distribuido bajo los términos de la Creative Commons Attribution License

RESUMO

Objetivo: descrever o processo de obtenção de investimento anjo por uma startup do segmento da saúde por meio de um relato de experiência, de forma a discutir os avanços e retrocessos ao longo de todo o processo. **Metodologia:** foi realizado de relato de experiência da vivência dos autores como diretores de uma startup durante o período de obtenção de investimentos anjo. **Fundamentação teórica:** investidores anjo são indivíduos de alto patrimônio líquido que investem seu próprio dinheiro, tempo e experiência diretamente em empreendimentos jovens, na esperança de obter ganhos financeiros. Após a família e os amigos, o investimento de anjo é a maior fonte de financiamento de capital externo na fase de inicialização e crescimento inicial das startups. **Conclusão:** a organização estudada buscou escolher perfis de investidores que fossem compatíveis com as necessidades momentâneas da organização. Em todos os investimentos, o fundador buscou obter capital inteligente para o negócio e aumentar a credibilidade da empresa para financiamentos futuros.

Palavras chave: startup; investimento anjo; investidor anjo.

RESUME

Objective: to describe the process of obtaining angel investment by a startup in the health segment through an experience report, in order to discuss the advances and setbacks throughout the process. **Methodology:** it was carried out from the experience of the authors' experience as directors of a startup during the period of obtaining angel investments. **Theoretical basis:** angel investors are high worth individuals who invest their own money, time and experience directly in young business, hoping to make financial gains. After family and friends, angel investment is the largest source of external capital financing in the growth phase of startups. **Conclusion:** the studied organization sought to choose profiles of investors that were compatible with the momentary needs of the organization. In all investments, the founder sought to obtain smart capital for the business and increase the company's credibility for future financing.

Keywords: startup; angel investment; angel investor.

RESUMEN

Objetivo: describir el proceso de obtención de inversión ángel por parte de una empresa nueva en el segmento de la salud a través de un informe de experiencia, con el fin de discutir los avances y retrocesos a lo largo del proceso. **Metodología:** se realizó a partir de la experiencia de los autores como directores de una startup durante el período de obtención de inversiones ángel. **Base teórica:** los inversores ángeles son personas de alto valor que invierten su propio dinero, tiempo y experiencia directamente en negocios jóvenes, con la esperanza de obtener ganancias financieras. Después de familiares y amigos, la inversión ángel es la mayor fuente de financiamiento de capital externo en la fase de crecimiento de las empresas emergentes. **Conclusión:** la organización estudiada buscó elegir perfiles de inversores que fueran compatibles con las necesidades momentâneas de la organización. En todas las inversiones, el fundador buscó obtener capital inteligente para el negocio y aumentar la credibilidad de la compañía para el financiamiento futuro.

Palabras clave: startup; angel inversion; ángel inversionista.

INTRODUÇÃO

É comum entre os empreendedores iniciantes, a visão de que a formação de uma startup é fácil, mas a sobrevivência do negócio apresenta dificuldades (FUJIWARA, 2016). Para continuarem sobrevivendo e explorando novas oportunidades para seus negócios, o financiamento externo torna-se um elemento crucial de sobrevivência das startups em fase inicial que os empreendedores necessitam buscar (BERGER; UDELL, 1998; SHANE; STUART, 2002). O financiamento externo é muitas vezes obtido através dos investidores de risco, os quais desempenham um papel importante no processo de formação,

fornecendo capital e assistência operacional à novas startups, sendo divididos em duas categorias: investidores privados conhecidos como "investidores anjo", e outra composta por empresas de capital de risco conhecidas como Venture Capital (VC) (DI GREGORIO; SHANE, 2003).

Os investidores anjo são indivíduos de alto patrimônio líquido que investem seu próprio dinheiro, tempo e experiência diretamente em empreendimentos jovens, na esperança de obter ganhos financeiros (FRANIC; DRNOVSEK, 2019). Após a família e os amigos, o investimento de anjo é a maior fonte de financiamento de capital externo na fase de inicialização e crescimento inicial das startups (BILAU et al., 2017). Dado que os novos empreendimentos não possuem históricos e ativos operacionais, o financiamento bancário, que normalmente se baseia em garantias, não é acessível (KOTHA; GEORGE, 2012), assim como avaliações mais profundas da qualidade do negócio para obtenção de investimento via VC (SHANE; STUART, 2002).

Nesse sentido, os investidores anjo estão posicionados entre o estágio de investimento obtidos por familiares e amigos e os VCs (GRILLI, 2019). Avdeitchikova e Landström (2018) identificaram quatro caminhos pelos quais os investidores anjo contribuem para empresas em crescimento e, por extensão, para a economia nacional. Primeiro, eles aumentam a oferta de capital financeiro, principalmente para pequenas e médias empresas, fornecendo pequenas quantias de financiamento nos estágios iniciais. Segundo, os investidores anjo investem principalmente capital próprio, fortalecendo o balanço da empresa. Ao reduzir a assimetria de informação e diminuir o risco percebido, eles conseqüentemente enviam sinais positivos para outros investidores. Por fim, como colaboradores ativos, os anjos agregam valor às empresas além de seus investimentos, por meio de consultoria e treinamento.

Por outro lado, pode-se pensar que o investimento anjo representa um remédio informal para deficiências no ecossistema financeiro local, que é desencadeado, em vez de dificultado, pelas fraquezas de mais operadores financeiros institucionais nesse contexto (GRILLI, 2019). De acordo com Grilli (2019), é mais provável que uma empresa inovadora receba um investimento anjo nesses contextos locais, caracterizados pela presença escassa de VCs e bancos. Nesse caso, o "vazio institucional" financeiro deixado pelos VCs e bancos para o financiamento de startups inovadoras poderia representar um espaço de oportunidade para investidores anjo (MAIR; MARTI, 2009).

Deste modo, este estudo teve por objetivo descrever o processo de obtenção de investimento anjo por uma startup do segmento da saúde por meio de um relato de experiência, de forma a discutir os avanços e retrocessos ao longo de todo o processo. Assim, espera-se poder contribuir, não só com a discussão teórica sobre o tema, mas apresentar reflexão para que outros empreendedores possam melhor desenhar o seu modelo de negócio em relação à busca de investimentos. Para tanto, este artigo está organizado em seis seções, sendo a primeira esta introdução seguida das seções sobre a discussão teórica referente à dinâmica dos investimentos em startups e sobre a caracterização do Investidor Anjo. A quarta seção apresenta a metodologia e a quinta apresenta e discute os resultados. Por fim, encontram-se as considerações finais, limitações e as referências bibliográficas que suportam o presente estudo.

DINÂMICA DE INVESTIMENTO EM STARTUPS

Um dos principais desafios que o empreendedor enfrenta é financiar seus empreendimentos (WILLIAMS; DUNCAN; GINTER, 2006), pois, sem os devidos recursos financeiros, a startup está fadada a desaparecer mesmo sendo uma empresa promissora (GEORGE, 2005). Dado que o empréstimo a novos empreendimentos é propenso ao risco padrão, pois os novos empreendimentos não possuem históricos e ativos operacionais, o financiamento bancário que normalmente se baseia em garantias não é acessível (KOTHA; GEORGE, 2012). Os arranjos das startups muitas vezes carecem de dados e outras informações necessárias para aquisição de um financiamento bancário, e apresentam ambiguidades e incertezas em torno de seus produtos, tecnologias e relações de mercado (DI PAOLA et al., 2018). Portanto, conseguir os recursos financeiros necessários é um grande desafio para muitas startups (FESTEL, 2011).

A dificuldade de obtenção de financiamento bancário e os recursos pessoais limitados obrigam os empreendedores a buscarem financiamento de investidores informais para suas necessidades de capital inicial (AU et al., 2016). A dificuldade de obtenção de financiamento bancário e os recursos pessoais limitados obrigam os empreendedores a buscarem financiamento de investidores informais para suas necessidades de capital inicial (AU et al., 2016). Inicialmente, os recursos para o novo empreendimento são normalmente mobilizados a partir de indivíduos que possuem algum tipo de relação social (familiares, de amizade ou profissionais) anterior com o empreendedor (KOTHA; GEORGE, 2012). Os chamados FFFs tendem a ser a principal fonte de financiamento das startups (BYGRAVE; QUILL, 2007).

Quando os novos empreendimentos esgotam o capital inicial proveniente da poupança do fundador e recursos dos FFFs, o próximo passo para captação de investimento ocorre por meio dos investidores anjos (HOYOS-IRUARRIZAGA; FERNÁNDEZ-SAINZ; SAIZ-SANTOS, 2017). Tais investidores são geralmente indivíduos ricos que tendem a adotar uma abordagem menos formal para investir que as VC, particularmente no que diz respeito ao nível de diligência prévia realizado e a formalidade dos contratos e controle envolvidos, porém são mais profissionais do que os FFFs (DROVER et al., 2017; LERNER et al., 2018). Esse tipo de investimento tem um papel crucial no financiamento de startups, preenchendo a lacuna entre o financiamento de FFFs e VC (HOYOS-IRUARRIZAGA; FERNÁNDEZ-SAINZ; SAIZ-SANTOS, 2017).

A presença de investidores anjo aumenta a credibilidade e solidez dos projetos e, portanto, oferece vantagens no mercado financeiro (HOYOS-IRUARRIZAGA; FERNÁNDEZ-SAINZ; SAIZ-SANTOS, 2017). Após o recebimento do investimento anjo, a credibilidade da startup aumenta, facilitando as chances de novos investimentos futuros (FESTEL, 2011). Isso se refere à melhoria da posição das empresas com objetivo de permitir o acesso ao financiamento proveniente de outras fontes como bancos, outros investidores anjo e VC (SÖRHEIM, 2005).

Uma empresa de VC reúne capital gerido profissionalmente que é investido em títulos de empreendimentos com alto risco e, conseqüentemente, alta taxa de retorno, especialmente em empresas em estágio inicial com requisitos de capital elevados para o desenvolvimento de novos produtos (BAINS; WOODER; GUZMAN, 2014). Entretanto, a probabilidade de uma VC investir em uma startup diminui com a distância geográfica entre a sede da empresa de capital de risco e a sede da startup (SORENSEN; STUART, 2001). Os investimentos em capital de risco tendem a ser feitos localmente para reduzir custos de deslocamento, pois a incerteza e a assimetria da informação tornam os empreendedores detentores de informações que os investidores não possuem, provocando a necessidade de acompanhamentos mais próximos (DI GREGORIO; SHANE, 2003).

Todas as dificuldades do contexto organizacional de uma startup criam necessidades de monitoramento e aconselhamento de forma mais intensa e próxima do que as empresas nos estágios posteriores do seu desenvolvimento técnico e organizacional (SORENSEN; STUART, 2001). Além do ganho financeiro, o VC auxilia as empresas jovens de outras formas, principalmente através da governança e do valor agregado que o investidor fornece ao negócio (CUMMING; SCHMIDT; WALZ, 2010). Os investidores anjo também possuem papéis importantes, pois realizam diligências intensivas em investimentos potenciais, financiam empresários em fase inicial e servem como mentores e (às vezes) diretores externos para os empreendedores (LERNER et al., 2018).

Para as startups, tais contribuições são essenciais, pois tais empresas muitas vezes sofrem com a falta de habilidades, conhecimentos e *know-how* empresarial (HOYOS-IRUARRIZAGA; FERNÁNDEZ-SAINZ; SAIZ-SANTOS, 2017). Por essa razão, os investidores considerados como os mais valiosos são aqueles que fazem uma contribuição global ativa em várias áreas em seu portfólio de empresas investidas (HOYOS-IRUARRIZAGA; FERNÁNDEZ-SAINZ; SAIZ-SANTOS, 2017). Idealmente, os investidores que participam ativamente dos fluxos de informação dentro da empresa e entre a empresa e seu ambiente de negócios estão fornecendo um capital inteligente (SCHÄFER; SCHILDER, 2009). O termo "capital inteligente" para este tipo de serviço financeiro deriva do fato de que, para ser bem-sucedido, é necessário ter uma experiência considerável em relação à empresa investida, à tecnologia empregada e ao ambiente de mercado (SCHÄFER; SCHILDER, 2009).

A teoria reflete o pressuposto de que financiadores com diferentes contextos institucionais e diferentes estratégias empresariais oferecem diferentes níveis de capital inteligente, utilizando sua experiência comercial e redes de contatos anteriores para desempenhar um papel vital no desenvolvimento e crescimento de suas empresas investidas (BJØRGUM; SØRHEIM, 2015). O investimento proveniente de FFF pode contribuir com recursos afetivos como apoio moral e encorajamento em comparação com recursos mais instrumentais, como a introdução de fornecedores e clientes (GIMENO et al., 1997). Os investidores anjo podem representar o capital inteligente usando sua experiência comercial e redes de contatos anteriores para desempenhar um papel vital no desenvolvimento e crescimento de suas empresas investidas (HOYOS-IRUARRIZAGA; FERNÁNDEZ-SAINZ; SAIZ-SANTOS, 2017). As VC ajudam com financiamento adicional, planejamento estratégico, gestão de recrutamento, planejamento operacional, introdução de potenciais clientes e fornecedores e resolução de problemas de remuneração (GORMAN; SAHLMAN, 1989).

Por tais razões, a provisão de capital inteligente é comumente considerada como fundamental para as perspectivas de crescimento de startups (SCHÄFER; SCHILDER, 2009). Os investidores experientes podem trazer uma ampla gama de habilidades e recursos de negócios como visão geral das empresas e, mais importante, conhecimento, redes e experiências específicas do setor (MASON; HARRISON, 2003). Ao adquirir capital inteligente, a empresa pode passar de uma situação de verdadeira incerteza a uma situação com risco gerenciável, onde as startups são mais propensas a atrair um grupo mais amplo de investidores (BJØRGUM; SØRHEIM, 2015).

METODOLOGIA

Trata-se de um relato de experiência da vivência dos autores como diretores de uma startup entre 2015 e 2018 durante o período de obtenção de investimentos anjo. Entre 2015 e 2018, um dos autores ocupou o cargo de diretor vice-presidente e outro autor ocupou o cargo de diretor presidente entre os anos de 2015 e 2017.

De acordo com Grilli (2019), uma startup passa por algumas fases durante o seu processo de financiamento das atividades, financiando as operações com o capital do próprio fundador, passando para o investimento de família e amigos (também conhecido como *family, friends and fools* ou FFFs), para depois chegar ao investimento anjo e aos investimentos de VCs. No atual trabalho, a abordagem descritiva se concentrou nas negociações para as obtenções dos investimentos anjo, descrevendo os investimentos FFFs como contextualização da experiência relatada. Toda a descrição do caso foi amparada e contraposta com elementos teóricos presentes na literatura acadêmica.

Pelo fato de as negociações não terem sido gravadas e os contratos firmados entre a startup e os investidores serem sigilosos, utilizou-se dados primários extraídos da vivência dos autores como integrantes diretos e ativos do cotidiano da organização e das negociações para obtenção dos investimentos.

RELATO DA EXPERIÊNCIA

A organização estudada é uma startup do ramo da saúde que foi originada em uma cidade do interior do estado de São Paulo. Após sofrer um acidente automobilístico, o fundador da organização percebeu a lacuna nos serviços de atendimento à saúde e começou a desenvolver a ideia sobre o negócio, que culminou no surgimento da startup em junho de 2015. Assim o negócio se originou da dificuldade em conseguir um agendamento de uma consulta médica por meio do plano de saúde, que levou a ideia de desenvolver uma plataforma que pudesse fazer os agendamentos para os pacientes de modo mais rápido.

Inicialmente, o fundador atuava em tempo parcial na organização por conta de ainda estar na graduação e os investimentos iniciais foram realizados com capital próprio. O principal objetivo do fundador era manter a organização em funcionamento enquanto buscava, ao longo do semestre,

investidores para aportarem capital na startup. A restrição obrigou a startup atuar de forma enxuta em uma etapa que requer elaboração de plano de negócio, desenvolvimento de processos e garantia de aceitação do cliente (HENRY; TREANOR, 2013), contando com um funcionário assalariado responsável pelo desenvolvimento tecnológico da plataforma e outro funcionário responsável pela comunicação organizacional cujo salário foi convertido em participação acionária imediata.

Muitas startups realizam contratos chamados “*vesting*” com seus funcionários, onde a alocação inicial de capital é provisória e as divisões finais são concedidas somente depois que os membros da equipe satisfaçam alguns requisitos de contribuição pré-especificados (KAGAN; LOVEJOY; LEIDER, 2017). Entretanto, no caso da startup estudada, o acordo foi feito de forma diferente com a concessão das divisões ocorrendo antes do início das atividades do funcionário. Tal tipo de acordo é arriscado, pois Kagan, Lovejoy e Leider (2017), ao analisarem aspectos comportamentais e de recursos humanos, sugerem que grandes diferenças nos ganhos dentro da equipe podem levar a comportamentos indesejáveis e que compartilhar os riscos e as recompensas igualmente podem enfatizar a solidariedade com os interesses coletivos e promover o comportamento cooperativo (FEHR; ZEHNDER, 2009). Claramente, a opção por esta estratégia arriscada está associada às limitações financeiras, sendo um grande risco caso o funcionário se mostrasse incapaz em exercer suas funções.

Em novembro de 2015, com o aumento do volume das operações e esgotamento do caixa, o fundador da startup firmou um acordo com um amigo para investir uma quantidade de capital e trabalho sem pagamento de salário mensal, porém, revertido em participação acionária no início das atividades. Au et al (2016) pontuam que muitos empreendedores recorrem a investidores informais, sendo os FFFs os primeiros a investirem (KOTHA; GEORGE, 2012). Dessa forma, no final do mês de novembro de 2015 a organização obteve o primeiro investimento de capital externo ao do fundador, objetivando, além de manter a empresa operacionalizada, ter um membro na composição societária que tivesse experiência prévia na área da saúde.

Com o final de 2015, a empresa encerrou a fase do ciclo de investimento de uma startup apresentada por Grilli (2019) que são os financiamentos próprios do fundador e de FFFs. Mesmo nos investimentos FFFs, seja com trabalho ou aporte financeiro, o fundador buscou obter capital inteligente para atender suas perspectivas de crescimento, conforme descrito por Schäfer e Schilder (2009). O capital inteligente adquirido logo no início das operações empresariais foi importante para atenuar a incerteza que permeava o negócio (BJØRGUM; SØRHEIM, 2015).

No final do mês de janeiro de 2016, a organização foi premiada em um evento de alcance nacional sobre inovação, universo digital e empreendedorismo como a melhor startup de saúde entre as participantes. Este prêmio veio em um momento de esgotamento das reservas e foi crucial para a empresa, pois valorizou a organização e possibilitou que as negociações com os investidores que estavam paradas fossem retomadas. A premiação e o primeiro investimento aumentaram a credibilidade da empresa e foram percebidos como um reconhecimento do potencial empresarial, pois os investidores buscam credibilidade e solidez nos projetos (SØRHEIM, 2005; FESTEL, 2011; HOYOS-IRUARRIZAGA; FERNÁNDEZ-SAINZ; SAIZ-SANTOS, 2017) pelo fato de dados mais concretos sobre o negócio serem ausentes (DI PAOLA et al., 2018).

Após a premiação, entre negociações antigas e novas, o fundador estava mantendo tratativas com quatro investidores simultaneamente: três investidores eram residentes na cidade sede da startup e conhecidos do fundador anteriormente ao surgimento da startup e o quarto investidor era originário do interior do estado de Minas Gerais e ainda não havia mantido qualquer relacionamento pessoal ou profissional. Além de aumentar o volume da reserva de capital, os objetivos do novo investimento eram adquirir recursos financeiros para a realização de testes de divulgação da marca em diferentes canais de comunicação e ter a presença de uma pessoa mais experiente em negócios para prover qualquer tipo de auxílio quando necessário. Por esta razão, a proposta de investimento do investidor de Minas Gerais foi descartada, permanecendo apenas os investidores residentes na cidade do interior de São Paulo, os quais atuavam no mercado financeiro, no setor da educação e com o desenvolvimento de softwares, respectivamente.

Todas as negociações foram feitas de forma simultânea e sigilosa. O fundador manteve estas negociações em sigilo e, em nenhum momento, utilizou as propostas para barganhar melhores condições de investimento. Uma vez que o objetivo era selecionar a melhor proposta entre todas e evitar o surgimento de uma imagem negativa provocada por um leilão.

No início do mês de março, as negociações foram encerradas e a proposta de investimento aceita foi do investidor do ramo da educação por conta de ser o que mais poderia contribuir estrategicamente com a organização, além de apresentar a proposta com maior aporte financeiro e valorização acionária. Entretanto, para realizar o investimento, este que foi o primeiro Investidor Anjo da startup, exigiu a assinatura de um contrato de não diluição das ações adquiridas por ele.

Com relação ao segundo investimento, é destacável a presença do caráter de investimento FFF: o Investimento Anjo é caracterizado por ser mais profissional do que um investimento FFF (LERNER et al., 2018), porém, é factível supor que as relações anteriores ao surgimento da startup influenciaram o fundador na escolha do investidor. O investidor descartado da negociação, além de ser menos conhecido pelo fundador do que os demais, residia em uma cidade diferente de onde a startup estava localizada. A literatura apresenta que os investidores tendem a realizar seu investimento em startups locais para redução de custos e riscos (SORENSEN; STUART, 2001; DI GREGORIO; SHANE, 2003), ocorrendo de modo contrário no caso estudado, pois a decisão de declinar o investimento partiu do próprio fundador.

Este aporte possibilitou a realização dos testes desejados, contratação de novos funcionários, desenvolvimento da marca e fortalecimento da imagem empresarial para novos investimentos. Entretanto, em julho, o crescimento do número de novos clientes no município estagnou e começou a ocorrer um novo esgotamento do caixa. Tal situação forçou o fundador a buscar um investimento não programado, pois a expectativa era obter o *break-even* em agosto e começar a buscar investimento de VC.

Entre os meses de agosto e setembro, foram realizadas negociações de investimento com um médico que trabalhava na cidade sede da startup, que havia conhecido o fundador após o surgimento da empresa. O objetivo do investimento era possuir um sócio credenciado no Conselho Regional de Medicina do Estado de São Paulo (CRESMESP) para eventuais dificuldades burocráticas e que tivesse contatos com médicos de outro município para realizar expansão com parte do dinheiro investido. Apesar de o investimento realizado ter sido significativamente menor se comparado com o anterior, o acordo firmado gerou valorização acionária para a organização.

A escolha pelos perfis dos investidores variou de acordo com o momento pelo qual a startup passou, pois, investidores com contextos diferentes oferecerem diferentes níveis de capital inteligente (BJØRGUM; SØRHEIM, 2015). Se no início era necessário um investidor que residisse na cidade onde a empresa estava instalada, por conta da necessidade de monitoramento e aconselhamento intenso por parte de alguém mais experiente (SORENSEN; STUART, 2001), em um segundo momento, conseguir investidores de outras cidades era necessário para as aspirações de expansão do negócio. A escolha pelo investidor médico, apesar de haver a necessidade de alguém com registro no CREMESP para um eventual problema burocrático, passou pelo conhecimento dele sobre a cidade de Sorocaba, onde a empresa iria expandir.

O aporte financeiro do investidor médico possibilitou a continuidade das operações da startup e a expansão para outra cidade no estado de São Paulo, localizada a 300 km da cidade sede da empresa. Esta expansão foi importante para validar o modelo de negócio em outro município além do originário e dar destaque para a organização em uma feira internacional de negócios que reuniu startups e investidores realizada em dezembro na cidade de São Paulo. Ao participar da feira, o fundador obteve contato com um dos responsáveis por uma *venture builder* no Brasil, o qual formalizou um investimento na organização em janeiro de 2017.

Em conjunto com os objetivos de reforçar financeiramente o caixa da organização e estruturar a expansão das operações para outros municípios brasileiros, a escolha pelo investimento do investidor anjo da *venture builder* foi um grande ganho de capital inteligente, pois, além de aumentar a credibilidade da empresa (FESTEL, 2011), a capacidade de gerar valor pelas conexões e redes de contatos foi fundamental para a escolha do investidor anjo (SCHÄFER; SCHILDER, 2009). A rede de contatos do investidor anjo possibilitou o fundador encontrar investidores com poder de investimento maior do que os anteriores

e que pudessem oferecer capital inteligente compatível com o momento da startup de expandir e aumentar a credibilidade para conseguir investimento de VC. Pela primeira vez, investidores residentes de outros estados além de São Paulo tiveram seus investimentos aceitos justamente por conta da possibilidade de contribuir com conhecimento necessário para a expansão local do negócio.

As negociações tiveram início em fevereiro e foram encerradas em maio com a entrada de novos investidores com perfis e características diferentes: uma família de médicos de Curitiba, um grupo de empresários da área de construção civil de Belo Horizonte, uma família de usineiros de Ribeirão Preto e um empresário de São José dos Campos. O objetivo do investimento era compor uma estrutura societária com experiências complementares e serem moradores de cidades estratégicas para a continuidade da expansão das operações, conseguir aporte financeiro para a manutenção das operações organizacionais por um período maior, desenvolver tecnologicamente o produto e obter investimento de VC no ano de 2018. Mesmo com o novo investimento, é destacável a dificuldade em conseguir recursos financeiros necessários para operacionalizar o negócio (FESTEL, 2011; DI PAOLA et al., 2018), pois um dos objetivos com a entrada dos novos investidores foi conseguir o próximo aporte, revelando que o financiamento das operações é um dos principais desafios operacionais do empreendimento (WILLIAMS; DUNCAN; GINTER, 2006).

Vale destacar que pelas decisões de investimentos tomadas pelo fundador, é possível perceber a tentativa de obtenção da máxima vantagem com as escolhas feitas pelo critério de seleção por capital inteligente (DAVIS; CIENIEWSKI; BIRENBAUM, 2017), incluindo o investimento FFF. Apesar de o primeiro investidor ser amigo do fundador, a contribuição dada transcendeu o caráter afetivo (GIMENO et al., 1997), pois o investidor possuía experiência com área da saúde. Esse tipo de conhecimento de mercado gerou valor para a startup com aumento de *know-how* (HOYOS-IRUARRIZAGA; FERNÁNDEZ-SAINZ; SAIZ-SANTOS, 2017) e aumentou a credibilidade para os outros investimentos (FESTEL, 2011).

Entretanto, apesar do capital inteligente ter estado presente em todos os investimentos, a principal motivação do fundador ao buscar os novos aportes sempre foi a necessidade de recursos financeiros. A necessidade das startups por capital financeiro e a dificuldade de financiar as operações é muito destacada pela literatura (SHANE; STUART, 2002; DI GREGORIO; SHANE, 2003; WILLIAMS; DUNCAN; GINTER, 2006; BILAU; FESTEL, 2011; SARKAR, 2016) e ter como critério a escolha pelo investimento que possa gerar capital inteligente foi uma atitude do fundador com potencial de gerar valor ao negócio (DAVIS; CIENIEWSKI; BIRENBAUM, 2017). Ademais, é destacável que em todos os investimentos obtidos, um dos objetivos era obter credibilidade para conseguir o próximo financiamento.

Com exceção do primeiro investimento anjo, onde houve expectativa em atingir o *break-even*, em nenhum momento posterior, o fundador buscou obter o financiamento dos investidores para conseguir atingi-lo. Apesar de Oe e Mitsuhashi (2013) dizerem que alcançá-lo não é necessariamente um objetivo final de todas as startups, mas um objetivo tentativo para a maioria no início do crescimento organizacional, o *break-even* é usado como medida de desempenho para novos empreendimentos (LECHNER; DOWLING; WELPE, 2006). Como o *break-even* é um indicador de saúde organizacional (OE; MITSUHASHI, 2013), pode-se supor que a empresa só é operacionalmente viável por causa dos investimentos que obtém.

Atingir o *break-even*, como resultado da mobilização de recursos para aumentar as receitas e aumentar a eficiência da produção, é um dos marcos críticos da vida das startups (CHURCHILL; LEWIS, 1983), fornecendo a credibilidade necessária para conseguir investimentos melhores. Portanto, o preterimento do *break-even* pelo fundador é preocupante porque mostra uma dependência muito grande do capital advindo de terceiros e incapacidade da startup de financiar suas operações com seus próprios recursos. Como os recursos financeiros são um dos pilares da existência e crescimento da empresa (GEORGE, 2005), a dependência exclusiva do capital de terceiros torna a empresa vulnerável nos períodos de esgotamento de capital, colocando todo o empreendimento em risco caso o novo investimento demore a acontecer.

CONCLUSÃO

O objetivo do presente estudo foi apresentar um relato de experiência dos autores com a trajetória de investimento de uma startup da área da saúde da cidade de Ribeirão Preto (SP) na busca por financiar suas atividades. Constatou-se a presença das dificuldades de financiamentos expostas pela literatura, pelas quais a empresa atravessou a fim de buscar os investimentos necessários. Conclui-se que a organização estudada buscou escolher perfis de investidores que fossem compatíveis com as necessidades momentâneas da organização. Em todos os investimentos, o fundador buscou obter capital inteligente para o negócio e aumentar a credibilidade da empresa para financiamentos futuros.

Apesar de a literatura afirmar que os investidores anjo são agentes importantes para garantir a credibilidade da empresa, no relato apresentado, a credibilidade provida pelos investidores não pode ser mensurada. A importância dos investidores, no caso relatado, deu-se pela contribuição financeira e pela rede de contatos para investimentos futuros.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICAS

AU, K.; CHIANG, F.F.T.; BIRTCH, T.A.; KWAN, H.K. Entrepreneurial financing in new business ventures: a help-seeking behavior perspective. **International Entrepreneurship and Management Journal**, v. 12, n. 1, p. 199-213, 2016.

AVDEITCHIKOVA, S.; LANDSTRÖM, H. 2018. The Economic Significance of Business Angels: Toward Comparable Indicators. In **Handbook of Research on Business Angels**, p. 53–75. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2018.

BAINS, W.; WOODER, S.; GUZMAN, D.R.M. Funding biotech startups in a post-VC world. **Journal of Commercial Biotechnology**, v. 20, n. 1, p. 10-27, 2014.

BILAU, J.; MASON, C.; BOTELHO, T.; SARKAR, S. Angel investing in an austerity economy—the take-up of government policies in Portugal. **European Planning Studies**, v. 25, n. 9, p. 1516-1537, 2017.

BILAU, J.; SARKAR, S. Financing innovative startups in Portuguese context: what is the role of business angels networks? **Journal of the Knowledge Economy**, v. 7, n. 4, p. 920-934, 2016.

BJØRGUM, Ø.; SØRHEIM, R. The funding of new technology firms in a pre-commercial industry—the role of smart capital. **Technology Analysis & Strategic Management**, v. 27, n. 3, p. 249-266, 2015.

BYGRAVE, W.D., QUILL, M. Global Entrepreneurship Monitor: 2006 Financing Report. Babson Park, MA: Babson College; London, **London Business School**, 2007.

CHURCHILL, N.; LEWIS, V. The five stages of small business growth. **Harvard Business Review**, v. 61, n. 3, p. 30-50, 1983.

DAVIS, E., CIENIEWSKI, S., BIRENBAUM, J. The smart money: When a private equity minority investment can be better than a bank loan (and what about a family office?). **Journal of Private Equity**, v. 20, n. 1, p. 21-24, 2016.

DI GREGORIO, D.; SHANE, S. Why do some universities generate more startups than others? **Research Policy**, v. 32, n. 2, p. 209-227, 2003.

DI PAOLA, N.; SPANÒ, R.; CALDARELLI, A.; VONA, R. Hi-tech startups: legitimacy challenges and funding dynamics. **Technology Analysis and Strategic Management**, v. 30, n. 3, p. 363-375, 2018.

DROVER, W.; BUSENITZ, L.; MATUSIK, S.; TOWNSEND, D.; ANGLIN, A.; DUSHNITSKY, G. A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing Research: Venture Capital, Corporate Venture Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators. **Journal of Management**, v. 46, n. 6, p. 1820-1853, 2017.

FESTEL, G. Founding angels as early stage investment model to foster biotechnology startups. **Journal of Commercial Biotechnology**, v. 17, n. 2, p. 165-171, 2011.

FRANIC, S.; DRNOVSEK, M. The role of regulatory focus and cognitive style in business angels evaluation of an investment opportunity, **Venture Capital**, v. 21, n. 4, p. 353-377, 2019.

FUJIWARA, T. Potential and Challenges for Startups in Japan's Biotech Industry. **Global Journal of Flexible Systems Management**, v. 17, n. 4, p. 417-424, 2016.

GEORGE, G. Slack resources and the performance of privately held firms. **Academy of Management Journal**, v. 48, n. 4, p. 661-676, 2005.

GIMENO, J.; FOLTA, T. B.; COOPER, A. C.; WOO, C. Y. Survival of the fittest? Entrepreneurial human capital and the persistence of underperforming firms. **Administrative Science Quarterly**, v. 42, n. 4, p. 750-783, 1997.

GORMAN, M., AND W. A. SAHLMAN. What do Venture Capitalists Do? **Journal of Business Venturing**, v. 4, n. 4, p. 231-248, 1989.

GRILLI, L. (2019) There must be an angel? Local financial markets, business angels and the financing of innovative startups, **Regional Studies**, v. 53, n. 5, 620-629, 2019.

HARRISON, R. T.; MASON, C. M. Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. **Venture Capital**, v. 2, n. 3, p. 223-242, 2000.

HENRY, C.; L. TREANOR. Where to Now? **New Directions in Supporting New Venture Creation**. **Journal of Small Business and Enterprise Development**, v. 20, n. 2, p. 249-257, 2013.

HOYOS-IRUARRIZAGA, J.; FERNÁNDEZ-SAINZ, A.; SAIZ-SANTOS, M. High Value-Added Business Angels at post-investment stages: Key predictors. **Researching Entrepreneurship**, v. 35, n. 8, p. 949-968, 2017.

KAGAN, E.; LOVEJOY, W. S.; LEIDER, S. Designing Incentives in Startup Teams: Form and Timing of Equity Contracting. Designing Incentives in Startup Teams: Form and Timing of Equity Contracting. **Ross School of Business Working Paper**. Working Paper No. 1372, 2017.

KOTHA, R.; GEORGE, G. Friends, family, or fools: Entrepreneur experience and its implications for equity distribution and resource mobilization. **Journal of Business Venturing**, v. 27, n. 5, p. 525-543, 2012.

LECHNER, C.; DOWLING, M.; WELPE, I. Firm networks and firm development: The role of relational mix. **Journal of Business Venturing**, v. 21, n. 4, p. 514-540, 2006.

LERNER, J.; SCHOAR, A.; SOKOLINSKI, S.; WILSON, K. The globalization of angel investments: Evidence across countries. **Journal of Financial Economics**, v 127, n. 1, p. 1-20, 2018.

MAIR, J.; MARTI, I. Entrepreneurship in and around institutional voids: A case study from Bangladesh. **Journal of Business Venturing**, v. 24, n. 5, p. 419–435, 2009.

MASON, C.; HARRISON, R. Closing the Regional Equity Gap? A Critique of the Department of Trade and Industry's Regional Venture Capital Funds Initiative. **Regional Studies**, v. 37, n. 8, p. 855–868, 2003.

OE, A.; MITSUHASHI, H. Founders' experiences for startups' fast break-even. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 11, p. 2193-2201, 2013.

SHANE, S.; STUART, T. Organizational endowments and the performance of university startups. **Management Science**, v. 48, n. 1, p. 154–170, 2002.

SORENSEN, O.; STUART, T. E. Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. **American Journal of Sociology**, v. 106, n. 6, p. 1546-1588, 2001.

WILLIAMS, D.R.; DUNCAN, W.J.; GINTER, P.M. Structuring deals and governance after the IPO: Entrepreneurs and venture capitalists in high tech startups. **Business Horizons**, v. 49, n. 4, p. 303-311, 2006.