



**UNIVERSIDADE DO ESTADO DE SANTA CATARINA
CENTRO DE CIÊNCIAS DA ADMINISTRAÇÃO E SOCIOECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

RENAN SCHAEFER ANDRADE

**UMA ANÁLISE DO *REVENUE BASED FINANCE* COMO ALTERNATIVA DE
FINANCIAMENTO A *STARTUPS* DE BASE TECNOLÓGICA**

FLORIANÓPOLIS

2020

RENAN SCHAEFER ANDRADE

**UMA ANÁLISE DO *REVENUE BASED FINANCE* COMO ALTERNATIVA DE
FINANCIAMENTO A *STARTUPS* DE BASE TECNOLÓGICA**

Dissertação de mestrado apresentada ao curso de Mestrado Profissional em Administração da Universidade do Estado de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Roberto De Rolt

Florianópolis

2020

**Ficha catalográfica elaborada pelo programa de geração automática da
Biblioteca Setorial do ESAG/UDESC,
com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)**

Schaefer Andrade, Renan

Uma análise do Revenue Based Finance como alternativa de
financiamento a Startups de base tecnológica / Renan Schaefer
Andrade. -- 2020.

157 p.

Orientador: Carlos Roberto De Rolt

Dissertação (mestrado) -- Universidade do Estado de Santa
Catarina, Centro de Ciências da Administração e Socioeconômicas -
ESAG, Programa de Pós-Graduação Profissional em Administração,
Florianópolis, 2020.

1. Revenue Based Finance. 2. Crédito. 3. Financiamento
Alternativo. 4. Startups. 5. Venture Capital. I. Roberto De Rolt,
Carlos. II. Universidade do Estado de Santa Catarina, Centro de
Ciências da Administração e Socioeconômicas - ESAG, Programa
de Pós-Graduação Profissional em Administração. III. Título.

RENAN SCHAEFER ANDRADE

**UMA ANÁLISE DO *REVENUE BASED FINANCE* COMO ALTERNATIVA DE
FINANCIAMENTO A *STARTUPS* DE BASE TECNOLÓGICA**

Dissertação de mestrado apresentada ao curso de Mestrado Profissional em Administração da Universidade do Estado de Santa Catarina como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração.

BANCA EXAMINADORA

Doutor Carlos Alberto De Rolt
Universidade do Estado de Santa Catarina

Membros:

Doutora Clerilei Aparecida Bier
Universidade do Estado de Santa Catarina

Doutor José Eduardo Azevedo Fiates
Universidade do Estado de Santa Catarina

Agradecimentos

Gostaria de agradecer, primeiramente, a minha esposa por ter ficado ao meu lado durante todo este processo do mestrado e me inspirar a ser cada vez melhor em todos os sentidos da minha vida. Gostaria de agradecer também minha família e à família da minha esposa, que sempre me apoiaram nos meus estudos e no meu desenvolvimento profissional e intelectual.

A Franciele, que foi minha mentora durante a dissertação, me ajudando a começar, desenvolver e finalizar esta pesquisada melhor forma possível.

A Deus e ao meu avô por sempre guiar e iluminar meu caminho lá de cima.

Aos meus colegas do mestrado, que foram uma das melhores coisas que a pós-graduação me proporcionou.

Aos meus colegas de trabalho que pararam em algum momento para me ajudar a obter os dados e informações necessários para desenvolver esta pesquisa.

Ao Prof. Dr. Carlos Roberto De Rolt pela sua dedicação no papel de orientador, seu conhecimento sobre empreendedorismo e experiência em gestão de empresas e pragmatismo nas diretrizes dadas, que serviram não somente para a construção dessa dissertação, mas como inspiração profissional para esta jornada que continua cada vez mais rica

À banca examinadora de qualificação por todas as contribuições e direcionamentos para a elaboração desta dissertação.

Ao corpo docente da ESAG pelo aprendizado ao longo do mestrado.

À coordenação do programa de pós-graduação, em especial à Prof. Dr. Micheline Gaia Hoffmann, pela prestatividade e atenção despendida durante todo o curso.

A todos que direta e indiretamente colaboraram em minha trajetória no período do mestrado.

Everything you have ever wanted is on the other side of fear

RESUMO

A necessidade de acesso a capital para expansão é algo bastante comum no mundo das ENBTs *startups*, pois muitas dessas empresas estão testando, validando produtos e expandindo times comerciais necessários para obter ganhos de escala num mercado cada vez mais ágil e competitivo. O acesso aos recursos permite a criação de novos produtos, processos, tecnologias e serviços que geram um impacto positivo em nossas vidas e garante inovações que fazem com que o mundo seja um lugar melhor. Contudo, apesar de já existir em outros países do mundo uma série de mecanismos alternativos de financiamento, no Brasil, ainda há muito a ser explorado. Hoje, a principal fonte de recursos são os bancos, que fazem excessivas exigências de documentos e de garantias reais tais como imóveis. Outras formas de financiamento fazem com que *startups* de base tecnológica não consigam acessar recursos, tendo que buscá-los, muitas vezes, através de venda de participação dos empreendedores. Isso acontece em momentos em que há eventuais oportunidades ou necessidades da empresa, mas que não seriam os mais vantajosos. Este trabalho estuda um modelo de crédito alternativo, o *Revenue Based Finance*, no qual a garantia da operação de financiamento é o principal ativo para ENBTs *startups*. Ao analisar a performance de receita das empresas, sua base de clientes e suas estruturas de contratos, é possível montar uma estrutura de garantias ainda mais robusta do que se houvesse um imóvel como garantia da operação de crédito. Demonstramos o modelo de crédito chamado *Revenue Based Finance*, utilizado pela *startup* de base tecnológica a55 para financiar mais de 50 *startups*, desde 2017. Nesse período, foram injetados mais de R\$90 milhões nas empresas sem adquirir nenhuma participação acionária, evitando a diluição dos empreendedores. Para a realização desta dissertação, fez-se uma revisão sistemática de literaturas internacionais e nacionais sobre mecanismos de financiamento como *Venture Capital*, *Venture Debt*, *Revenue Based Finance*, crédito bancário e outros mecanismos de financiamento para ENBTs *startups*. O presente trabalho foi desenvolvido através da metodologia de pesquisa exploratória. Utilizou-se um estudo de caso com uma ENBT *startup* de Florianópolis para demonstrar as contribuições desta pesquisa na qual desenvolveu-se uma proposta de modelo de decisão para orientar os empreendedores sobre o uso do RBF para financiar o crescimento de suas empresas.

Palavras-Chave: Revenue Based Finance. Crédito. Financiamento Alternativo. Startups. Venture Capital.

ABSTRACT

The need for access to capital for expansion is quite common in the world of ENBTs startups, as many of these companies are testing and validating products, expanding commercial teams, necessary to obtain gains of scale in an increasingly agile and competitive market. This access to resources allows new products, processes, technologies, services to be created, which have a positive impact on our lives, and allows us to have a series of innovations that make the world a better place. However, although there are already a number of alternative financing mechanisms in other countries in the world, in Brazil there is still much to be explored. Today, the main source of funds are banks, which make a series of requirements for documents, real guarantees, such as real estate, among others, which make technology-based startups unable to access these resources, having to seek these resources, many sometimes, through the sale of the participation of entrepreneurs, at times that would not necessarily be the most advantageous for them, but that is necessary due to eventual opportunities or needs of the company. This work seeks to deepen the study of an alternative credit model, Revenue Based Finance, where the main guarantee of the operation is the main asset of this profile of startups, its sales and service provision contracts, it is a great financing alternative for this profile of companies, resulting in its success, or in its failure, if it is unable to access the capital to finance its operations and expansion. When analyzing the revenue performance of companies, their customer base, and contract structures, it is possible to set up an even more robust guarantee structure than if there were a property as a guarantee for the credit operation. That said, it will be demonstrated the credit model called Revenue Based Finance, used by the technology-based startup a55, as a way to finance more than 50 startups since 2017, injecting more than R \$ 90 million into these companies, without acquiring any shareholding, and avoiding dilution of entrepreneurs. To carry out the dissertation, a systematic review of national and international literature on financing mechanisms such as Venture Capital, Venture Debt, Revenue Based Finance, bank credit, and other financing mechanisms for ENBTs startups was carried out. The present work was developed through the exploratory research methodology, and a case study with an ENBT startup from Florianópolis was used to corroborate the contributions of the work, where a decision tree proposal was developed to better guide entrepreneurs in making a decision about the use of RBF as a way to finance the growth of their companies.

Keywords: Revenue Based Finance. Credit. Alternative Financing. Startups. Venture Capital

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Estágios de desenvolvimento, as fontes de financiamento das empresas, e possibilidades de uso do Revenue Based Financing.....	40
Figura 2 - Fluxo das origens e aplicações de recursos em Private Equity e Venture Capital	50
Figura 3 - Ecossistema de Venture Capital e Private Equity	51
Figura 4 - Dificuldades encontradas pelas empresas na tomada de crédito no Brasil	59
Figura 5 - Ciclo de vida e financiamento das empresas.....	61
Figura 6 - Etapas da pesquisa	72
Figura 7 - Linha do tempo da evolução do cenário e dos ambientes inovadores de Florianópolis entre 1960 e 2000	79
Figura 8 - Linha do tempo da evolução do cenário e dos ambientes inovadores de Florianópolis entre 2000 e 2010.....	81
Figura 9 - Linha do tempo da evolução do cenário e dos ambientes inovadores de Florianópolis entre 2010 aos dias atuais	82
Figura 10 - Fluxograma com o Processo de Análise de Crédito da a55.....	88
Figura 11 - Processo resumido de obtenção de crédito via RBF através da <i>fintech</i> a55	98
Figura 12 - Subscrição e processamento do crédito na a55	99
Figura 13 - Processo de formalização da operação de financiamento para os clientes da a55	99
Figura 14 - Mecanismos de monitoramento da a55.....	101
Figura 15 - Outputs de monitoramento da a55.....	102
Figura 16 - <i>Dashboards</i> com <i>insights</i> sobre as empresas usuárias da plataforma a55	104
Figura 17 - Fluxograma de uma operação, sob visão do cliente e da a55.	106
Figura 18 - Evolução do modelo de negócios da Exact Sales - 2015 a 2019.....	111
Figura 19 - Ciclo de vida e fontes de financiamentos.....	118
Figura 20 - Visão macro do processo de concessão de crédito da a55	122
Figura 21 - Fluxo de garantias utilizado pela a55	123
Figura 22 - Distribuição geográfica das empresas financiadas no modelo RBF da a55 ...	124
Figura 23 - Árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento.....	126
Figura 24 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento	127

Figura 25 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento	128
Figura 26 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento	129
Figura 27 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento	130
Figura 28 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento	131
Figura 29 - Contrução da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento	132

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Modalidades de investimento, risco e vendas ao longo do ciclo de vida de EI.	47
Gráfico 2 - Percentual de recursos captados e transações investidas em cada ano em relação ao número total de fundos e transações.....	51
Gráfico 3 - Movimentação do mercado de Venture Capital entre 2010 e 2019.....	53
Gráfico 4 - Histórico das operações de crédito da a55	86
Gráfico 5 - Meta de crescimento mensal versus crescimento realizado da Exact Sales em 2018.....	109
Gráfico 6 - Receita trimestral Exact Sales - 2015 a 2018	110

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estágios de Investimentos em Capital de Risco	40
Quadro 2 - Ecossistema de <i>Venture Capital e Private Equity</i>	52
Quadro 3 - Padrões frequentes de estratégia empresarial e produto financeiro utilizado. ..	61
Quadro 4 - Principais Legislações de Ciência, Tecnologia e Inovação em Florianópolis ..	83
Quadro 5 - Comparação entre crédito bancário, fundos de VC e o modelo RBF utilizado pela a55	124

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Principais investidores de <i>VC</i> e <i>PE</i> no Brasil.....	44
Tabela 2 - Matriz utilizada pela <i>fintech</i> a55 em sua análise de crédito	93
Tabela 3 - Limite de Endividamento Total com base na relação na capacidade de fazer o serviço da dívida mensal	97

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABStartups	Associação Brasileiras de Startups
Acate	Associação catarinense de empresas de tecnologia
Anprotec	Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos de Tecnologias Avançadas
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
Celta	Centro Empresarial para Laboração de Tecnologias Avançadas
Certi	Centros de Referência em Tecnologias Inovadoras
CIEnP	Centro de Inovação em Ensaios Pré-clínicos
CT&I	Ciência, Tecnologia e Inovação
EBT	Empresa de Base Tecnológica
ENBT	Empresa Nascente de Base Tecnológica
EUA	Estados Unidos da América
FAP	Fundações de Amparo à Pesquisa
Fapesc	Fundação de Apoio à Pesquisa e Inovação de Santa Catarina
FIDC	Fundo de investimentos em direitos creditórios
Fiesc	Federação das Indústrias do Estado de Santa Catarina
Finep	Financiadora de Estudos e Projetos
Funcitec	Fundação de Ciência e Tecnologia
Inpetro	Instituto de Pesquisa em Petróleo e Gás
MIDI Tecnológico	Distrito Industrial Tecnológico
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PD&I	Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação
QMM	Quantidade Mínima Mensal
SCR	Sistema de informações de Créditos do Banco Central do Brasil
Sebrae	Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas

Selic	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
Siesc	Sindicato da Indústria da Informática do Estado de Santa Catarina
Startups	Empresas nascentes de base tecnológica

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	Descrição da situação-problema/oportunidade	19
1.2	Objetivo.....	23
1.3	Contribuição do Trabalho	24
2	FUNDAMENTAÇÃO TEORICA	26
2.1	Conceito de Startups	30
2.2	Capital de Risco: caracterização de Venture Capital e Private Equity	33
2.3	Agentes da Indústria de VC e PE no Brasil e Ciclo do Processo de Investimentos.....	46
2.4	Capital Não Dilutivo: Dificuldades de acesso à crédito para ENBTs Startups.....	54
2.5	A experiência Brasileira no Financiamento à ENBT's Startups.....	63
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	69
3.1	Caracterização da Pesquisa	69
3.2	Procedimentos técnicos utilizados.....	70
3.3	Análise de dados.....	72
3.4	Revisão Bibliográfica.....	74
4	ANÁLISE E PROPOSTA DE INTERVENÇÃO/RECOMENDAÇÃO	76
4.1	O Ecossistema de empreendedorismo e inovação de Florianópolis	76
4.2	a55 e o modelo de Revenue Based Finance	83
4.3	Crédito como Serviço	102
4.4	Exact Sales e a operação de RBF com a a55.....	107
4.5	Estágios de crescimento de uma ENBT startup e as fontes de recursos mais utilizadas durante essa jornada	113
4.6	Proposta de árvore de decisão para financiamento à ENBTs startups via RBF..	125
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	137
	REFERÊNCIAS.....	141

APÊNDICE A – Termo de consentimento livre e esclarecido - a55.....	147
APÊNDICE B – Termo de consentimento livre e esclarecido – Exact Sales	148
ANEXO A – Modelo de proposta comercial a55	151

1 INTRODUÇÃO

A tecnologia e a inovação fazem parte do processo de desenvolvimento econômico de um país. Segundo Schumpeter (1943), o coração do capitalismo é a inovação e o desenvolvimento tecnológico, que fazem a "destruição criativa" para criar produtos, serviços, tecnologias e melhorar a qualidade de vida das pessoas. Uma das condições necessárias para que haja desenvolvimento de novas tecnologias é a possibilidade de financiamento. Contudo, no Brasil, conforme Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008, p.11), "as restrições ao financiamento das empresas no Brasil constituem um fato empírico evidente, não apenas no que se refere ao acesso ao crédito, mas, sobretudo, com relação aos prazos curtos e ao custo do financiamento, reconhecidamente um dos maiores do mundo".

Os autores Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008) apontam dados do Banco Central do Brasil que revelam que os empréstimos no sistema financeiro brasileiro atingiram R\$841,5 bilhões em agosto de 2007, representando aproximadamente 33% do produto interno bruto nacional. Por outro lado, os mesmos autores apontam que a média dos países membros da Organização para Cooperação Econômica e Desenvolvimento(OCDE) é de 76% do PIB. Desse modo, se no Brasil a obtenção de financiamento para investimentos já é difícil, os financiamentos para empresas de base tecnológica são ainda mais escassos.

Para que o desenvolvimento econômico e tecnológico seja viável é necessário que empresas e empreendedores acessem fontes de financiamento para desenvolver seus projetos, colocar produtos no mercado, crescer e ganhar mercado. Atualmente, no Brasil, principalmente no que tange a empresas de base tecnológica (EBT), conforme ilustrado por Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008), um fator que dificulta o acesso a fontes de recursos tradicionais é a falta de garantias tangíveis para operações de crédito. Além disso, um estudo do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae, 2001) reitera que um dos maiores problemas para a expansão das EBT's no Brasil é a falta de crédito, seja via instituições ou via investidores. Isso ocorre porque empreendimentos em fases iniciais são considerados de maior risco e diversos agentes financeiros preferem não financiá-los justamente pela falta de previsibilidade desse novo negócio. Por outro lado, do ponto de vista dos credores, as incertezas associadas ao desenvolvimento e implementação de novos produtos, tecnologias, serviços ou processos são traduzidas na maior imprevisibilidade das projeções de fluxos de caixa das empresas que desejam obter financiamentos. Além disso, quanto menores forem as garantias reais oferecidas pelas

*startups*¹ (o que é comum no caso de empresas pequenas e em estágios iniciais de desenvolvimento), menores são as chances de concessão de crédito por parte das instituições financeiras.

Como alternativa muitas EBT's, e principalmente, empresas nascentes de base tecnológica (*startups* de base tecnológica) utilizam o *Venture Capital* (ou investimento em capital de risco) como forma de financiar sua expansão, desenvolvimento de produtos e outras necessidades. O *Venture Capital* continua a ser uma alternativa de capital para empresas de tecnologia no Brasil. Segundo o estudo *Inside Venture Capital* divulgado pela Distrito Dataminer em dezembro de 2019, em 2017, houve um volume de US\$905 milhões em investimentos diretos em empresas nascentes de base tecnológica, US\$1,5 bilhão em 2018 e US\$2,7 bilhões em 2019, tendo sido realizados apenas em 2019, 260 investimentos diretos em *startups*.

De acordo com Samila e Sorenson (2011, p.2) o incremento no volume de investimentos por parte de fundos de *Venture Capital* possui impacto direto na geração de novas empresas, empregos, renda e implica diretamente no aumento do valor agregado de produtos e de parte considerável dos investimentos realizados por esse perfil de investidor. Isso ocorre porque essas empresas nascentes de base tecnológica normalmente não possuem receitas, nem fluxos de caixa positivos, pois a maior parte dos recursos é utilizado em desenvolvimento tecnológico, marketing, pesquisa e desenvolvimento (P&D), contratação de equipe, dentre outros usos. *Startups* muitas vezes acabam gastando milhões de reais/dólares antes de começarem a gerar receita ou ter um produto lançado no mercado (IBRAHIM, 2010).

Hoje, uma das primeiras empresas do mundo a valer mais de US\$1 trilhão de dólares, a *Amazon*, ficou mais de seis anos operando em prejuízo, contando com capital externo. O *Uber* é outro exemplo de empresa que conta com capital de terceiros, como do fundo de investimento japonês *Softbank*, para manter a empresa operando. Em 2019, o *Uber* teve um prejuízo US\$8,51 bilhões, segundo o site de notícias CNBC², sendo esses alguns dos principais fatores que levam à demanda de frequentes aportes de capital. De acordo com Gompers (1995, p.1461), na visão dos fundos de investimentos, o aporte de capital frequente se torna interessante, pois permite aos fundos de *Venture Capital* a coleta de novas informações, o monitoramento do progresso das empresas e dá a "escolha" de "abandonar" projetos que não entregam o retorno esperado.

¹ Empresas nascentes de base tecnológica.

²<https://www.cnbc.com/2020/02/06/uber-uber-earnings-q4-2019.html>. Acessado em 1 de março de 2020.

Como prática desse tipo de investimento, os fundos de *Venture Capital* (VC's) investem em empresas que consideram promissoras em troca de participação acionária. Esses gestores passam a ter um papel ativo na empresa investida, participam e auxiliam a empresa a gerar o maior valor possível, visando à realização da venda dessa participação em um segundo momento e gerando um retorno significativo para seus investidores.

Em contraponto, a a55, *fintech* paulista, propõe um modelo alternativo de crédito que prevê financiamentos baseados em receitas, ou seja, financia empresas que possuam receita recorrente mensal em um modelo similar ao *venture debt*, chamado de *Revenue Based Finance*. O modelo utilizado pela a55 financia companhias cuja receita recorrente mensal (MRR ou *Monthly Recurring Revenue*) seja superior a R\$100 mil e possua contratos de médio ou longo prazo para usar esses recebíveis não performados através dos fluxos financeiros futuros, passando por uma conta vinculada (conta *escrow*) como garantia de repagamento para a operação. No Brasil, a a55 já financiou mais de 60 empresas desse modelo, com um volume superior a R\$120 milhões (até o momento desta pesquisa), tendo como principais casos de financiamento em Florianópolis, Santa Catarina, *Exact Sales*, Ahgora e *Knewin*, empresas nascentes de base tecnológica, criadas e sediadas em Florianópolis.

Este trabalho apresentará mecanismos de financiamento para *startups* de base tecnológica. Começando com o modelo de investimentos de *Venture Capital* (no qual há venda de participação acionária da empresa), aprofundará o estudo do modelo de crédito chamado de *Revenue Based Finance* como alternativa ao crédito tradicional. Este estudo procura propor um modelo de tomada de decisão para identificar se uma *startup* de base tecnológica tem potencial para acessar o crédito chamado *Revenue Based Finance*. Para tanto, serão analisadas operações de financiamento realizadas pela *fintech* a55 através de uma árvore de decisão para que possa ser usado como referência por outras empresas que buscam financiamento.

1.1 Descrição da situação-problema/opportunidade

No mercado brasileiro, quando uma empresa começa suas atividades ou passa a crescer forma acelerada, faz-se necessário capital para investir, em crescimento, em tecnologia ou em novos produtos. Nesse sentido, segundo Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008, p.11), "as restrições ao financiamento das empresas, no Brasil, constituem um fato

empírico evidente, não apenas no que se refere ao acesso ao crédito, mas, sobretudo, com relação aos prazos curtos e ao custo do financiamento. Segundo pesquisa realizada pela *Endeavor* Brasil (2019), o acesso ao capital é um dos principais desafios encontrados pelos empreendedores brasileiros.

Por outro lado, o país vive em 2020 um momento ímpar, com taxas de juros em níveis historicamente baixos e perspectiva de melhoria econômica. Essa situação implica a necessidade de investimentos para expansão de empresas, abertura de novos negócios e novas oportunidades de negócios que precisarão ser financiados de alguma forma. Ainda segundo a *Endeavor* Brasil (2019), o problema não é a falta de dinheiro no mercado, mas sim as condições colocadas pelos agentes financiadores para acessar esse capital: garantias, alta taxa de juros, uma série de documentos, burocracias e requerimentos. Segundo Stevenson e Roberts (2006), os empreendedores podem fazer diversas coisas para serem considerados menos arriscados, tais como, colocar garantias reais ou pessoais, prometer o repagamento em um prazo curto de tempo, dada a menor incerteza no curto prazo, fornecer uma preferência no repagamento daquela dívida perante outras operações de crédito e ceder controle sobre o negócio para o credor na forma de cláusulas contratuais ou participação acionária no negócios.

Mesmo com a evolução do sistema financeiro nacional de contar com instituições estabelecidas, sejam financeiras ou entes reguladores, de acordo com a *Endeavor* Brasil (2019), “o mercado de crédito brasileiro é caro e pouco transparente. Captar recursos para desenvolver as atividades empresariais é uma tarefa custosa e burocrática. Os empreendedores têm razão: ‘Capital existe, mas é difícil captar.’” (ENDEAVOR, 2019, p.8)

Sendo assim, segundo *Endeavor* Brasil (2019), no mercado de crédito brasileiro atual, os principais pilares são as empresas (tomadoras de crédito), instituições financeiras (provedoras de crédito) e instituições públicas (reguladoras). E, cada um desses atores apresenta características e problemas de processo e operacionais específicos que poderiam gerar ganhos expressivos de eficiência para o mercado, facilitando o acesso a fontes de financiamento e auxiliando no fomento à economia, geração de inovações e desenvolvimento tecnológico. Além disso, há no mercado financeiro uma assimetria muito grande de informações, o que gera diferenças na percepção de risco de crédito entre ofertantes de crédito e tomadores. Isso torna a compreensão sobre garantias e exigências documentais bastante complexos. Assim, de acordo com *Endeavor* Brasil (2019):

Os elos de relacionamento estabelecidos entre eles também. Muitas vezes, problemas de relacionamento, como a assimetria de informações, as dificuldades de compreensão mútua sobre as garantias e exigências documentais, a falta de canais adequados de comunicação, e os processos burocráticos que aparecem durante a interação entre esses agentes, são os maiores entraves para a melhora do sistema como um todo. (ENDEAVOR, 2019, p. 8)

Em mercados mais maduros como o dos Estados Unidos, encontram-se mecanismos de financiamento diferentes e que se adequam melhor à necessidade e ao estágio de cada etapa do crescimento de *startups*. Como Kerr e Nanda (2011) apontam, existem modelos como o financiamento de fluxo de caixa (*cash flow financing*) e o financiamento de recebíveis (*accounts receivable financing*). O financiamento de fluxo de caixa (*cash flow financing*) é bastante comum em bancos comerciais nos EUA, mas podem ser encontrados em outras instituições financeiras e financiadores institucionais, como fundos de investimentos focados em crédito.

Esse modelo, segundo Kerr e Nanda (2011) é mais arriscado que o financiamento lastreado em ativos, pois como alternativa de melhoria da estrutura de garantia colocam-se cláusulas contratuais tais como a proteção ao financiador, os volumes mínimos de caixa e contas a receber e o volume de endividamento. A *fintech* a55, fonte da pesquisa, também utiliza esse mecanismo como forma de proteção e mitigação de riscos de inadimplência. Prova da eficácia do mecanismo é que, hoje, segundo dados da empresa, o volume de financiamentos com pagamentos em atraso é de aproximadamente 2,5% do total da carteira de financiamento, que é de R\$95 milhões atualmente.

Por outro lado, o financiamento baseado em contas a receber (*Accounts Receivable financing*) possui algumas regras, conforme apontam Kerr e Nanda (2011). Segundo os autores, nos EUA, é possível que uma empresa financie até 85% ou 95% de todos os recebíveis que a empresa possui de clientes com boa pontuação de crédito. Nestes casos, os bancos fazem uma análise aprofundada para eleger quais recebíveis poderão ser utilizados como fonte para esse financiamento. Nos EUA, Kerr e Nanda (2011) apontam outros tipos de financiamento que são utilizados por empresas, tais como financiamento de estoques, equipamentos, *leasing*, financiamento lastreado em imóveis, financiamento com aval de sócios, dentre outros.

Mecanismos como financiamento lastreado em imóveis, financiamentos de fluxo de caixa, estoques, financiamentos com garantia de aval, como os mencionados acima, já

existem no Brasil e podem ser considerados como alternativas de financiamento para os empreendedores brasileiros. Conforme apontado por *Endeavor* Brasil (2019), existe uma grande dificuldade por parte das empresas para mapear e compreender os produtos financeiros que mais se adequam às suas necessidades, apresentar, fornecer garantias e documentos exigidos pelas instituições financeiras que, por sua vez, possuem dificuldades de compreensão de mecanismos de garantia diferentes das garantias reais (imóveis, por exemplo). As instituições financeiras não entendem os modelos de negócios das empresas que, em diversos casos, não se assemelham ao perfil de empresas tradicionais.

De acordo com *Endeavor* Brasil (2019), a maior parte dos problemas que ocorrem no processo de obtenção de financiamento no Brasil se deve às assimetrias de informação entre credores e devedores e à insegurança jurídica no ambiente de negócios brasileiro. Inovações no setor financeiro, não só tecnológicas, mas modelos de operações financeiras como o baseado em receitas (RBF), utilizado pela empresa a55, e o modelo de *Venture Debt*, poderão fazer a diferença e ajudar na democratização do acesso ao crédito no Brasil.

Segundo Meirelles, Pimenta Júnior e Rebelatto (2008), uma das condições necessárias para o desenvolvimento tecnológico é o acesso a fontes de financiamento. No entanto, as restrições ao financiamento no Brasil são um fato empírico bastante evidente no que tange ao acesso a crédito e também no que diz respeito a prazos e custos de financiamento. Os autores complementam que o financiamento para investimentos no Brasil já é algo bastante difícil e complexo para projetos considerados tradicionais como fábricas, equipamentos, dentre outros. E, por sua vez, os mecanismos de financiamento para empresas de base tecnológico e *startups* são ainda mais escassos.

Florianópolis, que é considerada a "ilha do silício", em alusão ao Vale do Silício, maior polo de inovação, tecnologia, *startups* e empreendedorismo do mundo, passou a ter bastante foco com *cases* notórios como a empresa de tecnologia Resultados Digitais, maior plataforma de automação de *marketing* digital da América Latina; *Exact Sales*, maior plataforma de pré-vendas e vendas complexas da América Latina; Decora, comprada por US\$100 milhões em 2018, entre outras. Desses *cases*, cada empresa optou por um mecanismo de financiamento, sendo o mais comum o *Venture Capital*, no qual um investidor compra um pedaço da empresa e passa a investir e participar do crescimento da investida. Esse mecanismo possui a "desvantagem" para o empreendedor de ter que vender parte do seu sonho para poder financiar sua expansão (SAMILA; SORENSON, 2011).

Visando a explorar alternativas de financiamento para que empresas nascentes de base tecnológica (*startups*) possam financiar sua expansão de forma a postergar uma

captação através de venda de participação acionária de sua empresa, esta pesquisa analisará operações de financiamento realizadas pela *fintech* a55 e criará uma árvore de decisão para auxiliar empresas que passam por estágios de desenvolvimento similares.

A dificuldade de acesso a crédito no Brasil é uma das principais barreiras para o desenvolvimento econômico, tecnológico e de inovação. Através da experiência profissional do pesquisador, por ter trabalhado ao longo de sua carreira com diversos projetos e iniciativas no campo de fomento à inovação e captação de recursos para *startups*, observou-se empiricamente que muitas empresas não conseguem financiar seus projetos, investimentos e expansão de forma sustentável e de longo prazo. Com base nisso, faz-se necessária a compreensão de como essa modalidade de financiamento se torna uma opção viável para o financiamento de uma *startup* de base tecnológica. O problema a ser estudado é em que etapa do crescimento dessas *startups* de base tecnológica o *RBF* gera maiores benefícios econômicos e financeiros.

1.2 Objetivo

Objetivo geral:

- Propor um modelo de tomada de decisão para identificar se uma *startups* de base tecnológica tem potencial para acessar o crédito chamado *Revenue Based Finance*.

Objetivos específicos:

- Identificar as principais causas que dificultam o acesso a crédito e capital não dilutivo às *startups* no Brasil;
- Descrever os mecanismos de *Venture Capital* e *Private Equity* como forma de financiamento para *startups* de base tecnológica no Brasil;
- Caracterizar os modelos de financiamentos alternativos e de capital não dilutivo, o *Venture Debt* e o *Revenue Based Finance*;
- Estudar o caso da empresa *Exact Sales* para buscar fundamentos práticos sobre o modelo de tomada de decisão que se pretende propor;

- Propor um modelo de tomada de decisão para identificar se *startups* de base tecnológica têm potencial para acessar o crédito chamado *Revenue Based Finance*.

1.3 Contribuição do Trabalho

O Brasil tem um histórico de altas taxas de juros. Dados do Banco Central do Brasil³ apontam uma taxa SELIC, taxa básica de juros da economia brasileira, de 38% em 1998, de 45% ao ano em 1999, chegando ao atual patamar de 2,2% em julho de 2020. Esse patamar de taxas de juros historicamente alto foi um fator de redução de recursos para investimentos produtivos, pois o retorno esperado para investir em novos produtos, serviços, expansão de capacidade produtiva, deverá ser maior que o custo de oportunidade, no caso brasileiro, a taxa básica de juros. Além disso, para as empresas que necessitam de capital, os agentes financiadores exigem uma série de garantias, que *startups* de base tecnológica normalmente não possuem como por exemplo, imóveis e outros ativos reais que acabam por dificultar o acesso a crédito no país.

Essa característica dos modelos tradicionais de financiamento no Brasil, onde há necessidade de os demandantes de crédito colocarem ativos tangíveis, como imóveis, máquinas, equipamentos, plantas fabris, dentre outros, é algo que não condiz com as características de uma *startup*.

Uma das principais características de *startups* é o fato de possuírem poucos ativos tangíveis, tendo um ativo intangível mais robusto, como por exemplo propriedade intelectual, patentes de software, além de contratos de vendas, recebíveis e, eventualmente, computadores e servidores. Todos estes ativos e bens dificilmente são aceitos por agentes financiadores, o que dificulta ainda mais o acesso à crédito para estas empresas.

Com este contexto, torna-se relevante a pesquisa por novas formas de financiamento para este perfil de empresas, cuja principal característica é a de criar soluções inovadoras e tecnológicas para facilitar a vida das pessoas e resolver problemas da sociedade como um todo.

Por fim, ao adotar uma fonte alternativa de crédito privado que não possui dependência com o poder público, possibilita-se o crescimento da economia de forma

³ Histórico de taxa de juros. Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros>>. Acessado em 18 de junho de 2020

muito mais sustentável. Portanto, esta pesquisa visa a estudar o modelo de RBF como uma alternativa de crédito sustentável e perene para empresas em geral e, a partir disso, criar uma árvore de decisão para que outras *startups* possam buscar essa fonte de recursos no momento de maior viabilidade de retorno. Este estudo focará, inicialmente, na demanda das empresas nascente de base tecnológica – ENBT (*startups*) que possuem peculiaridades que empresas de outros segmentos mais tradicionais não possuem, além de propor um modelo de árvore de decisões que permita que mais *startups* acessem o mercado de crédito e consigam desenvolver novas tecnologias e financiar sua expansão, gerando um impacto positivo maior na vida das pessoas. Além disso, o modelo de árvore de decisões proposto auxiliaria a *fintech* a55 a ter mais assertividade para auxiliar as empresas que buscam este financiamento RBF, podendo ter maiores informações e dados para uma análise de crédito e risco mais apurada.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEORICA

O fenômeno do empreendedorismo é um fenômeno recente no Brasil e em Santa Catarina. Historicamente era muito comum que as pessoas buscassem cargos públicos, ou em grandes empresas como sinônimo de sucesso. Atualmente, em conversas com diversos públicos diferentes, é notória a vontade e o interesse em empreender como novo sonho a ser perseguido pelas pessoas.

Os primeiros passos da criação do ecossistema de empreendedorismo em Santa Catarina começaram na década de 1960, com a chegada de universidades em Santa Catarina e a criação de cursos de engenharia de ponta. Na década de 1980 houve a criação da Fundação CERTI e da ACATE (Associação Catarinense de Tecnologia) e em 1993 o nascimento da primeira incubadora de empresas de base tecnológica do Brasil, o CELTA.

Desde a década de 1970 diversas iniciativas de empreendedorismo no Brasil começaram a nascer, mas muitas delas fracassaram justamente pela falta de acesso à capital para financiar desenvolvimento tecnológico, expansão das empresas e comercialização de suas soluções. Neste sentido era muito comum que as empresas tivessem que vender participação acionária para financiar seu crescimento.

No Brasil, a prática de investimento em *Venture Capital* é bastante recente se comparada a outros países do mundo. As primeiras iniciativas datam de 1974 pelos programas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pela Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), segundo dados de 2011 da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI) e do Centro de Estudos em *Private Equity* e *Venture Capital* da Fundação Getúlio Vargas (GVCEPE). O objetivo principal desses investimentos na época era fomentar o ambiente empreendedor no Brasil e incentivar a criação de empresas inovadoras e novas tecnologias. Como dado do crescimento do mercado de *Venture Capital* no Brasil, dados da ABDI (2011) e GVCEPE, em 1994, havia oito gestores de recursos focados em *Venture Capital*, e, em 2008, esse número passou para 132.

Para que uma ENBT *startup* cresça, em diversos casos são necessários vários aportes de capital para financiá-la. A cada nova rodada de investimentos novos atores entram, o que afeta diretamente o quadro societário (*captable*) da empresa, reduzindo e diluindo a participação dos fundadores. E, em diversas ocasiões, essas empresas acabam tendo que recorrer a capital antes de um momento "ótimo" de captação como, por exemplo, antes de atingir certos marcos de desenvolvimento tecnológico, de produto e de mercado, o

que implica uma diluição acionária maior a um *valuation* (valor de avaliação da empresa) menor do que o esperado pelos empreendedores. Nesse sentido, as empresas acabam por buscar recursos com investidores anjo, fundos de capital semente ou, até mesmo, com aporte de capital dos próprios fundadores.

Como forma de suprir essa lacuna de capital para as empresas e, simultaneamente, evitar uma maior diluição dos empreendedores e atuais acionistas, foi criado o *Venture Debt* (VD). Essa é uma forma de financiamento via dívida para ENBT's com alto potencial de crescimento e que já tenham sido investidas por fundos de *Venture Capital* (IBRAHIM, 2010).

Esse modelo de financiamento começou nos Estados Unidos da América (EUA) por volta dos anos 1970 como uma forma de financiamento via dívida para empresas investidas por fundos de *Venture Capital*. Segundo Ibrahim (2010), os *Venture Lenders* (VL's) financiam, em média, US\$1bi a US\$5bi por ano, somente nos EUA. E esses investimentos não contemplam os investidores anjo ou fundos de *Venture Capital* que são convertidos em ações. Ibrahim (2010) ressalta que o *Venture Debt* é definido como "empréstimos para *startups*, com alto e rápido crescimento, que não possuem meios tradicionais de pagar de volta os financiamentos – incluindo garantias pessoais, o que nenhum empreendedor de *startups* assinaria porque a maioria das *startups* quebram". (IBRAHIM, 2010, p. 1171)

Ibrahim (2010) comenta que, segundo a "sabedoria popular", *startups* e dívida não se misturam. ENBT's de alto e rápido crescimento, alta tecnologia, sem histórico de receitas, sem fluxos de caixa positivos ou ativos tangíveis como colateral para operações de crédito, parecem um pesadelo para bancos em razão da incerteza de repagamento. Nesse sentido, *startups* se apoiam quase que exclusivamente no financiamento via "*equity*" (ou venda de participação acionária da empresa) através de investidores anjo, fundos de *Venture Capital*. E a dívida, como forma de financiamento, se torna uma das últimas possibilidades e viabilidades.

Ibrahim (2010) aponta que, somente nos EUA, a presença de um mercado de bilhões de dólares da indústria de *Venture Debt* confirma a densidade do mercado para financiamento ao empreendedor, algo que é de suma importância para o futuro da inovação. Empresas amplamente conhecidas como *Facebook*, *Youtube*, dentre tantas outras, utilizam desse mecanismo de financiamento para viabilizar investimentos, crescimento, contratações etc. (IBRAHIM, 2010) O *Venture Debt* nos EUA é normalmente destinado às empresas ainda em estágio inicial de faturamento, em início de um ciclo de investimento externo, e

que representam uma relação de risco x retorno ponderado. (Hardymon; Leamon, 2001, p. 19 *apud* Hardymon; Lerner; Leamon, 2004)

No Brasil, esse mecanismo é bastante recente, tendo sido iniciado pelo lançamento do primeiro fundo de *Venture Debt* do país, em setembro de 2017, o "Fundo Brasil *Venture Debt I*", gerido atualmente pela gestora de recursos de terceiros SP *Ventures*. Esse fundo, segundo o BNDES (2017), é o fomento do desenvolvimento de instrumentos de dívida de longo prazo para empresas que faturem, no máximo, R\$90 milhões por ano. Além disso, algumas *startups* de soluções para o setor financeiro (*fintechs*) como a a55⁴ entraram nesse mercado num momento bastante parecido.

Em 2020, o Brasil passa por um momento em que a taxa básica de juros da economia está em patamares historicamente baixos, mas, não são refletidas nas taxas de financiamento para empresas. Como alternativa, muitas *startups* acabam buscando capital via venda de participação acionária. Porém, isso nem sempre acaba sendo vantajoso para os empreendedores. Nesse sentido, esta pesquisa tem entre os seus objetivos apresentar uma nova forma de captação de recursos já existente nos Estados Unidos, onde fora inicialmente usado, no início do século XX, para financiar exploração de fontes de petróleo e gás e, posteriormente, para financiar a indústria farmacêutica, as produções de Hollywood, e as empresas de energia. Na década de 1980, o modelo passou a ser utilizado também no setor de tecnologia⁵.

Essa modalidade de financiamento fez com que empreendedores de diversos setores pudessem enfrentar o problema constante de busca de capital de giro sem necessariamente ter ativos tangíveis em seu balanço ou tendo uma estrutura contábil bastante peculiar. Esse é o caso das *startups* em que boa parte dos aportes de fundos de *Venture Capital* utilizam não só a compra direta de ações, mas também o modelo de mútuo conversível em ações como forma de entrada, como ressaltam por Gompers (1997) e Gompers e Lerner (2001). Na prática, contabilmente, isso implica diretamente no patrimônio líquido negativo da empresa investida, sendo essa uma primeira barreira para obtenção do crédito tão fundamental para o seu crescimento.

Num momento em que o mundo, segundo a Organização Mundial de Saúde (OMS), vive uma pandemia⁶, pairam incertezas sobre a perspectiva econômica. Muitas empresas

⁴ Disponível em: <https://a55.tech/pt/>. Acessado em 18 de junho de 2020.

⁵ Lighter Capital. Revenue Based Finance. Disponível em: < <https://www.lightercapital.com/revenue-based-financing/>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

⁶ Organização Mundial de Saúde. Disponível em: <<https://www.who.int/news-room/detail/29-06-2020-covidtimeline>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

veem no crédito uma alternativa de sobrevivência e de financiamento para eventuais oportunidades trazidas pela crise econômica gerada pelo COVID-19. Com isso, o papel do crédito na economia para fomentar novas iniciativas tecnológicas se faz ainda mais importante. Schumpeter (1985) aponta que o crédito é um dos pilares do processo de inovação, e o empreendedor inovador, o outro ponto focal. Para o desenvolvimento econômico sustentável, a tecnologia e a inovação são fatores necessários. E o crédito está diretamente vinculado a esse desenvolvimento econômico inovador.

Ao analisar o crédito para uma *startup*, os agentes tradicionais de financiamento como bancos e agências de fomento utilizam imóveis e cartas de fiança bancária⁷ como garantia⁸, algo que startups normalmente não possuem ou não conseguem obter tão facilmente. Em outras palavras, muitos desses agentes não olham o principal ativo que essas empresas possuem: os seus contratos de venda e prestação de serviços. Faz-se necessário que a inovação chegue aos mercados de crédito trazendo novos modelos de análise de empresas, novas formas de garantias e novas alternativas de financiamento. Esta pesquisa traz como contribuição estudos sobre um modelo de financiamento que já é usado em países como Estados Unidos⁹, mas que no Brasil é um mecanismo bastante recente, tendo sido a *fintech* a55 a pioneira. O modelo de RBF, ou financiamento baseado em receita, é utilizado pela *fintech* a55 desde 2018 e, nesse período, já financiou mais de 50 empresas com um volume de crédito superior a R\$90 milhões.

Esse modelo de concessão de crédito permite que *startups* com uma receita recorrente contratual ou estatística consigam tomar crédito usando sua própria receita futura como garantia, fazendo com que seja possível investir no seu crescimento, na sua expansão comercial, em campanhas de marketing e outras frentes que normalmente possuem um custo antecipado. Esse modelo que já vem sendo trabalhado e aprimorado desde 2017 pela própria *fintech* a55 possibilita uma nova alternativa de financiamento para empresas que normalmente não conseguiriam obter recursos com agentes tradicionais, como bancos públicos e privados.

⁷ Garantias aceitas pelo BNDES. Disponível em:

<<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/garantias>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

⁸ Manual de Garantias FINEP. Disponível em: <http://www.finep.gov.br/images/area-para-clientes/formularios-e-manuais/17_05_2018_Manual_de_garantia.odt>. Acessado em 29 de junho de 2020.

⁹Lighter Capital. Disponível em: <<https://www.lightercapital.com/revenue-based-financing/>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

2.1 Conceito de Startups

As empresas possuem um papel de grande relevância no desenvolvimento tecnológico, desde os modelos mais tradicionais, nos quais as empresas possuíam um grande departamento de P&D, até modelos descentralizados, nos quais as tecnologias que mudaram nossas vidas foram criadas em garagens. Esse fenômeno do desenvolvimento tecnológico vem transformando as nossas vidas desde a criação da eletricidade até os dias de hoje. Quando se fala de empresas de base tecnológica (ENBT's), *startups* e outras nomenclaturas, uma série de definições vêm à mente, conceitos esses que nem sempre são convergentes.

A empresa *Startse*¹⁰, um portal de educação empreendedor, define *startup* como sendo “uma empresa jovem, com modelo repetível e escalável em um cenário de incertezas e soluções a serem desenvolvidas. Embora não se limite apenas a negócios digitais, uma *startup* necessita de inovação para não ser considerada uma empresa de modelo tradicional”. Côrtes et al. (2005) definem ENBT's como empresas que "dispõem de competência rara ou exclusiva em termos de produtos ou processos, viáveis comercialmente, que incorporam grau elevado de conhecimento científico"(CÔRTEES et al.,2005, p.86). Por sua vez, Carvalho et al. (1998, p. 462) identificaram as ENBT's como Micro e Pequenas empresas que possuem comprometimento com projetos, desenvolvimento e produção de novos produtos e processos, possuindo uma aplicação sistemática de conhecimento científico. Outro conceito utilizado é o de "firmas recentemente estabelecidas ou consolidadas que se baseiam na exploração de uma invenção ou inovação tecnológica que implica riscos tecnológicos substanciais. Além disso, atuam em setores de alta tecnologia" (PEREIRA, 2007, p. 19).

Ao trazer um conceito mais detalhado sobre EBT's, Côrtes et al. (2005, p.86) destacam que a conceituação dessa organização deveria levar em conta alguns pontos como, por exemplo, a noção de inovação que contempla não só a inovação significativa, mas também a inovação incremental e a imitação, assegurando, assim, a identificação de processos de inovação característicos de países menos desenvolvidos e em desenvolvimento. Além disso, é necessária a identificação do esforço tecnológico expressivo e o reconhecimento de que as iniciativas de desenvolvimento tecnológico podem ser realizadas não necessariamente via processos de P&D estruturados em centros

¹⁰Disponível em: <<https://www.startse.com/noticia/startups/afinal-o-que-e-uma-startup>>. Acessado em 15 de maio de 2020

de pesquisas próprios, o que faz com que os critérios clássicos de intensidade em P&D sejam flexibilizados considerando os arranjos menos formalizados e as articulações com instituições de pesquisas.

Por fim, Côrtes et al. (2005, p.86) apontam que em EBT's a inovação é base de um pilar central de suas estratégias competitivas. Deve-se considerar em sua definição a presença de resultados expressivos em termos de tecnologia de produtos, serviços e processos. Nesse sentido, as EBT's poderiam ser definidas, segundo Côrtes et al. (2005, p.87) como empresas "que realizam esforços tecnológicos significativos e concentram suas operações na fabricação de novos produtos".

As novas tecnologias aceleram a velocidade de mudanças no mundo. Nunca tivemos tanto acesso a informações e tecnologias como temos nos dias de hoje. No mundo em que vivemos, tecnologias que podem revolucionar nossas vidas são desenvolvidas de variadas formas e nos mais diversos lugares. Esses são os casos da Microsoft, da Apple e de várias outras grandes empresas, desenvolvidas em garagens, e do *spin off* de empresas, realizado pelo PARC (*Palo Alto Research Center*) da Xerox por jovens curiosos que visavam a resolver um problema do dia a dia. Assim nascem diversas empresas de tecnologia como *Apple, Google, Microsoft, Facebook*, dentre outras inúmeras empresas que no passado já foram chamadas de *startups*. As *Startups* estão quebrando barreiras no que tange ao desenvolvimento tecnológico, à inovação e ao modelos de negócios. Há pouco tempo, não imaginaríamos que a maior rede hoteleira do mundo não possuiria um quarto de hotel, como é o caso, hoje, do Airbnb¹¹, e que conseguiríamos fazer reservas diretamente pela internet ou por *smartphones*.

Essas empresas criam soluções simples para problemas do nosso cotidiano. Esquecer um *pen drive* para uma apresentação ou reunião não é um problema quando temos, por exemplo, o *DropBox*¹² como solução de armazenamento de dados em nuvem. Já a *Easy Taxi*, um dos maiores aplicativos de táxi do mundo¹³, nasce pelas mãos de Tallis Gomes para solucionar a dificuldade de achar um táxi em um dia de chuva.

¹¹ Como o Airbnb planeja conquistar os hotéis. Disponível em: <<https://exame.com/negocios/como-o-airbnb-planeja-conquistar-os-hotéis>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

¹² O Dropbox só nasceu porque o seu fundador esqueceu o pendrive em casa. Disponível em: <<https://www.tudocelular.com/curiosidade/noticias/n38371/ideia-simples---como-o-dropbox-nasceu.html>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

¹³ Conheça a história de Tallis Gomes, criador da Easy Taxi, aplicativo avaliado em R\$1 bilhão. Disponível em: <<https://www.startse.com/noticia/empreendedores/conheca-a-historia-de-tallis-gomes-criador-do-easy-taxi-aplicativo-avaliado-em-r-1-bilhao>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

O Sebrae define *startup* como sendo "um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza". Ries (2012) também define *startup* como "uma instituição humana desenhada para criar um produto ou serviço em condições de extrema incerteza". Uma das grandes diferenças entre ENBT's e *startups* é basicamente o seu estágio de maturidade. Enquanto uma *startup* se encontra em estágio mais inicial de desenvolvimento, uma EBT é uma empresa considerada madura, já estabelecida no mercado.

Já Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008, p.1) apontam a importância do desenvolvimento e da inovação tecnológica como forma de criação de vantagens competitivas sustentáveis e também como forma de impactar diretamente no desenvolvimento econômico de longo prazo. (FAGERBERG, 1994) Basicamente, a competitividade de um país depende da capacidade de inovação das empresas, algo que se forma ao longo do tempo e aos poucos. (HEIJS, 2011) O desenvolvimento econômico sustentável se torna cada vez mais dependente do desenvolvimento tecnológico e das inovações, pois são esses fatores que impactam diretamente na melhoria de nossas vidas. Hoje, uma atividade manual automatizada ou uma atividade burocrática podem ser realizadas por um robô, permitindo às pessoas o foco em outras áreas e atividades.

Nelson (2006, p.428) afirma que há claramente um novo espírito de "tecnonacionalismo" no mundo, combinando uma forte crença de que as capacidades tecnológicas de empresas nacionais são um fator preponderante para o desempenho econômico competitivo. De acordo com seu ponto de vista, essas capacidades são, em certa medida, de caráter nacional, e podem ser construídas por ações nacionais.

Schumpeter (1997, p. 9) cita também a destruição criadora, termo que se refere à substituição de antigos produtos e hábitos de consumo por novos, aspecto que é intrinsecamente ligado às inovações e ao desenvolvimento tecnológico. Schumpeter (1997, p. 10-11) aponta uma correlação entre períodos de prosperidade e expansão econômica e a ação do empreendedor inovador que, ao desenvolver novas tecnologias, produtos e serviços, acaba sendo "copiado" por diversos empreendedores que não possuem as mesmas características de inovação. Assim, investe-se apenas para produzir e copiar os novos bens e serviços criados pelo empresário inovador de fato, implicando diretamente em uma onda de novos investimentos de capital que ativam a economia, geram emprego, renda e benefícios para a sociedade como um todo.

Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008, p.1) apontam que diferentemente das empresas de setores mais tradicionais, as empresas de base tecnológica (EBT's) são organizações que

baseiam sua atividade produtiva no desenvolvimento de novos produtos, processos e modelos de negócios, com base em aplicação sistemática de conhecimentos e metodologias científicas e tecnológicas e utilização de técnicas avançadas e, ou, pioneiras para consecução dessas atividades. Além disso, os autores evidenciam que havia uma dificuldade empírica, bastante evidente no que diz respeito ao acesso a capital no Brasil, principalmente, no que tange a prazos e custos de financiamento.

Outro fator que dificulta o acesso a capital para empresas de base tecnológica e *startups* é o fato de as mesmas não possuírem garantias reais para assegurar as operações de crédito. *Endeavor* (2019, p.8) destaca ainda que as principais barreiras para as empresas de tecnologia no Brasil são os custos altos de financiamentos, a dificuldade de se investir nas áreas chave da empresa e o alto custo de expansão e desenvolvimento, que consequentemente gera um valor mais alto do produto final repassado aos consumidores.

O estudo *Inside Venture Capital*, realizado pela Distrito Dataminer (2019, p.6), trouxe informações sobre os volumes de investimentos de *Venture Capital* em *startups* nos últimos anos, com ênfase para o ano de 2019 e estimativas para os próximos anos. Nesse contexto, para fazer a delimitação do estudo, foi definido *startup* como uma empresa com "inovação no centro do negócio, seja na base tecnológica, no modelo de negócios ou proposta de valor" (DATAMINER, 2019, p.6). Nesse sentido, consegue-se delimitar o estudo sobre como esse perfil de empresas nascentes de base tecnológica *startups* obtém financiamento de forma a viabilizar suas operações, sua expansão no mercado, seu desenvolvimento tecnológico e de produtos e ganhos de escalas para suas operações. Com base no exposto, temos a definição de ENBT *Startup* para alcançar o potencial "público-alvo" para as fontes de financiamento apresentadas nos capítulos a seguir, que trata do *Venture Capital* e o *Private Equity* como formas de financiamento.

2.2 Capital de Risco: caracterização de Venture Capital e Private Equity

Neste item, serão abordados os mecanismos de financiamento para ENBT's *Startups* conhecidos como *Venture Capital* e *Private Equity*, sendo estas duas das principais modalidades de financiamento das empresas no Brasil. Ambas costumam aparecer em um momento diferente do crédito via *Revenue Based Finance*. Por essa razão, é importante conhecer esses mecanismos devido à relevância do volume de investimentos realizados na América Latina nas últimas décadas e da sua expansão recente nos últimos

10 anos no Brasil. E também para posicionar o RBF entre as etapas do ciclo de crescimento das EBNT's.

O sistema financeiro é um pilar extremamente relevante no desenvolvimento da inovação. Segundo Schumpeter (1985), a concessão do crédito trata-se de uma função básica do capitalismo e é por meio dele que é possível fazer que o sistema econômico flua por diferentes caminhos. Para Schumpeter (1985), o capitalista é aquele que possui capital suficiente para financiar combinações empresariais que geram novos ciclos de negócios, trazendo à luz o conceito de "destruição criativa". Para o autor, a figura central do processo de desenvolvimento econômico é o empresário inovador. Pois ele é responsável por criar produtos e combinações mais eficientes dos fatores de produção que geram diferentes tipos de bens, de métodos de produção baseados em descobertas científicas, de abertura de mercados e de conquista de novas fontes de matérias-primas, estabelecendo um inovador modelo de organização de qualquer indústria desde a formação até a fragmentação de monopólios.

Nesse sentido, tem-se como ponto focal do processo de desenvolvimento o empreendedor, sendo este o agente da inovação e da destruição criativa que é parte das forças propulsoras, não só do capitalismo, mas também do progresso material. Em quase todos os negócios, por mais resilientes e fortes que pareçam, em algum momento, acabam falindo e, em boa parte dos casos, devido à falta de capacidade de inovar, como foi o caso de empresas como *Kodak*, *Blockbuster*, *Blackberry*, dentre outras¹⁴. O conceito de destruição criativa de Schumpeter acaba sendo trazido para a realidade de que as empresas que não inovam acabam morrendo. E inúmeros casos que comprovam essa teoria como as montadoras de veículos *General Motors e Ford e as empresas Kodak, Blockbuster, Xerox e Blackberry*.

Em uma contextualização histórica, nota-se que algumas das primeiras iniciativas de investimento em capital de risco remontam à época das Grandes Navegações, quando as Coroas investiam em companhias de navegação, correndo o risco de aquele capital não retornar e de as expedições não darem certo. No mundo que conhecemos hoje, as primeiras estruturas de investimento em *Venture Capital* remontam ao ano de 1946, quando foi criada a *American Research and Development (ARD)* pelo então presidente do MIT, Karl

¹⁴ 7 empresas (gigantes) que morreram nos últimos anos por não inovar. Disponível em: <<https://www.startse.com/noticia/nova-economia/corporate/7-empresas-gigantes-que-morreram-nos-ultimos-anos-por-nao-inovar>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

Compton e pelo General Georges F. Doriot, então professor da *Harvard Business School*, e por outros líderes empresariais locais (GOMPERS e LERNER, 2001, p.146).

Esse pequeno grupo começou a realizar seus investimentos de alto risco em empresas que foram criadas para desenvolver tecnologias para a Segunda Guerra Mundial. O sucesso dos investimentos da ARD variaram bastante, mas quase metade dos lucros da organização, durante seus 26 anos de existência, vieram de um investimento de US\$70.000,00 na empresa *Digital Equipment Company*, em 1957, que cresceu de valor para US\$355 milhões (GOMPERS e LERNER, 2001, p.146).

O financiamento das atividades de inovação é um dos principais problemas que envolvem os estudos atualidade, apesar de ser um elemento central da teoria de Schumpeter, de acordo com O'Sullivan (2004). Logo, o alinhamento entre mercado financeiro e as inovações se tornam um ponto central no que tange ao desenvolvimento econômico, principalmente, ao desenvolvimento econômico sustentável, cuja principal diferença está na sustentabilidade dos processos de desenvolvimento que permitem aos empreendedores colocar novos produtos e serviços no mercado.

Nesse contexto, faz-se necessário o desenho de mecanismos de financiamento que permitam que novas tecnologias sejam desenvolvidas de forma a ajudar no desenvolvimento econômico e social do país. Em um momento de pandemia, há uma necessidade ainda maior de que as pessoas e as empresas se reinventem para sobreviver. Além disso, nesse momento em que há um fator de risco de recessão econômica, o crédito tradicional está empoçado¹⁵ com os bancos. Por essa razão, uma das alternativas consideradas por *Startups* e outras empresas para viabilizar investimentos e desenvolvimento tecnológico, é o uso de capital dilutivo. Em outras palavras, vende-se parte de suas ações provavelmente a um preço mais baixo, em troca de capital para manutenção das operações.

O *Venture Capital*, em português capital de risco ou capital empreendedor, tem se consolidado como um grande intermediador no mercado financeiro, fornecendo capital e investimentos para empresas que não conseguiriam captar recursos de outra forma. (GOMPERS e LERNER, 2001, p.145) O perfil que esse tipo de investidor normalmente apoia são empresas jovens, pequenas, com viés tecnológico e que possuem uma grande assimetria de informações entre o que investidores e empreendedores sabem. Os

¹⁵ Recursos liberados a bancos estão empoçados no sistema financeiro, diz Guedes. Disponível em: <<https://jornaldebrasil.com.br/economia/recursos-liberados-a-bancos-estao-empocados-no-sistema-financeiro-diz-guedes/>>. Acessado em 29 de junho de 2020.

investidores olham os demonstrativos financeiros das empresas, enquanto os empreendedores possuem uma visão, muitas vezes, apaixonada e enviesada do mercado e do negócio, o que gera a assimetria de informações.

Esse perfil de empresa apresenta como característica poucos ativos tangíveis e opera em mercados que mudam de forma bastante acelerada, o que implica um risco e uma dificuldade ainda maior para obtenção de recursos por vias tradicionais como os empréstimos bancários. (GOMPERS e LERNER, 2001) Sendo assim, como alternativa de fontes de recursos, os fundos de *Venture Capital* (VC) desempenham o papel de financiar essas empresas. Gompers e Lerner (2001) os definem como "*pools* de capital dedicados independentes, gerenciados profissionalmente, que se concentram em ações ou investimentos vinculados a ações em empresas privadas de alto crescimento." (GOMPERS e LERNER, 2001, p.145).

Outros autores como Mendonça, et al (2012), definem o modelo de *Venture Capital* como uma modalidade de investimentos em que o investidor aplica recursos em empresas com alto potencial de crescimento e rentabilidade. Em regra geral, essa participação pode ocorrer via aquisição direta de ações ou direitos de participação, seja por meio de cotas de sociedades limitadas, debêntures conversíveis, bônus de subscrição ou, também, via aquisição de cotas de fundos de investimentos específicos, tendo por objetivo a obtenção de ganhos expressivos de médio e longo prazos. (PROJETO INOVAR, 2011)

Por sua vez, Kortum e Lerner (2000) ressaltam que essa modalidade de investimento é uma forma de participar de empresas nascentes privadas em que o investidor assume o papel de intermediador financeiro, participando de forma ativa na gestão da empresa investida como diretor, conselheiro e até mesmo como gestor. Esta definição apresenta uma série de elementos que são citados por autores como Ramalho (2010), Weber e Weber (2007), Chesbrough e Tucci (2004), O'Sullivan (2004), Gompers e Lerner (2001) e Florida e Kenney (1988), essenciais ao processo de financiamento de atividades inovadoras, uma vez que o fundo ou o veículo responsável pelo aporte do capital já possuem conhecimentos específicos e acesso às informações que auxiliarão na gestão do negócio, implicando diretamente nas atividades inovadoras da empresa (NASCIMENTO, 2015, p.71).

Apesar de os fundos de VC focarem em empresas nascentes, uma série de grandes empresas que conhecemos hoje foram investidas por estes fundos, tais como *Apple, Intel, Federal Express, Microsoft, Sun Microsystems, Compaq Computer*, (SAHLMAN, 1990) *Google, Uber, Airbnb, Facebook*. Entre as empresas conhecidas localmente estão a

Resultados Digitais e a *Exact Sales*, de Florianópolis, que receberam aporte de fundos de VC via mútuos conversíveis e aquisição direta de ações das empresas.

Quanto mais complexo o negócio, maior é a necessidade de investimentos necessários para sua consecução e maiores são as chances de fracasso. Contudo, nessas condições, os empreendedores acabam não conseguindo viabilizar os recursos necessários para investir apenas com capital próprio, o que os leva a buscar novas fontes de capital, normalmente, via fundos de VC (MUZYKA, BIRLEY et al., 1996). Como fator de complemento à dificuldade de captação de recursos, essas empresas não possuem ativos tangíveis que sejam viáveis de compor uma garantia para uma operação de crédito tradicional. Isso faz com que os empreendedores precisem vender uma parte de suas ações em troca de capital para financiar seus projetos, que possuem, por outro lado, um alto risco, mas também um alto potencial de retorno (GOMPERS e LERNER, 2001, p. 145).

O *Venture Capital* preenche um vazio de capital entre fontes de recursos para inovação, principalmente, de corporações, órgãos governamentais (e os amigos e familiares dos empreendedores), além de outras fontes de recursos tradicionais e de baixo custo como editais de subvenção econômica e empréstimos subsidiados. (ZIDER, 1998, p.132 e 133)

Entretanto, para que os VC's consigam cumprir esse papel, é necessário que haja retorno sobre o capital suficiente para atrair novos investidores, retornos para manter os investidores atuais e potencial de crescimento suficiente para atrair empreendedores com ideias de alta qualidade e que gerarão os resultados desejados. Zider (1998, p.133) destaca que o desafio para os VC's é obter retornos superiores de forma consistente em novos empreendimentos e negócios inerentemente arriscados.

Assim, os fundos de VC focam basicamente no meio da curva "S" de crescimento, evitando investir tanto nos estágios iniciais da empresa, – quando a tecnologia ainda é incerta e as necessidades do mercado ainda são desconhecidas nos estágios de maior maturidade, e nos estágios posteriores, quando há um ambiente mais competitivo, as consolidações de mercados são inevitáveis e as taxas de crescimento diminuem drasticamente (ZIDER, 1998, p. 133).

Bussgang (2014, p.3) afirma que o financiamento via *equity*, por meio de participação acionária da empresa, é bastante diferente de uma captação de recursos através dívida. Nesse caso, o investidor provê uma certa quantidade de capital em troca de um pedaço da empresa e obtém um retorno de capital sobre a valorização dela, mas sofre com eventual perda de valor da empresa. Como o potencial de grandes retornos existe, esse perfil de alocação de capital visa a injeção de seus recursos em projetos e empresas mais

arriscados como, por exemplo, empresas que criam produtos disruptivos, desenvolvimento de tecnologias de ponta e tecnologias emergentes e que operam com modelos de negócios ainda não provados, mas que possuem grande potencial de transformação. Conseqüentemente, esses investidores buscam um retorno médio de 30% a 60% ao ano sobre o seu capital, ou seja, um retorno de 5x a 10x sobre o capital alocado. Para que isso seja viável, os fundos e firmas de VC possuem uma gestão profissional e um perfil de maior envolvimento na gestão e nas operações das empresas em que investem, além de, normalmente, possuírem um assento em conselho de diretoria (BUSSGANG, 2014, p.3).

O *Venture Capital* e o *Private Equity* são formas de investimentos muito parecidas, pois ambas aportam recursos temporariamente em empresas com alto potencial de crescimento e lucram na venda dessa participação. Meirelles, Junior e Rebelatto (2008) apontam que a principal diferença é o estágio de desenvolvimento das empresas que recebem o investimento. Os investimentos de *Venture Capital* são realizados em empresas em estágios mais iniciais de desenvolvimento e com uma participação mais ativa na gestão, enquanto os investimento de fundos de *Private Equity* são realizados em empresas com maior estágio de desenvolvimento, normalmente, em empresas maduras e, conseqüentemente, em um volume financeiro de recursos consideravelmente maior.

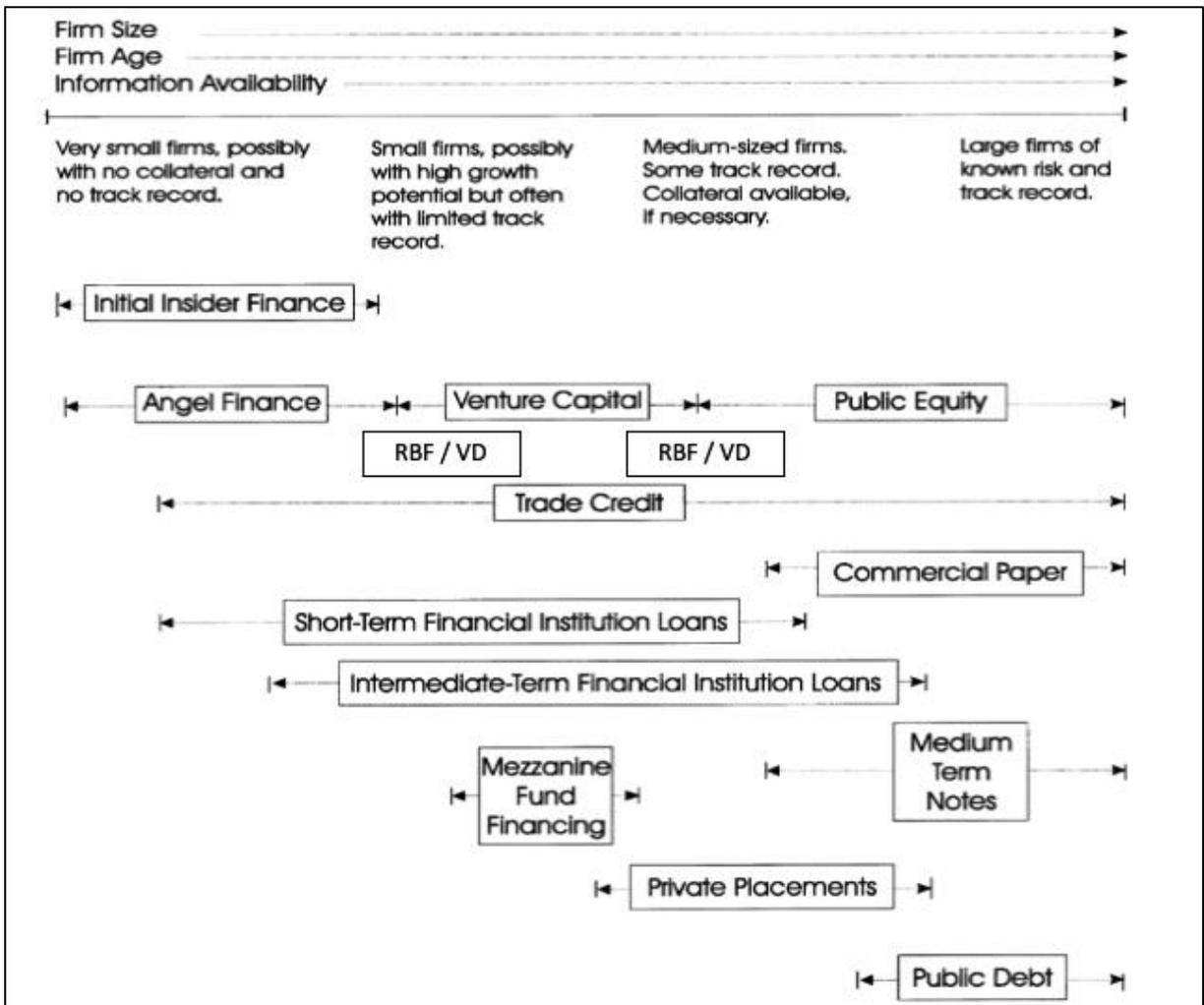
Dentro do perfil de investimentos existem subdivisões por estágio da empresa investida e também pelo montante investido, como destacado por Meirelles, Junior e Rebelatto (2008, p.13): *Venture Capital*: (i) capital semente (*seed capital*): geralmente representa um pequeno aporte feito em fase pré-operacional para o desenvolvimento de um produto ou, ainda, para testes de mercado ou registro de patentes; (ii) estruturação inicial (*startup*): aporte de capital para empresa em fase de estruturação, em geral, no primeiro ano de seu funcionamento, quando ainda não comercializa seus produtos/serviços; e (iii) expansão (*Growth Capital*): aporte de capital para a expansão das atividades de uma empresa que já comercializa seus produtos.

Por sua vez, o mesmo ocorre com o *Private Equity*, em que Meirelles, Junior e Rebelatto (2008, p.13) e Carvalho, Ribeiro e Furtado (2006) apontam os estágios de desenvolvimento das empresas que recebem aporte de capital do tipo *private equity*: (i) estágios avançados (*late stage*): aporte de capital em empresas que já atingiram uma taxa de crescimento relativamente estável e já apresentam fluxo de caixa positivo; (ii) financiamento de aquisições (*M&A Financing – Mergers & Acquisitions financing* ou *Leverage Buyout* – compra de empresas via tomada de financiamentos); capital para expansão por meio de aquisição de outras empresas; (iii) tomada de controle pelos

executivos (MBO/I – *management buyout/ in*): capital para financiar a equipe de gestores, da própria empresa ou externos, que objetivam adquirir o controle de uma empresa; (iv) estágio pré-emissão, ou financiamento-ponte (*bridge finance*): aporte feito quando a empresa planeja uma introdução em bolsa de valores em um prazo de até dois anos; (v) recuperação empresarial (*turnaround*): aporte feito quando a empresa encontra-se em dificuldade operacional e/ou financeira e há expectativa de recuperação, muito comum nos EUA e no Brasil tem se tornado muito popular; (vi) mezanino: investimentos em estágios avançados do desenvolvimento da empresa, realizados por meio de dívidas subordinadas; e (vii) PIPE (*private investment in public equity*): é um estágio à parte que representa a aquisição do capital acionário de empresas já listadas em bolsa de valores.

Berger e Udell (1998, p.623) ilustram de forma mais detalhada os estágios de desenvolvimento e fontes de captação de recursos para empresas:

Figura 1 - Estágios de desenvolvimento, as fontes de financiamento das empresas, e possibilidades de uso do Revenue Based Financing



Fonte: Adaptado de Berger e Udell (1998, p. 623)

Sahlman (1990) traz também outra definição sobre os estágios de investimentos em empresas (divididos por estágio de maturidade e crescimento), categorizando-os para diferenciar as possibilidades de investimentos dentro do investimento em capital de risco. Vejamos os estágios abaixo:

Quadro 1 - Estágios de Investimentos em Capital de Risco

Estágio	Caracterização
<i>Seed Investments</i> - Capital Semente	Embora utilizado de forma ampla, o significado estrito de “Investimentos Semente” diz respeito a uma pequena quantidade

	<p>de capital fornecido a um inventor ou empresário para determinar se uma ideia merece maior consideração e investimentos. Esta ideia pode envolver uma tecnologia ou, pode ser uma ideia para uma nova estratégia de marketing. No caso de uma tecnologia, esta etapa pode envolver a construção de pequenos protótipos. Esta etapa não envolve a produção para a venda.</p>
Startup	<p>Investimentos nesta modalidade geralmente são direcionados para empresas com menos de um ano de funcionamento. A empresa utilizará os recursos para o desenvolvimento de novos produtos, testes de protótipos e testes de mercado (em quantidades experimentais para clientes selecionados). Esta etapa envolve estudo mais aprofundado de penetração no mercado potencial, reunindo uma equipe de gestão, além do refinamento do plano de negócios da organização.</p>
First Stage –Early Development	<p>Rendimentos de investimentos que se encontram no primeiro estágio ocorrem apenas no caso dos protótipos de uma organização apresentar significativo potencial com riscos técnicos mínimos. De forma semelhante, os estudos de mercado devem indicar um cenário de gerenciamento confortável, no qual deverá existir um processo de fabricação e transporte razoável em termos de questões comerciais. Nesta fase, não se vislumbra rentabilidade para a empresa.</p>
Second Stage–Expansion	<p>Uma empresa no segundo estágio já comercializou produtos suficientes para diversos clientes de forma a obter um <i>feedback</i> real do mercado. A organização pode não saber quantitativamente qual a velocidade de penetração futura no mercado, mas pode conhecer os fatores qualitativos que irão determinar a velocidade e os limites desta inserção. A empresa, provavelmente, ainda é não rentável ou marginalmente rentável.</p> <p>Provavelmente, precisa de mais capital para a compra de equipamentos, estoque e captação de financiamentos.</p>

<p>Third Stage – Profitable but cash poor</p>	<p>Para empresas no terceiro estágio, o crescimento das vendas é provavelmente rápido e as margens de lucro positivas fazem com que os riscos do investimento sejam reduzidos. No entanto, a rápida expansão da organização exige mais capital de giro do que pode ser gerado pelo fluxo de caixa interno. Novo aporte de capital de risco pode ser utilizado para a expansão das instalações de fabricação, expansão do marketing e para melhorias de produtos. Nesta fase, os bancos podem estar dispostos a fornecer algum crédito se houver garantias de ativos fixos ou de recebíveis.</p>
<p>Fourth Stage – Rapid Growth Toward Liquidity Point</p>	<p>Empresas no quarto estágio de desenvolvimento ainda podem precisar de recursos externos para sustentar o crescimento, mas em decorrência de seu sucesso e estabilidade o risco para os investimentos externos é significativamente reduzido. A empresa pode preferir usar mais dívida para limitar a diluição do capital próprio. O crédito oriundo de bancos comerciais pode desempenhar papel importante nesta etapa. Embora o ponto de saída para os investidores de capital de risco seja planejado para um determinado período, as possíveis formas de saída ainda são incertas (IPO, aquisição ou LBO).</p>
<p>Bridge Stage– Mezzanine Investment</p>	<p>Em situações de investimento ponte ou mezanino, a empresa pode ter alguma ideia de qual forma de saída é a mais provável e até mesmo saber o tempo aproximado, mas ainda precisa de mais capital para sustentar o crescimento. Dependendo de como o mercado acionário em geral estiver se comportando e como determinadas ações de empresas de alta tecnologia estão se comportando no mercado, janelas de IPO's podem se abrir e fechar de forma muito imprevisível. Da mesma forma, o nível das taxas de juros e a disponibilidade de crédito comercial podem influenciar o tempo e a viabilidade de aquisições ou aquisições alavancadas. A ponte de financiamento também pode corresponder a um número limitado de formas de saída de</p>

	investidores iniciais e gestores ou de uma reestruturação de posições entre os investidores de capital de risco.
Liquidity Stage – Cash-out or Exit	A interpretação literal de <i>cash-out</i> implica em comercializar ações em troca de dinheiro. Na prática, representa o ponto em que investidores de capital de risco tem liquidez em suas participações de uma empresa. A realização desta liquidez pode ocorrer na forma de um IPO (Oferta Pública Inicial de Ações). Neste caso, é necessário seguir a regra nº 144 da SEC- <i>Security Exchange Commission</i> (EUA), que regulamenta este tipo de transação, e também acordos de <i>underwriter</i> , no qual os compradores concordam em não vender suas participações por um período de tempo após a oferta pública (por exemplo, 90 ou 180 dias). Se a aquisição é por <i>cash-out</i> , a liquidação pode ser na forma de dinheiro, ações de empresas de capital aberto, ou por pagamentos de curto prazo. Se a aquisição for paga em ações de uma empresa de capital fechado, tais ações podem não ser mais líquidas do que as ações da empresa original. Da mesma forma, se os vendedores receberem papéis de dívida em uma aquisição alavancada, eles podem acabar em uma posição menos líquida do que antes, dependendo das características de liquidez da dívida.

Fonte: Plummer (1987) e Sahlman (1990) (*apud* Nascimento, 2015, p.76)

No Brasil, esse perfil de investimento é um fenômeno bastante recente, começando nas décadas de 1970 e 1980 com o envolvimento do BNDES, se antecipando à formação de um mercado de intermediação financeira especializada em investimentos em empresas nascentes e emergentes, através da injeção de recursos nessas empresas através da aquisição de ações ou debêntures conversíveis, visando uma futura abertura de capital em bolsa de valores (OLIVEIRA, 2013, p. 35).

Na década de 1990, com o período de estabilização econômica e a abertura da economia brasileira, o Governo Federal realizou reformas estruturais que incluíram a liberalização do comércio, desregulamentação e privatizações. No período entre 1995 e

1998, houve a chegada maciça dos modelos de *Venture Capital* e *Private Equity* na América Latina.

Com essas mudanças ocorrendo em vários países da América Latina, os grandes fundos internacionais passaram a ver nesse mercado como uma oportunidade de expansão de seus investimentos, com alto potencial de retorno, não apenas como apostas pontuais e de curto prazo. Isso ajudou a cravar as bases do mercado desenvolvendo o mercado. Oliveira (2013, p.35) ressalta que até 1999 os investimentos em empresas nascentes haviam sido pouco explorados no Brasil.

A partir de 2005, pós-crise das empresas "ponto com", o mercado de capital de risco passou a se expandir novamente no Brasil, principalmente após a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, órgão regulador do mercado financeiro brasileiro) criar a Instrução Normativa CVM 391, que permitiu com que fundos de pensão pudessem investir em fundos de capital de risco. Com isso houve também um aumento no volume de empresas especializadas em gestão de recursos, assim como um crescimento expressivo no volume de capital investido. Oliveira (2013, p.35-36) aponta que os principais motivos para essa expansão do mercado foram (i) o ambiente de liquidez financeira mundial, (ii) o sucesso das organizações gestoras em levar suas empresas à abertura de capital e (iii) a forte expansão de indicadores econômico-sociais brasileiros. (OLIVEIRA, 2013, p.35-36)

Dados de 2005, trazidos por Meirelles, Junior e Rebelatto (2008, p.15) apontam os principais investidores de *Venture Capital* e *Private Equity* no Brasil.

Tabela 1 - Principais investidores de VC e PE no Brasil

Classe	Comprometimentos (milhões de US\$)	Porcentagem válida	Origem estrangeira (%)
Fundos de pensão	686	17,2	24
Empresas privadas	634	15,9	43
Bancos	413	10,4	78
Fundos de investimento	362	9,1	94
<i>Trusts e Endowments</i>	353	8,9	100
Pessoas físicas externas à organização	334	8,4	82
Outras organizações de VC/PE	291	7,3	96
Seguradoras	290	7,3	99
Governo e empresas públicas	255	6,4	0
Sócios da organização gestora	198	5,0	48
Instituições multilaterais	131	3,3	100
Organizações não governamentais	41	1,0	100
Não informado	1.080	-	91
Total	5.068	100	70

Fonte: Ribeiro (2005 *apud* Meirelles; Junior; Rebelatto, 2008, p. 15)

Na última década, de 2010 a 2019, o mercado de *Venture Capital* saltou de 25 operações em 2010 para 260 em 2019. Além disso, o volume de investimentos entre os anos de 2017 e 2019 saiu de US\$905 milhões para US\$2,7 bilhões, um crescimento de 198% em apenas 3 anos. O perfil de empresas investidas foi bastante diverso, tendo sido realizados, em 2019, 38 investimentos em estágios de "pré-*seed*", 87 no estágio de *Seed*, 40 em estágio de *Series A*, 25 em *Series B*, 6 em *Series C*, 4 em *Series D* e 1 em *Series F* (DISTRITO DATAMINER, 2019, p.8, p.9 e p.12).

No ecossistema de Santa Catarina, tivemos o caso recente da empresa *Exact Sales*, que recebeu um aporte do fundo de *Venture Capital* Astella Investimentos. O aporte realizado na empresa foi de R\$15 milhões a um *valuation* (valor de avaliação da empresa) de R\$95 milhões¹⁶. Cabe ressaltar que a empresa contou, antes do aporte, com uma operação de financiamento com a *fintech* a55, que auxiliou diretamente na negociação fazendo com que a empresa tivesse um aumento de receita e permitindo alcançar um valor de avaliação próximo de R\$100 milhões. Esse caso será detalhado posteriormente nesta pesquisa.

Vale ressaltar que o Brasil vive um momento bastante único no que diz respeito à possibilidades de investimentos alternativos. Logo, ao termos uma taxa de juros em níveis historicamente baixos, faz-se necessário que investidores busquem novas alternativas de investimento para alcançar as metas atuariais e de retorno de seus fundos para que tanto o *Venture Capital* quanto o *Private Equity* e o modelo de *Revenue Based Finance* sejam alternativas altamente promissoras para investidores. E para que seja possível vermos um crescimento do mercado de capitais em que a dependência de capital público seja reduzida, implicando diretamente no aumento do empreendedorismo e da inovação no Brasil.

Neste capítulo, abordou-se como funcionam dois dos principais formatos de investimentos em ENBT's *startups*. *Nesses modelos*, há aquisição de participação acionária com um risco maior para investidores, mas, com maior potencial de retorno. Cada uma dessas modalidades de investimento tem como principal diferença o estágio de maturidade da empresa a ser investida e o volume de capital a ser investido. E cada participante possui suas especificidades de investimentos, temas que serão explorados mais detalhadamente no próximo capítulo.

¹⁶ Disponível em: <<https://scinova.com.br/exact-sales-recebe-investimento-de-r-15-milhoes-do-fundo-astella/>>. Acessado em 15 de abril de 2020.

2.3 Agentes da Indústria de VC e PE no Brasil e Ciclo do Processo de Investimentos

Nesta seção, conceituam-se os agentes participantes do mercado de investimentos em VC e PE com o objetivo de analisar o RBF como forma alternativa de financiamento para ENBT's startups. O intuito nessa abordagem é o estudo da viabilização do crescimento de empresas desse perfil sem a perda dos fundadores com uma venda de participação acionária.

No Brasil, o primeiro grande ciclo da indústria começou no início da década de 1990 com a abertura e estabilização econômica que foi marcada principalmente pelo grande volume de aberturas de capital (*Initial Public Offerings* ou *IPO's*). Nos anos de 2004 e 2005 o mercado de *Venture Capital* e *Private Equity* já estava bem estabelecido no país. (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

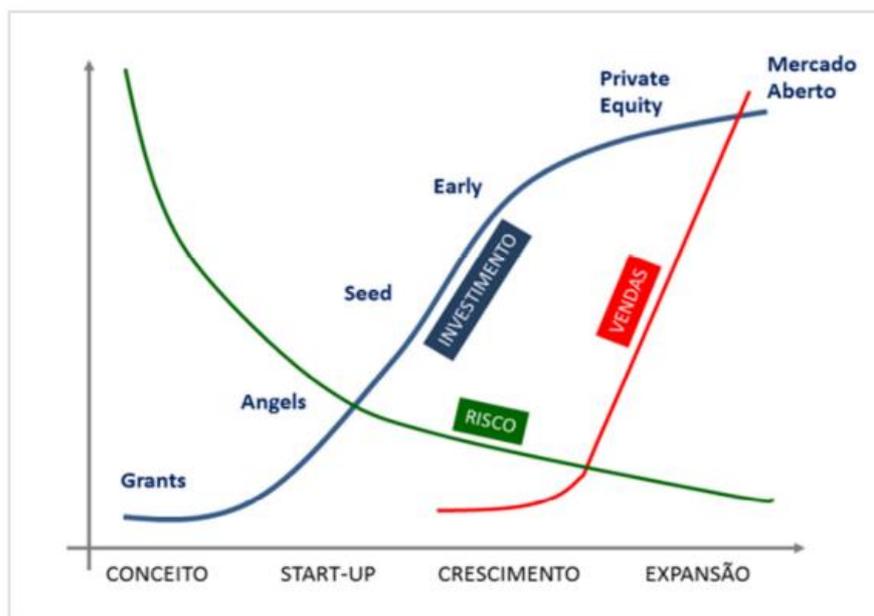
A indústria de *Venture Capital* e *Private Equity* (VC/PE) é composta por quatro participantes: as organizações gestoras, os veículos de investimento, investidores e empresas investidas. As organizações gestoras são responsáveis pela administração dos veículos de investimentos (os chamados fundos de VC/PE). Os investidores são os donos dos recursos comprometidos para alocação no setor, fazendo aportes de capital nos fundos e nos recursos desses veículos que, por sua vez, são aplicados nas empresas investidas, ou empresas do portfólio (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

De maneira geral, esses fundos fazem seus investimentos via compra direta de participação acionária, via dívidas conversíveis em ações, opções de compra ou venda e bônus de subscrição (*warrants*). Os fundos de investimentos no Brasil possuem um prazo médio de 8 a 10 anos, sendo os 4 ou 5 primeiros anos o período de investimentos em que os fundos realizam as alocações de capital em empresas. O segundo ciclo, que dura de 4 a 5 anos, o período de desinvestimento, é quando os gestores vendem essas participações para outros atores, sejam corporações, investidores em diferentes estágio de maturidade das empresas ou via abertura de capital em bolsa de valores (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006, p.17).

Fiates (2014) aponta que o *Venture Capital* é um tipo específico de financiamento provido por companhias gestoras independentes que intermediam recursos para investir em ações de empresas com alto potencial de crescimento e de capital fechado. É um investimento que busca balancear o risco e o potencial de retorno, assumindo um papel claro em relação a outras modalidades de investimentos como a renda fixa e renda variável.

A imagem abaixo ilustra as modalidades de investimentos, o risco e as vendas ao longo do ciclo de vida do empreendedorismo inovador.

Gráfico 1 - Modalidades de investimento, risco e vendas ao longo do ciclo de vida de EI



Fonte: FIATES, 2014, p.91

Em dezembro de 2008, segundo um Censo do mercado de *Venture Capital e Private Equity* realizado pela Associação Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI, 2011, p.56), no Brasil, havia capital comprometido para investimentos de US\$27 bilhões, 132 organizações gestoras, 172 veículos de investimentos, 1535 profissionais e 497 empresas investidas.

A partir de sua constituição as organizações gestoras entram no ciclo da indústria de VC/PE. Esse ciclo é composto por captação de recursos (*fund raising*) para levantar um primeiro fundo e seguido pela originação e seleção de empresas e oportunidades de alocação (*deal flow*), pela negociação e estruturação dos investimentos (*investments*), pelo monitoramento e acompanhamento das empresas investidas (*monitoring*) e pela saída (*exit*) das participações realizadas com os recursos do fundo (ABDI, 2011, p.86).

Os investimentos em fundos de *venture capital* são rotulados como alternativos principalmente por serem de longo prazo e por possuírem baixa liquidez em relação a outras modalidades de aplicação, como bolsa de valores, títulos públicos federais. Dentre os principais investidores de VC/PE, podemos citar:

Fundos de pensão: Fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos, que arrecada contribuições de participantes e aplica estes recursos com o objetivo de proporcionar benefícios de aposentadoria e serviços de saúde a seus participantes e suas famílias no longo prazo. No Brasil, pode-se citar fundos como FUNCEF (fundo de investimentos dos funcionários da Caixa Econômica Federal), Previ (Banco do Brasil), Petros (Petrobrás);

Trusts e Endowments: Recursos de longo prazo de propriedade de instituições sem fins lucrativos, como universidades, hospitais e fundações; tais recursos são aplicados por profissionais qualificados, com o objetivo de obter retornos anuais capazes de custear as despesas operacionais anuais da instituição proprietária dos fundos, sem que o principal seja afetado, garantindo que a entidade detentora do fundo tenha perpetuidade. Muito comum nos EUA, dentre os grandes investidores temos o fundo de Harvard, MIT, Stanford, dentre outros;

Fund of Funds: Fundos de investimentos que investem em outros fundos de investimentos. Estruturados para investir em veículos de organizações gestoras de VC/PE, que por sua vez investem em empresas. Esse perfil de investimentos acaba por reduzir o risco das carteiras de aplicações, devido, principalmente, à variedade de veículos e teses de investimentos diferentes. Muitos gestores de recursos, fundos soberanos, etc., utilizam destes mecanismos para fazer investimentos nestas modalidades. No Brasil, um dos mais ativos é o Fundo Soberano de Cingapura, o GIC;

Empresas e corporações: Aplicam recursos próprios em veículos de investimentos de VC/PE visando a ter retorno financeiro e estratégico, como por exemplo, fomentar o mercado consumidor de seus próprios produtos, ou o desenvolvimento de novas tecnologias relacionadas aos produtos da corporação. No Brasil, o caso mais emblemático é o Fundo Aeroespacial, capitaneado pela Embraer, BNDES, dentre outros investidores, cujo foco é o de fomentar a cadeia aeroespacial no Brasil;

Bancos e Seguradoras: Costumam ter grandes volumes de recursos em carteira própria, ou em reservas técnicas disponíveis, e alocam parte destes recursos em investimentos de longo prazo, como por exemplo, fundos de VC/PE. Além disso, assim como as empresas e corporações, bancos e seguradoras passaram a fazer investimentos em VC/PE também para fomentar suas cadeias produtivas, buscar novas tecnologias para seus mercados, facilitar processos, dentre outras finalidades de melhoria e criação de novos produtos. Um dos casos mais emblemáticos no Brasil é o fundo de investimentos do Bradesco, o InovaBra *Ventures*, um fundo de R\$100 milhões que investe em empresas que possuem produtos e tecnologias que visam a resolver problemas do setor financeiro. Outros

bancos como Santander, Itaú, *Citibank*, *JP Morgan*, *Goldman Sachs*, possuem seus próprios braços e veículos de investimentos;

Agências de fomento: Possuem um papel de desenvolvimento através de financiamentos de projetos, concessão de crédito e aquisição, direta ou indireta, inclusive por meio de veículos de investimentos de participação em empresas que estejam de acordo com seu objeto social. No Brasil, um dos principais investidores é a FINEP, o BNDES, e numa realidade mais próxima, o BRDE (Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul). Os casos mais recentes são os fundos Criatec do BNDES, a Banca Inovar da FINEP;

Family Offices: Escritórios especializados em gestão de fortunas familiares, normalmente atendendo uma ou mais famílias com mais de R\$30 milhões de recursos e patrimônio. Pelo grande volume de recursos sob gestão, este perfil de investidor busca alocar recursos também em alternativas de médio e longo prazo, gerando a perpetuidade do patrimônio das famílias, e como forma de diversificação de recursos, muitos utilizam o VC/PE como alternativa. No Brasil há nomes como GPS e *Reliance*, compradas pelo banco suíço *Julius Baer*, o grupo Consenso que foi comprado pelo banco suíço UBS, dentre vários escritórios independentes;

Instituições multilaterais: Instituições que trabalham na coordenação de políticas financeiras entre países, como por exemplo o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) / Fundo Multilateral de Investimento (FUMIN), CAF (Corporação Andina de Fomento), IFC (*International Finance Corporation*) do Banco Mundial, dentre outras, que exercem papel desenvolvimentista semelhante ao das agências de fomento, porém a partir de uma perspectiva internacional.(ABDI, 2011, p. 87-88)

Os veículos de investimentos (ou fundos) que são uma estrutura jurídica/legal no Brasil, geralmente, são constituídas como condomínios nos quais os investidores aplicam seus recursos para que as entidades gestoras realizem os investimentos nas empresas. Outro modelo bastante usado é o de *holdings*, no qual os próprios investidores criam esses veículos e passam a atuar como entidades gestoras, administrando seus próprios recursos, investindo diretamente ou via empresas de participações. A figura 3 ilustra o fluxo das origens e aplicações de recursos em *Private Equity e Venture Capital*.

Figura 2 - Fluxo das origens e aplicações de recursos em Private Equity e Venture Capital

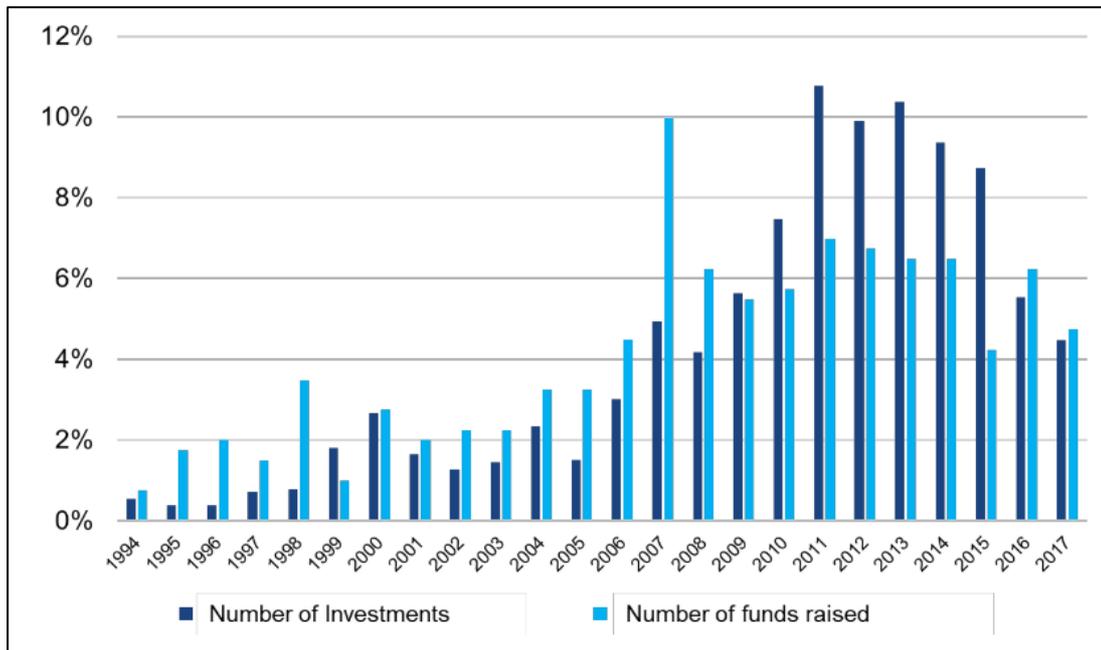


Fonte: ABDI, 2011, p.73

Um ponto importante que direciona os investimentos desses veículos são as teses de investimentos. As teses norteiam o perfil de empresas que receberão os aportes de recursos. Elas são, basicamente, a razão da existência dos veículos de investimentos. Comumente, são utilizadas nas apresentações para potenciais investidores para a elucidação da natureza dos investimentos que serão feitos com estes recursos. Em regra, as teses de investimentos abordam setores que serão investidos, segmentos, tamanho e maturidade das empresas, volume de capital aportado por empresa, fechando bem o seu escopo de atuação.

O estudo da Spectra Investimentos em conjunto com o INSPER (2018) aponta que, em 2017, 161 empresas de VC/PE captaram recursos para 413 fundos de investimentos dedicados a alocar em empresas no Brasil (MINARDI *et al*, 2018, p. 5), como ilustra o gráfico abaixo:

Gráfico 2 - Percentual de recursos captados e transações investidas em cada ano em relação ao número total de fundos e transações



Fonte: MINARDI *et al.*, 2018, p. 5

Dentro da indústria de VC/PE, o ecossistema é grande e diverso, contando com organizações tanto do setor público quanto do privado, conforme ilustra a figura 4:

Figura 3 - Ecossistema de Venture Capital e Private Equity



Fonte: ABDI, 2011, p.77

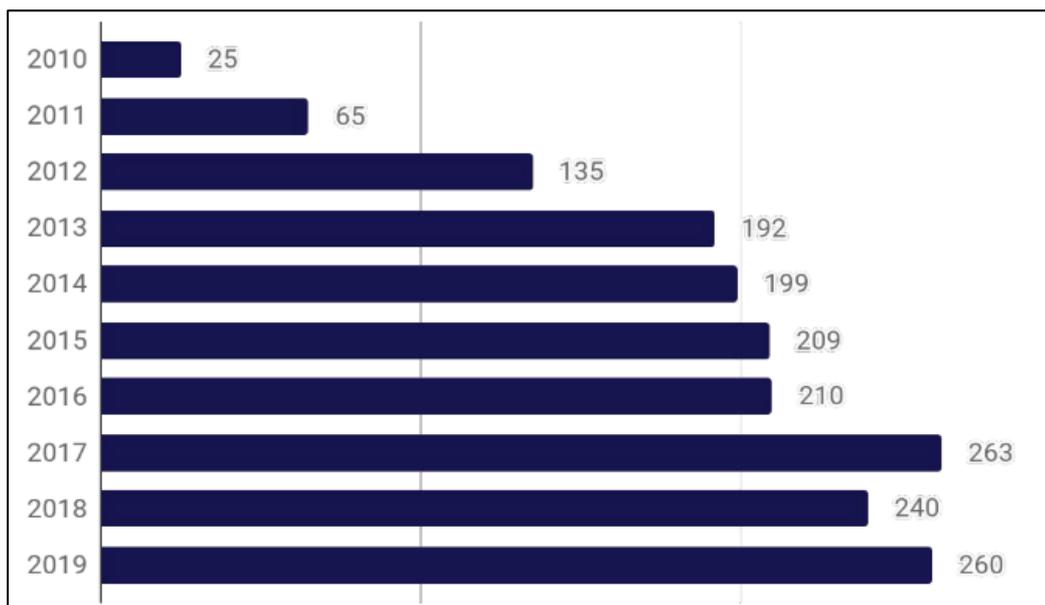
Quadro 2 - Ecossistema de *Venture Capital e Private Equity*

Atores	Funções Formais	Funções Informais
ABDI	Promover a execução da Política de Desenvolvimento Industrial, em consonância com as políticas de Comércio Exterior e de Ciência e Tecnologia.	Promoção do Empreendedorismo, Inovação, PE/VC.
ABVCAP	Representar os interesses das organizações gestoras do "capital empreendedor" no Brasil. É voltada ao estímulo, desenvolvimento e propagação de investimentos de longo prazo no setor real da economia Brasileira.	
APEX	Promover as exportações Brasileiras e atrair investimentos estrangeiros para o Brasil.	Convênio com a ABVCAP para atrair capital estrangeiro para a indústria Brasileira de PE/VC.
Bancos Comerciais	Permitir transações financeiras.	
Bancos de Investimento	Organizar IPO's, facilitar aporte de capital e organizar aquisições de empresas de alto impacto	Geração de <i>deal flow</i> .
BNDES	Prover financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em todos os segmentos da economia.	Oferta de recursos para os investimentos no Brasil. Conta ainda com um programa de financiamento de capital de giro.
Escritórios de Advocacia	Acumular conhecimento legal; Lidar com aspectos legais, societários e de propriedade intelectual.	Providenciar consultoria legal especializada.
Fundações Estaduais de Amparo à Pesquisa (e.x FAPESP, FAPERJ, FAPEMIG, etc)	Fomento à pesquisa científica e tecnológica;	Integrar empresas de alto impacto com a rede.
FINEP	Fomento à Ciência, Tecnologia e Inovação em empresas, universidades, institutos tecnológicos e outras instituições públicas ou privadas.	Amparo à Pesquisa.
Incubadoras	Incubação e aceleração de projetos de negócios e empreendimentos em estágio inicial de vida.	Fomento público à Ciência, Tecnologia e Inovação em instituições.
GVCEPE	Análise, produção de conhecimento, capacitação profissional e a formulação de propostas de evolução institucional da indústria de PE/VC.	Estudo sobre a indústria de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> .
Laboratórios de Pesquisa e Parques Tecnológicos	Fomentar inovação; Acumular conhecimento.	Gerar interação, principalmente, entre as organizações gestoras e as empresas que estão buscando investimento.
Mídia	Circular informação. Acumular conhecimento.	Incubação de <i>startups</i> ; Gerar interação entre atores.
Organizações Gestoras de PE/VC	Financiar empresas de alto impacto.	Sustentar uma cultura empreendedora; Divulgar as empresas de alto impacto.
SEBRAE	Apoiar a criação e desenvolvimento de micro e pequenas empresas Brasileiras, nos mais diversos setores, via do empreendedorismo.	Gerar empregos e renda por meio do estímulo à atividade empreendedora.
Universidades	Fomentar inovação por meio de pesquisa básica e aplicada; Acumular e disseminar conhecimento.	Selecionar empresas; Acumular conhecimento empreendedor; Integrar empresas de alto impacto com a rede. Gerar interação entre atores.
Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq)	Agência do Ministério da Ciência e Tecnologia que se reserva ao financiamento da pesquisa científica e tecnológica e ao desenvolvimento de recursos humanos para a pesquisa no país. Acumular e disseminar conhecimento.	Promove o desenvolvimento científico e tecnológico do Brasil.

Fonte: ABDI, 2011, p.79

Com a redução das taxas de juros no Brasil, temos visto um crescente volume de investimentos em VC sendo realizados na última década. O ano de 2010 totalizou apenas 25 investimentos. Em 2017, houve um pico de 263 investimentos. E 2019 fechou com 260 investimentos. O volume segue crescendo mesmo com um pico de número de negócios em 2017, quando foram registrados um volume de de US\$905 milhões. Já o ano de 2019 fechou com um volume registrado de US\$2,7 bilhões, 198% maior que o registrado em 2017 (DISTRITO, 2019, p.9). Vejamos no gráfico 3:

Gráfico 3 - Movimentação do mercado de Venture Capital entre 2010 e 2019



Fonte: Distrito Dataminer, 2019, p.8

Com a expansão da indústria de VC/PE no Brasil, alguns nomes de organizações gestoras se destacam: *Monashees Capital*, *Red pointe Ventures*, *CVentures Investimentos*, *Domo Investimentos*, *Caravela Capital*, *Honey Island Capital*, *Santander Innoventures*, dentre outros fundos que mesmo em um período de crise como o vivido no país em 2020, devido à pandemia do COVID-19, seguem ativos, investindo em empresas inovadoras e auxiliando boas empresas e ótimos empreendedores a passar por mais essa tormenta.

Para estes gestores, o trabalho de gerir um fundo de investimentos focado em VC divide-se em algumas frentes, conforme Oliveira (2013, p.37):

- Originação das Oportunidades: processos pelos quais os negócios entram em análise como oportunidades de investimento;
- Mapeamento das Oportunidades: delimitação das variáveis que indicam quais as oportunidades que apresentam viabilidade e avançarão para uma análise mais profunda;
- Avaliação da Oportunidade: avaliação do perfil de risco e retorno esperado com a ponderação de várias características do negócio junto à decisão de investir ou não;
- Estruturação do Negócio: negociação do valor da empresa e os acordos que limitam o risco do investidor;
- Atividades Pós-investimento: assistência para a empresa nas áreas de recrutamento de executivos, planejamento estratégico, financiamento para expansão e planejamento de alternativas para fusão, aquisição ou abertura de capital. (OLIVEIRA, 2013, p.37).

Por fim, estas atividades de gestão de um fundo de VC se encerram com a venda das participações adquiridas e com o consequente retorno do capital investido e devidamente remunerado para os investidores. O que é comumente visto é que, ao final do terceiro ou

quarto do período de investimentos, os gestores reiniciam o processo de captação de um novo fundo de investimentos devido ao fato de sua remuneração advir de uma taxa de administração cobrada sobre o capital investido pelos investidores e por uma taxa de performance, normalmente, 20% do que exceder um indicador estipulado (*benchmark* ou *hurdle rate*).

Nesta seção, conceituaram-se os agentes participantes do mercado de investimentos em VC e PE com o objetivo de analisar o RBF como forma alternativa de financiamento para ENBT's startups. O intuito nessa abordagem é o estudo da viabilização do crescimento de empresas desse perfil sem a perda dos fundadores com uma venda de participação acionária.

Além disto, foram detalhadas a jornada de investimento por parte de um fundo de *Venture Capital/Private Equity*, os principais investidores no Brasil e o modo como realizam os investimentos, dando base para a análise de formas alternativas de financiamento das *startups*, como o modelo de *Revenue Based Finance*. No próximo capítulo, será detalhada a oportunidade de estudo e de proposta sobre o uso do modelo de *Revenue Based Finance* para *startups* no Brasil.

2.4 Capital Não Dilutivo: Dificuldades de acesso à crédito para ENBTs Startups

Neste item serão abordadas as principais dificuldades de uma *startup* de base tecnológica na jornada de obtenção de crédito no Brasil e a contextualização histórica sobre o crédito em si. Este capítulo faz uma conexão com o item 1.1 e explora em mais detalhes o mercado de crédito brasileiro.

As operações de crédito no mundo não são um fenômeno recente. Mesmo com a evolução dos modelos de análise, relações, instrumentos financeiros, o crédito ainda é uma ferramenta de desenvolvimento econômico e tecnológico bastante antiga. PERERA (2013) comenta as origens do crédito e aponta que as primeiras operações de crédito são advindas da época de 1800 a.C., quando Hammurabi, rei da primeira dinastia da Babilônia, ao instituir para seu povo o primeiro código formal de leis, estabeleceu também regras das relações entre credor e devedor, regulando inclusive as taxas máximas de juros que poderiam ser cobradas.

Trazendo para uma realidade um pouco mais contemporânea, (PERERA, 2013) destaca o caso da montadora *Ford Motors* que através das operações de crédito conseguiu

vender mais de um milhão de carros por ano em meados de 1910. Na prática, o crédito pode ser um grande motor para o desenvolvimento tecnológico e econômico quando bem administrado e utilizado. O crédito pode tomar diversas formas: o crédito pessoal, crédito ao consumidor, imobiliário, empresarial, bancário, cartões de crédito, dentre outras formas na qual o limite é a lei. Contudo, há bastante espaço para a criatividade.

Como forma de ilustrar a importância do crédito no desenvolvimento econômico, Perera (2013, p.15) aponta que nos Estados Unidos, por exemplo, o crédito é responsável por cerca de 90% de todos os negócios realizados no país. É entendido que o crédito atua como uma força motriz para o desenvolvimento econômico e tecnológico, pois permite o aumento do volume de vendas, abre mercado para novos compradores, facilita vendas, cria novos consumidores, além de ser atribuída a essa modalidade de financiamento a responsabilidade pelo desenvolvimento da economia americana. Nesse sentido, o uso intensivo de crédito nos Estados Unidos permite que sejam utilizadas de forma mais precisa a expansão ou contração do crédito como medida de política monetária, gerando efeito direto na atividade econômica do país e nos ciclos econômicos.

Ao se abordar a temática de desenvolvimento tecnológico, inovação e desenvolvimento econômico, tem-se como premissa que para que isso ocorra, é necessária uma estrutura de financiamento suficientemente robusta e contínua. Em diversos países, o capital de risco como *Venture Capital* e *Private Equity*, são grandes atores, mas um dos principais pilares para este desenvolvimento é o crédito como forma de financiamento.

Contudo, mesmo sendo uma das condições necessárias para o desenvolvimento de novas tecnologias, no Brasil, há uma série de fatos empíricos que evidenciam dificuldades no acesso à capital. Mas também há uma série de dificuldades relacionadas aos prazos e custos de financiamento, reconhecidamente, um dos mais caros do mundo (MEIRELLES, JUNIOR E REBELLATO, 2008, p.1).

Quando uma empresa inicia sua jornada de atividades e começa a acelerar seu crescimento, nem sempre o empreendedor tem o capital necessário à sua disposição para investir nas necessidades do negócio. Segundo uma pesquisa da *Endeavor* (2019, p.8), uma das principais dificuldades do empreendedor brasileiro é o acesso à capital, estando entre uma das três principais dificuldades de crescimento das *startups*. Na realidade, há dinheiro para se investir nos negócios, mas a principal dificuldade é o seu acesso em função das excessivas exigências dos agentes financiadores, que impõem a apresentação de garantias reais, juros altos, preenchimento de inúmeros documentos e requerimentos e, em casos

mais específicos, o desenvolvimento de projetos além de uma extensa e profunda prestação de contas (ENDEAVOR, 2019, p.8).

Apesar de contar com instituições financeiras estabelecidas, instituições reguladoras consolidadas e profissionais do sistema jurídico competentes, o mercado de crédito brasileiro é caro e pouco transparente. Captar recursos para desenvolver as atividades empresariais é uma tarefa custosa e burocrática. Os empreendedores têm razão: 'Capital existe, mas é difícil captar'. (ENDEAVOR, 2019, p.8)

No Brasil, o mercado de crédito possui três grandes pilares, as empresas, as instituições financeiras e as instituições públicas. Cada um desses atores possui características de rotina, problemas específicos que, uma vez endereçados, poderiam gerar um grande ganho de eficiência para todo o mercado. Um dos fatores que mais geram dificuldades no processo de crédito no país são, por exemplo, assimetria de informações¹⁷ entre os agente financeiros, instituições públicas e as empresas, dificuldades de entendimento sobre as garantias exigidas pelas instituições financeiras, falta de canais adequados para a comunicação e excesso de burocracias na interação entre estes atores. (ENDEAVOR, 2019).

De forma mais detalhada, as empresas se adaptam e ajustam seus modelos de negócios de acordo com normas, leis e regulações impostas pelo setor público. Nesse sentido, legislações, normas e novas regulações podem impactar diretamente nas condições de negócios e na competição enfrentada pelas empresas. As barreiras que o aplicativo de transportes *Uber* enfrentou no país ilustram essa situação, pois diversas legislações foram criadas ou ajustadas para permitir que a empresa operasse no Brasil e facilitasse o acesso alternativo ao transporte.

Por sua vez, as instituições públicas são responsáveis por agências de fomento, bancos e demais instituições. O Banco Central, por exemplo, regula o sistema financeiro nacional e pode interferir diretamente na competição bancária como tem feito recentemente com regulamentação sobre *Open Banking*, que permite a troca de informações de clientes entre instituições visando a uma maior competição no setor, hoje, dominado por seis bancos – Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Itaú, Bradesco, Santander e BNDES.

¹⁷Assimetria de informação, considerada como uma anomalia demercado, ocorre quando uma das partes envolvidas em uma negociação dispõe de conhecimento insuficiente sobre a outra parte envolvida na transação, de modo que sua tomada de decisão é dificultada ou dispendiosa. Fonte: da CRUZ, Aletheia Ferreira. "Assimetria informacional no contexto das finanças corporativas: determinantes e efeitos no contexto organizacional". Revista Economia do Centro-Oeste. Goiânia, GO. P. 29. 2016

Nesse sentido, o Banco Central vem executando um papel de promotor da competição no sistema financeiro nacional, apoiando iniciativas de *fintechs*, tais como a competição em serviços financeiros, oferta de crédito, tecnologias para redução e controles de riscos de crédito. Com isso, várias *fintechs* atuam hoje na melhoria da gestão de investimentos, na gestão financeira das empresas, no acesso à crédito de forma bastante simplificada, na abertura de contas bancárias e na bancarização de pessoas que ainda estão à parte do sistema financeiro. Pode-se citar o exemplo de uma iniciativa da Associação Brasileira de *Fintechs* durante a pandemia do COVID-19 que ocorre desde o início de 2020 na qual envio-se uma série de sugestões e medidas para destravar o crédito no Brasil e para auxiliar na distribuição dos recursos de ajuda emergencial do Governo Federal. No caso do acesso à crédito, essa iniciativa foi premiada com um edital do BNDES que seleciona fundos de investimentos para aportar até R\$4 bilhões. Esses fundos deverão ser apoiado por *fintechs* em função do entendimento de que uma das principais vantagens das *startups* do setor financeiro é justamente a capilarização e a possibilidade de fazer com que o crédito e os recursos emergenciais cheguem de fato nas mãos de quem precisa.

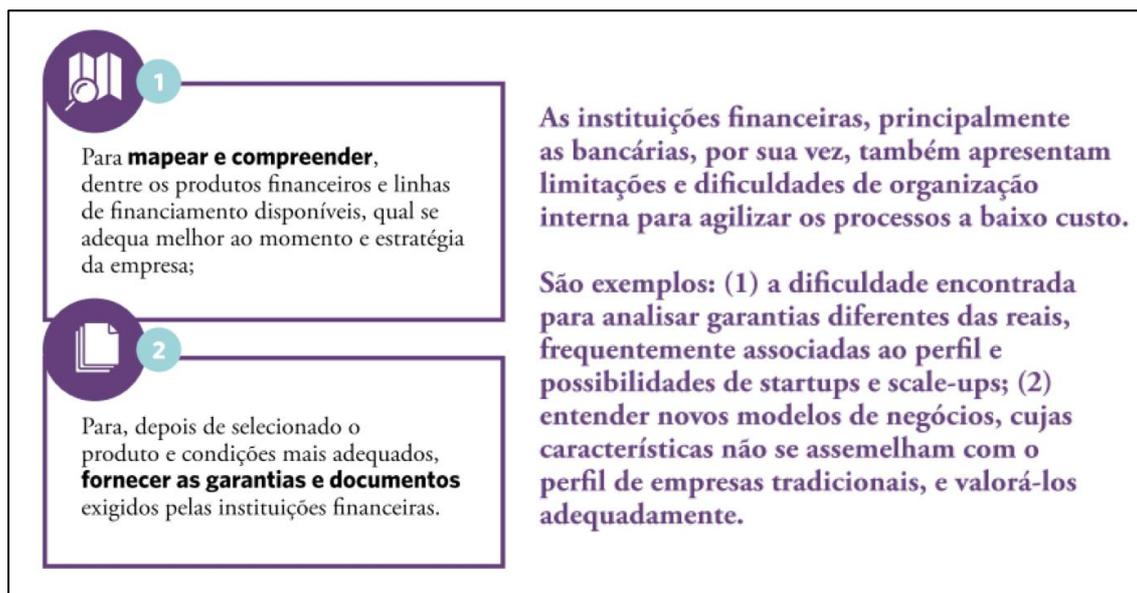
Outra forma de atuação do setor público no sistema financeiro nacional é através dos ajustes na taxa básica de juros (Taxa SELIC). Através do ajuste nessa taxa, o Comitê de Política Monetária, composto por representantes do Banco Central, ajusta as novas taxas de juros que serão praticadas. Com base nessas taxas, os bancos e demais instituições financeiras tenderiam a ajustar o custo de capital para os tomadores. Contudo, apesar de o Brasil apresentar hoje a taxa de juros mais baixa da história, 3% ao ano, os custos de um financiamento ainda são muito acima desses patamares. E, como ressaltado acima, um dos principais fatores para que isso ocorra é a falta de competição e a assimetria de informações. Quando as empresas optam pelo financiamento de suas operações e investimentos, é necessário que os empreendedores se preparem para uma série de burocracias tais como a confecção de documentos, as análises demoradas, o preenchimento de inúmeras fichas, as idas e vindas de conversas, dentre outros casos que atrasam e desencorajam os empreendedores a tomar crédito. Apesar disso, o relacionamento entre empresas e instituições financeiras é de suma importância para a viabilização de financiamento para a consecução de suas operações. Pois, além de permitir um alinhamento de expectativas entre as partes sobre modelos de financiamento, taxas de juros, prazos, processos de captação exerce influência direta sobre a ampliação da disponibilidade de crédito.

Conforme a *Endeavor* (2019, p.14), a principal vantagem de se financiar um negócio através de linhas de crédito não implica em venda de participação acionária por parte do empreendedor, diferentemente do que acontece em um investimento realizado através de um fundo de *Venture Capital* ou *Private Equity*. Por outro lado, em operações de crédito o empreendedor deve, necessariamente, devolver o dinheiro tomado, enquanto nas modalidades de *VC* e *PE*, como o investidor compra um pedaço da empresa, isso não é necessário.

Nas operações de crédito, o empreendedor deve devolver os recursos para a instituição financeira que emprestou o recurso. Contudo, para mitigar o risco de inadimplência na operação de financiamento para as instituições financeiras, é necessário que haja uma contrapartida do empreendedor na forma de garantias patrimoniais. No Brasil, uma das garantias mais utilizadas são imóveis por meio de alienação fiduciária ou hipotecária, aval dos sócios da empresa – em que os fundadores de empresas assumem pessoalmente a dívida caso a empresa não pague, cartas de fiança bancária, dentre outros ativos tangíveis que normalmente não são possuídos por *startups* e empresas de tecnologia.

Ao analisarmos uma *startup*, o ativo tangível relativamente baixo é uma das principais características de seus demonstrativos financeiros, possuindo poucos ou nenhuns bens móveis ou imóveis. Contudo, o principal ativo dessas empresas são os contratos de vendas e prestação de serviços fechados que garantem uma receita futura, além de relativa previsibilidade de seu fluxo de caixa. A figura 5 ilustra algumas das principais dificuldades encontradas pelas empresas durante o processo de tomada de crédito.

Figura 4 - Dificuldades encontradas pelas empresas na tomada de crédito no Brasil



Fonte: Adaptado de Endeavor, 2019, p.15

Quando uma empresa passa a crescer de forma mais acelerada, o empreendedor se encontra numa posição em que raramente possui as condições necessárias para financiar esse crescimento com recursos próprios. Por essa razão, procuram opções de crédito, financiamentos e capital dilutivo tais como os fundos de *VC* e *PE*. Dentro de sua estratégia de crescimento, cada empresa opta por um caminho. Porém, duas das principais formas de captação no país são via linhas tradicionais de crédito bancário ou via mecanismos de linhas fomento e subvenção econômica.

As linhas de crédito bancário possuem algumas características relevantes. Como as despesas com juros são dedutíveis de imposto de renda, não há venda de participação acionária da empresa. Por outro lado, é necessária a comprovação de garantias patrimoniais e, no Brasil, há também a questão da baixa competição no mercado de crédito, o que gera uma taxa de juros alta se comparada a outros países. Mesmo tendo uma taxa SELIC em 3% em maio de 2020, os bancos não repassam esse valor às empresas, o que gera um custo muito alto principalmente para pequenas e médias empresas.

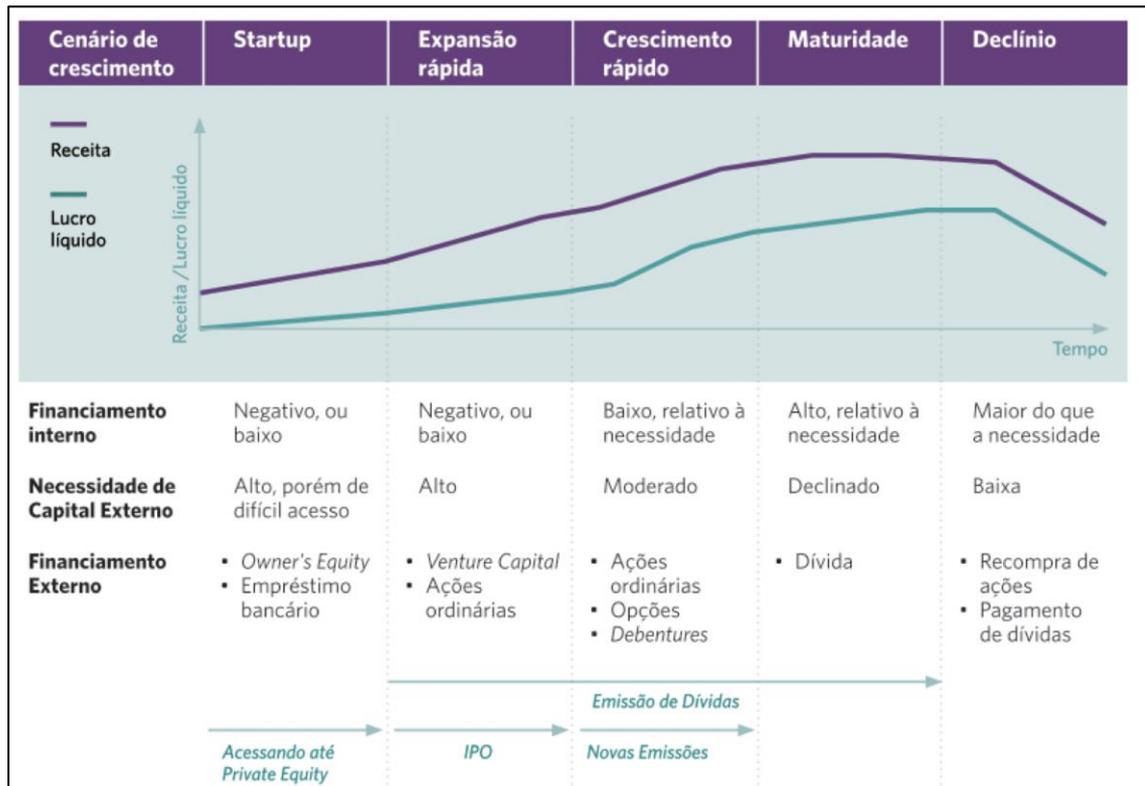
Já as linhas de fomento e subvenção são operadas por bancos e agências de fomento. Tendem a ter uma taxa de juros consideravelmente menor que bancos tradicionais, condições de prazo e carência de pagamento melhores, mas também há a exigência de garantias patrimoniais além, normalmente, da destinação de recursos projetos de pesquisa e desenvolvimento e inovação. Isso torna necessário ao empreendedor o esboço de um projeto que ilustre como e onde investirá os recursos captados. Por fim, nessas

modalidades há também a necessidade de prestação de contas. Por se tratar de recursos públicos, o empreendedor precisa ter um time de suporte para conseguir controlar as evidências do projeto, despesas, e demais gastos, satisfazendo as exigências desse perfil de linha de financiamento.

Tanto as linhas de crédito bancário, como as linhas de fomento e subvenção econômica possuem um caráter não-dilutivo, pois não há, em hipótese alguma, uma venda ou perda de participação acionária por parte do empreendedor. Atualmente, dois dos principais agentes de fomento e subvenção são a FINEP e o BNDES. Ambos possuem um caráter de financiar o desenvolvimento econômico, tecnológico e da inovação no Brasil, apoiando via estes mecanismos, as empresas, universidades, centros de pesquisa, pesquisadores, e empreendedores de maneira geral.

Ao longo do ciclo de vida de uma empresa há uma necessidade gradual de recursos para financiar o seu crescimento. Entretanto, o melhor uso de cada modalidade depende muito cenário e do meio em que a empresa está inserida. Empresas de pequeno e médio porte tendem a se financiar via empréstimos bancários e dívidas de longo prazo, haja vista que no Brasil operações como emissão de ações e debêntures são bastante custosas. Em contrapartida, empresas de alto crescimento como *startups*, tendem a fazer uma composição de financiamento que inclui tanto a venda de participação acionária (venda de *equity*) como também o uso de dívida com bancos públicos e privados (ENDEAVOR, 2019). A figura 6 ilustra este ciclo de vida e financiamento das empresas.

Figura 5 - Ciclo de vida e financiamento das empresas



Fonte: Damodaran (2012 apud ENDEAVOR, 2019, p.19)

Endeavor (2019) aponta que dentre as empresas entrevistadas, grande parte buscou financiamentos também com bancos públicos e privados. Cada estratégia da empresa foi financiada por um mecanismo diferente de financiamento, conforme mostra o quadro abaixo.

Quadro 3 - Padrões frequentes de estratégia empresarial e produto financeiro utilizado.

ESTRATÉGIA	PRODUTO FINANCEIRO UTILIZADO
Equilíbrio do fluxo de caixa	Linhas para capital de giro
Expansão da operação	Linhas de bancos comerciais e de desenvolvimento
Inovação de produtos e/ou processos	Linhas de bancos de desenvolvimento e agências de fomento
Internacionalização	Capital próprio e fundos de investimento internacionais

Fonte: Endeavor, 2019, p.20

Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008) apontam que, em agosto de 2007, o saldo de empréstimos no Brasil atingiu o patamar de R\$841,5 bilhões, representando aproximadamente 33% do PIB (produto interno bruto) nacional. Enquanto isso, em países da OCDE a média de crédito em relação ao PIB é de 76%. E nos países em desenvolvimento a média se aproxima de 58% do PIB. No Brasil, esse processo de obtenção de crédito é algo bastante complexo e moroso, em alguns casos, se tornando ainda mais complicados para o financiamento de novas tecnologias. Essas empresas, diferentemente das empresas de setores tradicionais, baseiam todo seu processo de serviço e geração de valor na tecnologia, o que torna ainda mais difícil a obtenção de capital.

Como forma de suprir capital e contribuir para fechar esta lacuna, estão as *fintechs* de crédito, que atuam muitas vezes como correspondentes bancários digitais e viabilizam operações de crédito tanto para empresas como para pessoas físicas. No Brasil, existem diversas *fintechs* focadas no mercado de crédito. Contudo, esta pesquisa focará no caso da *fintech* a55, empresa na qual o pesquisador é também gestor. Essa *fintech* possui um modelo de crédito similar ao modelo de *Venture Debt* ou financiamento de risco. Esse padrão de financiamento, apesar de ser uma modalidade de crédito, possui a característica de usar como garantia e, também como forma de compensar um risco maior assumido pelo investidor, a opção de comprar ações da empresa investida a um preço pré-determinado. Ou seja, envolve tanto crédito quanto a venda de participação acionária, mas em menor percentual. O modelo de crédito utilizado pela *fintech* a55 possui as seguintes características¹⁸:

- Financia apenas empresas com receita recorrente e receita previsível;
- Não exige garantias reais – imóveis, máquinas, equipamentos;
- Não exige aval dos sócios;
- Não envolve cessão de participação acionária por parte do empreendedor – a a55 nunca será sócia de alguma empresa que financia.

Esse arquétipo é baseado no modelo de *Revenue Based Finance* ou financiamento baseado em receitas. A ideia desse perfil de financiamento é que empresas que não possuem ativos reais para viabilizar uma composição de garantias possam acessar o

¹⁸ Disponível em: <<http://a55.tech>>. Acessado em 10 de maio de 2020.

mercado de crédito e financiar seu crescimento tendo apenas a previsibilidade de suas receitas como forma de garantia, algo bastante arriscado para os padrões brasileiros.

Hoje, a maior parte das *fintechs* usa um fundo de investimentos em direitos creditórios (FIDC) como agente financiador. No caso da *fintech* a55, ela faz todo o processo, desde a originação da demanda, a análise de crédito, a formalização da operação, a estruturação das garantias e monitoramento e gestão do risco de crédito. E tudo isso de forma digital, o que se torna um dos principais diferenciais desta operação de crédito.

Quando se permite que empresas que raramente conseguiam financiamento passem financiar suas operações, aumenta-se a possibilidade de desenvolvimento econômico e tecnológico no país. Desde novembro de 2018, a a55 financiou mais de 45 empresas com uma carteira de crédito total de mais de R\$85 milhões.

Em tempos de pandemia e de incerteza econômicas, há uma busca enorme por recursos para manter as operações e as empresas funcionando. E é justamente nesse momento que o papel de *fintechs* como a a55 se tornam ainda mais importante, pois ajudam as companhias a gerirem melhor suas finanças e negócios, obter recursos e se manter viva durante esses tempos de incerteza. Apesar das dificuldades de acesso à crédito no Brasil, iniciativas como as das *fintechs* de crédito, além da regulamentação do *Open Banking*, gerará ainda mais competição no mercado, fazendo com que os consumidores se beneficiem cada vez mais com os avanços tecnológicos.

Nesse sentido, vale ressaltar que os benefícios advindos do modelo de RBF permitem que mais empresas com este perfil acessem crédito para aumentar o volume de investimentos em seus negócios, gerando emprego, renda, impostos, dentre outros benefícios econômicos, financeiros e sociais. Este modelo será mais detalhado no item 4.2 que está abaixo.

2.5 A experiência Brasileira no Financiamento à ENBT's *Startups*

Neste capítulo, serão abordados mecanismos de financiamento e captação de recursos comumente utilizados por ENBT's *startups*, contextualizando historicamente a dependência de capital estrangeiro para o desenvolvimento brasileiro. Além disso, serão descritos os principais mecanismos de financiamento no mercado brasileiro na atualidade.

O desenvolvimento econômico brasileiro historicamente foi pautado pela necessidade de capital estrangeiro. Durante as décadas de 1960 e 1970 ocorreu uma grande

entrada de capital estrangeiro advinda da elevada disponibilidade de crédito em esfera mundial e da falta de mecanismos de financiamento de longo prazo no país (PEREIRA, 2007).

No final da década de 1970, quando houve uma mudança de postura do regime no Irã, ocorreu o choque do petróleo, e o corte de sua produção fez com que os preços disparassem. Em 1982, houve a moratória do México, gerando um impacto ainda maior na economia global e reduzindo abruptamente os fluxos de capital para o Brasil. Como alternativa, o governo brasileiro passou a buscar superávits comerciais por meio de desvalorizações diárias do câmbio e maxi desvalorizações periódicas. No mesmo período, o segundo plano nacional de desenvolvimento (PND) estava em andamento, focando no desenvolvimento do parque industrial brasileiro, o que viabilizou a substituição de importações e possibilitou as exportações de produtos industrializados brasileiros. (PEREIRA, 2007).

Com a situação da política monetária norte-americana, que passava por um aperto monetário e pelo aumento de taxas de juros, o crédito, antes farto, passou a ser retraído, deixando um vácuo para países em desenvolvimento como o Brasil. Essa conjuntura implicou diretamente em uma pressão para a desregulamentação dos mercados financeiros, e a liberalização da economia nos países desenvolvidos impactou diretamente nos países em desenvolvimento, que tiveram um aumento expressivo da volatilidade do câmbio. Isso resultou em um processo de inovações financeiras para proteção de riscos individuais e securitização de dívidas¹⁹. A situação gerou riscos já inerentes ao mercado financeiro, ainda mais instabilidade cambial, impactando diretamente no comércio internacional, nos fluxos de investimentos, implicando em uma perda de autonomia na condução de políticas econômicas e industriais, principalmente, por parte dos governos dos países em desenvolvimento. As nações emergentes, que naquele momento possuíam alto volume de endividamento externo e ainda assim tinham necessidade de capital estrangeiro, viram na liberalização financeira uma forma de se inserir no fluxo de capitais e de aumentar o volume de capital estrangeiro na economia.

Para que se aumentasse o fluxo de capital estrangeiro entrando no país e garantisse uma reserva cambial robusta, diversos países em desenvolvimento aumentaram suas taxas de juros e, no Brasil, não foi diferente. Com isso, ao mesmo tempo em que o setor público diminuiu seus investimentos, o setor privado passou a direcionar seus recursos para títulos

¹⁹Securitização é a transformação das dívidas em títulos negociáveis no mercado aberto.

públicos federais por conta da possibilidade de retorno financeiro elevado com um risco bastante baixo e alta liquidez. Isso fez com que menos capital fosse direcionado para investimentos de capital produtivo.

Neste período, o sistema de financiamento privado no país não possuía instrumentos, regras estáveis e institucionalidade suficiente para direcionar poupanças e gerar crédito em prazos e condições minimamente atrativas para o investimento produtivo e de longo prazo. Contudo, para que se encerrasse esse ciclo vicioso de taxas de juros elevadas, liquidez imediata e ausência de risco às poupanças privadas, era necessário que se criasse uma relação positiva entre juros, prazos de maturação dos investimentos, impactando diretamente numa maior atratividade para investimentos produtivos de longo prazo. Nesse sentido, o objetivo era viabilizar condições para que fosse possível obter financiamentos para investimentos produtivos com baixo custo e prazos adequados, colocando maior peso no pilar de desenvolvimento e investimento produtivo no Brasil e invertendo a lógica de investimento especulativo e de curto prazo no país (PEREIRA, 2007, p. 67).

Países como a Inglaterra e os Estados Unidos pautaram o acesso à capital em seus mercados de capitais e uma grande aproximação do setor empresarial, enquanto Alemanha e Japão focaram o desenvolvimento numa estreita vinculação entre bancos e indústrias. No Brasil, vimos uma maior aproximação dos bancos com indústrias, fazendo com que somente nos dias de hoje o mercado de capitais comece a aumentar participação no financiamento de longo prazo para empresas.

Coutinho e Ferraz (1992 apud PEREIRA, 2007, p.68) apontam a existência de uma restrição estrutural para viabilização dos investimentos de longo prazo devido, principalmente, a carência de “[...] um sistema de crédito diversificado (instrumentos e prazos), capaz de compatibilizar liquidez, estabilidade, investimento real e um mercado de capitais forte e abrangente, para suprir as necessidades de financiamento interno”.

Devido, principalmente, à esta lacuna estrutural no Brasil, muito do financiamento de longo prazo no país se baseou em mecanismos públicos e externos de financiamento, implicando diretamente na falta de um sistema de crédito que incentive o investimento privado de longo prazo no país, o que se mantém até os dias atuais, haja vista que o mercado de crédito de longo prazo ainda é bastante concentrado em bancos públicos, e o crédito privado ainda é bastante caro, e o crédito de médio e longo prazo, através de agentes privados ainda é pouco expressivo. Studart (1999) salienta que

[...] nos sistemas baseados no crédito, o mercado de capitais é fraco e as firmas dependem fortemente do crédito para obter recursos além dos lucros retidos; os bancos comerciais dependem das autoridades monetárias, de maneira que o governo influencia os níveis e a direção do investimento privado, e há uma tendência ao rápido aumento do endividamento das firmas investidoras nos períodos de boom. (...) em sistemas baseados no crédito, a estabilidade das taxas de juros nominais de curto-prazo é essencial, pois, não raramente, as empresas inversoras são obrigadas a rolar continuamente sua dívida sob taxas de juros flutuantes. Por outro lado, o sistema de mercado de capitais é mais sensível a surtos especulativos nos mercados de estoques de ativos. (*apud* CORDER; SALLES FILHO, 2004, p.10 *apud* PEREIRA, 2007, p.68)

O autor ainda complementa que, em países onde há um mercado financeiro e de capitais pouco desenvolvidos, há uma dificuldade maior por parte das empresas em obter recursos para realização de investimentos de longo prazo. Nesse sentido, há também o problema da assimetria de informações entre companhias e investidores. Corder e Salles Filho (2004 *apud* PEREIRA 2007, p.68) argumentam sobre a necessidade de transparência por parte das empresas, principalmente as EBT's podendo incluir nesse rol também as ENBTs *startups* devido à sua característica de serem firmas jovens e com menor volume de dados disponíveis, para que seja viável uma maior transferência de poupança para o setor produtivo da economia.

Dada essa característica de dependência de crédito e de um mercado financeiro e de capitais ainda pouco desenvolvido, há no Brasil um problema no que tange ao acesso à capital produtivo de longo prazo. Como um dos efeitos mais recentes, tem-se visto o avanço dos fundos de VC e PE no país, capitaneado por investidores institucionais e estrangeiros. Contudo, para o mercado de financiamento não-dilutivo, o país conta com poucas formas de captação de recursos, sendo ainda muito atrelado à recursos públicos.

No Brasil, alguns dos principais financiadores de longo prazo, tanto de investimentos, como de desenvolvimento tecnológico e pesquisas, são as Fundações de Amparo à Pesquisa (FAP), onde cada Estado da federação possui uma fundação cujo foco é fomentar à pesquisa, desenvolvimento, inovação e empreendedorismo. Diversas dessas fundações possuem como principal foco o financiamento de bolsas de pesquisas e projetos, normalmente vinculados a programas de pesquisa das universidades. Contudo, nos últimos 10 anos, dados empíricos comprovam que várias dessas entidades têm passado a financiar também programas de empreendedorismo, tendo como caso mais emblemático o programa Sinapse da Inovação, financiado pela Fundação de Amparo à Pesquisa de Santa Catarina (FAPESC), que gerou mais de 600 empresas em Santa Catarina ao longo de sua existência, e que virou um programa nacional de empreendedorismo, chamado Programa Centelha, liderado e financiado pelo atual Ministério da Economia e pela FINEP.

O BNDES através de sua vasta variedade de linhas e programas, possui um rol de linhas de financiamento e investimentos para fomentar a economia nacional.. Segue um detalhamento dos principais programas de financiamento do BNDES:

BNDES Automático: tem como objetivo financiamentos de até R\$ 10 milhões por cliente, a cada período de 12 meses, para a realização de projetos de investimentos, incluindo a aquisição de equipamentos de fabricação nacional, credenciados pelo BNDES, bem como a importação de maquinários novos, sem similar nacional, e o capital de giro associado.

BNDES Participações – BNDESPar: Programa de Investimento em Empresas Emergentes: para empresas com faturamento líquido anual de até R\$ 60 milhões no último exercício e não pertencer a grupo econômico com patrimônio líquido consolidado superior a R\$ 120 milhões. Atuar em nichos de mercado promissores. O auxílio é feito através de aquisição de debêntures conversíveis em ações ou de participação direta no capital da empresa com aporte compatível com o estágio e a necessidade da empresa e tendo participação máxima de 30% do capital futuro.

FINEM - Financiamentos a Empreendimentos: destinado a empresas em geral. O objetivo é financiar investimentos superiores à R\$ 7 milhões, não restritos a máquinas e equipamentos. (PEREIRA, 2007, p.71-73)

Além do BNDES, outro grande fomentador de inovação e desenvolvimento tecnológico no país é a FINEP. Seu principal papel é fomentar, através de recursos reembolsáveis e não-reembolsáveis, os projetos de desenvolvimento tecnológico e investimentos produtivos de longo prazo onde há implantação de novas tecnologias e processos. Os principais programas da FINEP são listados abaixo:

Financiamentos não-reembolsáveis: Financiamentos com recursos oriundos do FNDCT (Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico), que são formados, em sua maioria, pelos fundos setoriais de ciência e tecnologia. São destinados, prioritariamente, a instituições sem fins lucrativos. A seleção de propostas de financiamento é feita por meio de chamadas públicas. O apoio é concedido a organizações públicas ou privadas, para realização de projetos de pesquisa científica ou tecnológica e de inovação, estudos e seminários e eventos voltados à divulgação do conhecimento em C,T & I. Corresponde uma transferência de tecnologia da instituição de pesquisa para a empresa, já que, depois de desenvolvida a tecnologia, o pesquisador necessita transferi-la para uma empresa. É feito através de editais de chamada específicos;

Financiamentos Reembolsáveis: crédito concedido a instituições que demonstrem capacidade de pagamento e condições para desenvolver projetos de P.D & I. Os prazos de carência e amortização, assim como os encargos financeiros, variam de acordo com as características, da modalidade de financiamento, do projeto e da instituição tomadora do crédito (PEREIRA, 2007, p. 74 - 81).

O Projeto Inovar foi lançado em maio de 2000 como uma ação estratégica da FINEP, com o objetivo de promover o desenvolvimento das pequenas e médias empresas de base tecnológica no Brasil, por meio de investimentos em fundos de VC e PE.

O desenvolvimento das pequenas e médias Empresas de Base Tecnológica depende de um ambiente tecnologicamente ativo, com grande disponibilidade de recursos técnicos e humanos, e que apresente espaços para a iniciativa empresarial, favoreça o espírito empreendedor, e gere sinergias para o estabelecimento de novas empresas. Por outro lado, é

também necessário um sistema de financiamento que atue no sentido de estimular o desenvolvimento dessas empresas.

Assim, o Projeto Inovar visa construir um ambiente institucional que favoreça o florescimento da atividade de Capital de Risco no País, de forma a estimular o fortalecimento das empresas nascentes e emergentes de base tecnológica, contribuindo para o desenvolvimento tecnológico nacional, bem como para a geração de empregos e renda.

Pode-se concluir dessas informações que há, ainda, uma grande dependência de capital de longo prazo com recursos do setor público, seja para recursos reembolsáveis, não-reembolsáveis e investimentos de VC e PE, fator, este, também ilustrado por Meirelles, Júnior e Rebelatto (2008), e *Endeavor* Brasil (2019). Ambos os estudos afirmam que há um vasto volume de dados empíricos que evidenciam que acessar recurso de longo prazo no Brasil ainda é bastante complexo, principalmente pela falta de compreensão dos agentes financiadores sobre a realidade de uma startup, as características de seus demonstrativos financeiros e seu baixo volume de ativos tangíveis para colocação como garantia de operações de financiamento.

Outro fator que normalmente funciona como impeditivo é a forma com que os fundos de VC e PE normalmente fazem os aportes nas empresas. Uma das formas mais comuns é o aporte ser realizado via o instrumento de dívida conversível em ações, o que na prática, faz com que o patrimônio líquido dessas empresas fiquem negativos, o que por si só já é um impeditivo para a captação de recursos dessas empresas, haja vista que esta é a primeira linha de corte dos bancos e agentes de financiamento.

Por fim, cabe ressaltar a dependência de recursos públicos para financiamentos ao desenvolvimento econômico e tecnológico, e se faz altamente relevante o estudo de um modelo alternativo de financiamento, possuindo outras formas de garantias, e que atendam uma parcela das empresas que possuem essa demanda intensiva, constante e crescente de capital.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo, serão apresentados os procedimentos metodológicos que conduziram e direcionaram esta pesquisa. De forma a facilitar a compreensão, dividiu-se o capítulo nos tópicos: *caracterização da pesquisa e sujeitos; processos de pesquisa, revisão sistemática e análise de dados.*

3.1 Caracterização da Pesquisa

A presente pesquisa se caracterizou por meio uma abordagem qualitativa e exploratória/empírica (DENZIN; LINCOLN, 2006). Esta dissertação possui um caráter exploratório, pois tem como finalidade proporcionar maior familiaridade com o campo de estudo a respeito do acesso a capital por ENBTs *startups* no Brasil através do modelo RBF e aprimorar um mecanismo alternativo de financiamento para este perfil de empresas (GIL, 2002). Desse modo, a pesquisa exploratória se mostra como uma opção para a viabilização deste trabalho por possibilitar a formulação, a definição mais precisa do problema a ser trabalhado e os critérios a serem utilizados para tratar os problemas. Além disso, a pesquisa exploratória possui maior flexibilidade (MALHOTRA, 2011).

A pesquisa exploratória se mostrou uma forma de pesquisa adequada em razão dos poucos estudos sobre o tema. (VERGARA, 2006) E, também, por se tratar de um estudo de caso da ENBT *startup Exact Sales*. A pesquisa também possui um viés explicativo, pois visa a identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. Essa é uma metodologia que aprofunda o conhecimento da realidade, pois explica o porquê dos acontecimentos e, conforme Triviños (1987), visa a descrever os fatos e fenômenos de uma determinada realidade trazendo também um viés descritivo.

Buscou-se descrever e analisar as principais fontes de financiamento de ENBTs *startups* no Brasil como, por exemplo, os fundos *Venture Capital* e o crédito bancário, detalhando as dificuldades de obtenção de capital para empresas com esse perfil. Além disso, com os dados obtidos pelo pesquisador, objetiva-se propor um modelo de *Revenue Based Finance* que melhor se adeque às empresas em distintos momentos. Em outras palavras, procurou-se alcançar resultados e ações efetivas, mudanças ou transformações (THIOLLENT, 2009) no modo como as ENBTs *startups* captam recursos no Brasil. Para o desenvolvimento da pesquisa foram utilizadas duas metodologias de pesquisa. a pesquisa

bibliográfica, Gil (2008), através de pesquisas em livros e artigos científicos nacionais e internacionais acerca de temáticas de investimentos em ENBTs *startups*, VC, PE, mecanismos de crédito tradicionais, *Venture Debt* e o modelo RBF, a pesquisa documental, através de documentos fornecidos pela *fintech* a55 e pela ENBT *startup Exact Sales* e a pesquisa em instituições como *Endeavor* e sites de internet.

Foi utilizado também a metodologia de pesquisa-ação, em que se buscou trazer uma proposta de solução para o problema de acesso a crédito para ENBTs *startups* no Brasil através de uma metodologia alternativa, já utilizada em outros países, e que é recém chegada ao Brasil. Para a viabilização desta pesquisa, comprometeram-se participantes tanto da empresa onde o pesquisador trabalha, a *fintech* a55, como também da *Exact Sales*, em um processo colaborativo que permite uma transformação social, incorrendo em aprendizado e potenciais mudanças no cenário de captação de recursos financeiros no país (MACKE, 2006).

Devido ao processo de intervenção do pesquisador, o mesmo deixou de ser um mero observador para ser um participante ativo no processo de investigação e proposição de mudanças (MACKE, 2006). O objetivo do pesquisador nesta dissertação foi trazer e criar informações válidas e úteis para novas pesquisas e para o mercado; apresentar e trazer novas formas de captação de recursos para ENBTs *startups* no Brasil, permitindo também que os participantes possam fazer escolhas livres, mas com dados suficientes para uma melhor tomada de decisão (ARGYRIS, 1973).

Ressalta-se que o pesquisador possuiu um papel participativo no processo da pesquisa, sendo que, o principal ator é, segundo Thiollent (2009), quem faz ou quem está efetivamente interessado na ação. Dito isso, evidencia-se que os principais atores envolvidos nesse processo foram as áreas de análise de crédito da a55, área comercial e diretoria da a55, assim como os diretores financeiro, executivo e de negócios da *Exact Sales*.

3.2 Procedimentos técnicos utilizados

A presente pesquisa se fundamentou nos procedimentos de pesquisa bibliográfica e documental, com base em material já elaborado como livros, artigos, teses e dissertações e em documentos e materiais obtidos pelo autor diretamente com a *fintech* a55 e com a ENBT *startup Exact Sales*. Vale ressaltar que o autor da pesquisa, por ser colaborador da

empresa a55, fez parte de vários processos de captação de recursos utilizando o modelo RBF, o que não só incentivou a pesquisa como também facilitou a compreensão das dificuldades de diversas ENBTs *startups* no processo de captação de recursos para financiamento do seu crescimento.

Para o desenvolvimento desta pesquisa, utilizou-se as fases apontadas por Tripp (2005): planejamento, implementação e avaliação, sendo que estas, muitas vezes, podem ocorrer de forma simultânea e estão em um constante processo de mudança. Grande parte dos métodos de evolução, sejam pessoais ou profissionais, seguem o mesmo ciclo. Todavia, as aplicações e desenvolvimentos distintos desses ciclos de investigação-ação demandam diversas atitudes em cada uma das fases e, muitas vezes, começam em lugares diferentes (TRIPP, 2005). A pesquisa teve início pelo planejamento, fase em que foram elaborados os planos de ação (TRIPP, 2005). Nessa etapa foi realizada uma análise exploratória em relação ao referencial teórico, diagnóstico do problema e do contexto a ser estudado, tanto interno à *fintech* a55 quanto ao contexto externo de captação de recursos no Brasil (MACKE, 2006).

A pesquisa teve início por volta de maio de 2019, data em que foi levada a ideia para a diretoria da a55, propondo, assim, o estudo do modelo de crédito RBF, que tem como base as operações de crédito da a55. Aproveitou-se também o fato de que o autor é parte da empresa e possui acesso àquelas que buscam capital para utilizar em proveito deste estudo as conversas com a própria a55. Além disso, teve início também a procura por bibliografia a respeito do mercado de crédito e modelos de financiamentos alternativos utilizados por ENBTs *startups* tanto no Brasil como nos EUA. Ademais, o pesquisador realizou a coleta de dados acerca da empresa *Exact Sales*, onde foi realizado o estudo empírico de uma operação de financiamento utilizando o modelo RBF.

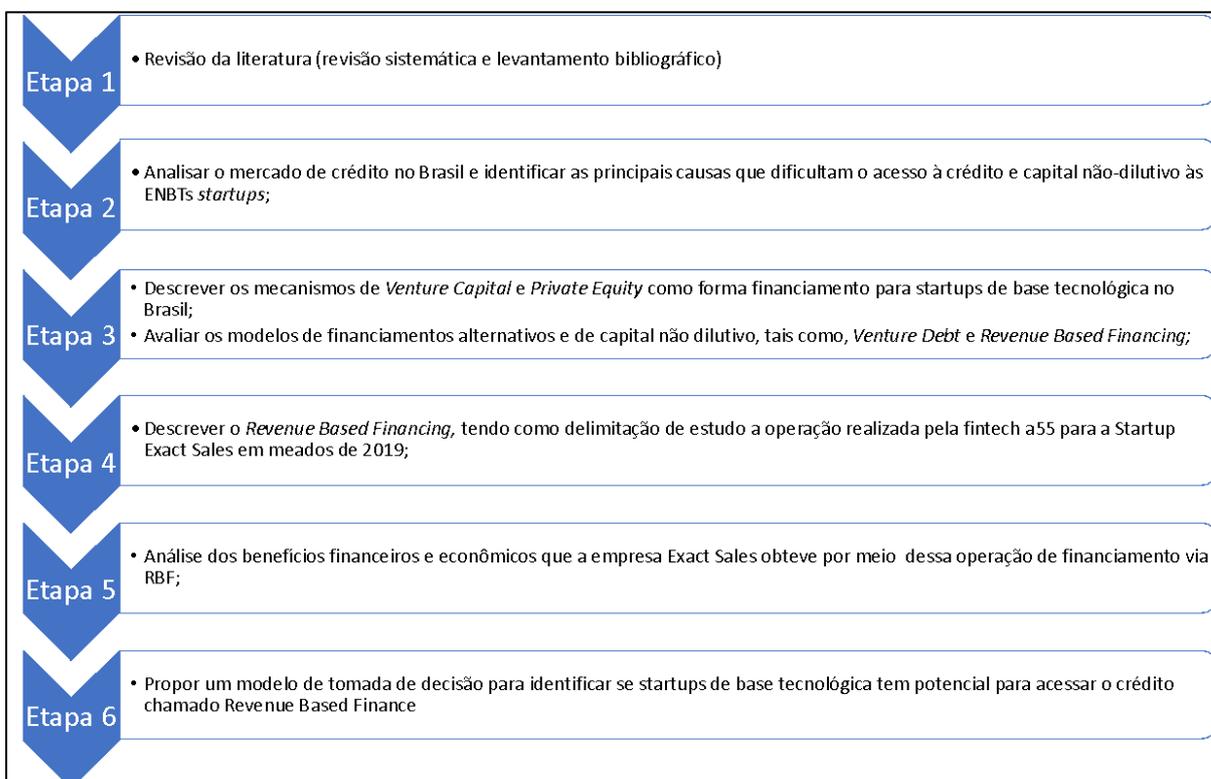
Dando sequência à fase seguinte, de prática de implementação, houve um aumento da coleta e do repasse de informações pelo pesquisador com as empresas de forma periódica, em uma base aproximadamente mensal (TRIPP, 2005). Devido à pandemia vivida ao longo do ano de 2020, houve uma demora no desenvolvimento das propostas sobre a etapa do crescimento de uma ENBT *startup* e o melhor modelo RBF para financiar sua expansão. Com isso, a proposta que avalia em que momento o RBF mais beneficia as companhias com esse perfil se materializou próximo ao mês de junho de 2020, quando houve um aumento considerável no interesse por formas de financiar a retomada de crescimento.

Dito isso, a terceira fase, a etapa avaliativa da implementação da proposta planejada, teve início a partir de julho de 2020, seguindo até meados de agosto de 2020. Nesse período, foi verificado o caso da *Exact Sales* de forma a entender as características da empresa no momento em que ela buscou e concretizou a captação de recursos utilizando o modelo RBF da a55.

3.3 Análise de dados

A primeira etapa se traduziu em uma revisão bibliográfica que objetivou uma maior compreensão científica da temática, haja vista que o autor do estudo possui conhecimento empírico advindo da sua jornada e carreira, além de visualizar também os desdobramentos da pesquisa. As etapas subsequentes estão relacionadas aos objetivos apresentados no capítulo 1 deste trabalho. A presente pesquisa foi realizada em seis etapas, conforme ilustrado na figura 6:

Figura 6- Etapas da pesquisa



Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

A etapa 2 está relacionada ao objetivo específico de "analisar o mercado de crédito no Brasil e identificar as principais causas que dificultam o acesso a crédito e capital não-dilutivo às ENBTs startups".

Nesta etapa, foram investigadas via pesquisa documental e bibliográfica as principais dificuldades apontadas por executivos e fundadores de ENBTs *startups* no acesso a capital no Brasil. Uma das principais respostas obtidas foi a falta de garantias reais para composição de colateral para operações de crédito, o que faz com que diversas empresas com esse perfil busquem o capital dilutivo, como o VC e o PE. Com isso, procurou-se entender mais a fundo o mercado de VC e PE no Brasil e também os modelos alternativos de financiamento nos EUA, um dos países cujo mercado financeiro e de capitais é bastante desenvolvido.

A terceira etapa está diretamente relacionada aos objetivos específicos de "descrever os mecanismos de *Venture Capital* e *Private Equity* como forma financiamento para *startups* de base tecnológica no Brasil e avaliar os modelos de financiamentos alternativos e de capital não dilutivo, tais como, *Venture Debt* e *Revenue Based Financing*. Nessa etapa, foi realizado um estudo sobre os mecanismos de VC, PE, *Venture Debt*, e RBF, tanto no Brasil como nos EUA, onde o mercado de ENBTs *startups* e o mercado financeiro é bastante maduro, possuindo um maior volume de dados, estudos de caso e informações úteis para a pesquisa. Sobre o modelo de RBF, foram estudadas informações acerca de fundos de investimentos e estudos de caso de empresas que utilizaram o modelo para se financiar e comparou-se com o modelo utilizado pela *fintech* a55 no Brasil.

A etapa 4 possui relação direta com o objetivo específico de "descrever o *Revenue Based Financing* tendo como delimitação de estudo a operação realizada pela *fintech* a55 para a *Startup Exact Sales* em meados de 2019". Para tanto, foi estudado a fundo o modelo de crédito da *fintech* a55, sua política de crédito e os documentos sobre as operações realizadas pela empresa. Compreendeu-se em detalhes o perfil de empresas que possuem aderência com o modelo utilizado pela a55, analisou-se o histórico da empresa e também os motivos pelos quais outras ENBTs *startups* buscaram essa forma de captação de recursos. Muito da pesquisa nesta etapa foi viabilizada devido ao fato de o pesquisador trabalhar na a55 e ter acesso direto aos analistas de crédito, à equipe comercial, à diretoria, à análise de risco e monitoramento e aos mercado de capitais.

A etapa 5 possui link direto com o objetivo específico "análise dos benefícios financeiros e econômicos que a empresa *Exact Sales* obteve por meio dessa operação de financiamento via RBF". Nesta etapa, foi apresentado o *case* da empresa *Exact Sales*, sua

história, o seu crescimento e o seu processo de financiamento, passando pelo capital dos fundadores da companhia até as captações de recursos com investidores pela operação de RBF com a *fintech* a55. Por fim, analisou-se e os impactos dessa operação de financiamento alternativo que culminou em uma grande rodada de investimentos liderada por um fundo de VC brasileiro.

A etapa 6 possui conexão com o objetivo específico de “Propor um modelo de tomada de decisão para identificar se *startups* de base tecnológica tem potencial para acessar o crédito chamado *Revenue Based Finance*”. Nesta etapa, foi desenvolvida a conclusão do modelo de RBF utilizado pela *fintech* a55 e de seus os benefícios. Além disso, nesta etapa produziu-se uma proposta para ENBTs *startups* que buscam recursos para entender o melhor momento para utilizar o RBF ao invés de outras formas de captação de recursos, permitindo que elas financiem seu crescimento sem necessariamente vender participação acionária.

3.4 Revisão Bibliográfica

Com o objetivo de compreender as lacunas teóricas acerca do tema de financiamentos de ENBTs *startups* no Brasil e caracterizar o estado da arte sobre o *Revenue Based Finance*, realizou-se uma revisão sistemática com base na metodologia apresentada por Ferenhof e Fernandes, em 2016, que caracteriza a mesma como

[...] um método de investigação científica com um processo rigoroso e explícito para identificar, selecionar, coletar dados, analisar e descrever as contribuições relevantes a pesquisa. É uma revisão feita com planejamento e reunião de estudos originais, sintetizando os resultados de múltiplas investigações primárias através de estratégias que limitam vieses e erros aleatórios. (FERENHOF e FERNANDES, 2016, p. 551)

Echer (2001, p.) corrobora afirmando que

[...] a revisão da literatura serve para reconhecer a unidade e a diversidade interpretativa existente no eixo temático em que se insere o problema em estudo, para ampliar, ramificar a análise interpretativa, bem como para compor as abstrações e sínteses que qualquer pesquisa requer colaborando para a coerência nas argumentações do pesquisador.

De acordo com Ferenhof e Fernandes (2016), a revisão sistemática segue a sequência de (i) conhecer a literatura, (ii) compreender a literatura, (iii) aplicar a revisão, (iv) analisar resultados, (v) compilar resultados, ou síntese, (vi) avaliar resultados. Por sua vez, Biolchini *et al* (2007) detalham o processo de revisão sistemática através das etapas de planejamento, execução e análise dos resultados, sendo que na fase de planejamento é

desenvolvido um detalhamento de como a busca deve ser realizada, apresentando a questão central da pesquisa, objetivos, palavras-chave, *strings* de busca e o método de execução, sendo que é nesta última etapa que os artigos são identificados, selecionados e avaliados conforme o protocolo, e na análise de resultados é feita a extração e compilação dos dados.

Seguindo a etapa de planejamento, definiram-se alguns descritores, como por exemplo, "*RevenueBas* Financ**", "*startup funding*", "*Venture Capital*", "*venture debt*", "*financiamento AND startups*", "*financiamento EBT*". Por se tratar de um tema ainda pouco explorado, houve bastante dificuldade de encontrar um termo correto de pesquisa. Com esses termos definidos, foram utilizadas as bases de dados da *Harvard Business School*, EBSCO, *Web of Science* e também o Banco de Teses e Dissertações.

Por se tratar de termos relativamente genéricos, houve bastante dificuldade na pesquisa em bases. Por essa razão, deu-se preferência pela busca dentro de literaturas usadas em outras teses e dissertações com relação direta com a temática desta pesquisa. Na base de dados da *Harvard Business School*, foram encontrados 56 artigos e estudos de caso com o descritor "*startup funding*" em conjunto com filtros de "*technology*" e "*entrepreneurial finance*". Desses, foram escolhidos os mais recentes e com temáticas relacionadas ao crescimento das ENBTs *startups*. Por fim, foram selecionados 11 artigos para leitura. Além disso, buscou-se em outras bases de dados teses e dissertações temas correlatos como *Venture Capital*, *Private Equity* e *Venture Debt*, de forma que foram analisadas também as referências utilizadas por estes pesquisadores.

No total, foram selecionados 87 artigos e priorizados 38 através da relevância dos autores, do número de citações em outras pesquisas e da relação direta com a temática a ser estudada pelo pesquisador. Em relação ao idioma, priorizou-se os artigos escritos em português e em inglês. Todos os artigos foram exportados pelo *software Mendeley*, onde foram lidos, e, por fim, realizou-se a extração e compilação de dados.

4 ANÁLISE E PROPOSTA DE INTERVENÇÃO/RECOMENDAÇÃO

4.1 O Ecossistema de empreendedorismo e inovação de Florianópolis

Neste capítulo, será feita a contextualização do ecossistema de empreendedorismo mostrando como Florianópolis se tornou um polo de inovação referência no Brasil. Sendo uma das líderes em densidade de *startups* no país, disputando esse posto apenas com São Paulo, cuja população da capital, é maior que a do Estado de Santa Catarina. Florianópolis, com seus 347 anos completados em 2020, é considerada exemplo em diversas frentes sendo reconhecida como a única capital insular do Brasil e uma das melhores qualidades de vida²⁰.

O Estado de Santa Catarina é frequentemente apontado como um dos melhores estados do Brasil para se viver, possuindo um Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) de 0,84, cuja a pontuação máxima é de 1,00 (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017). O estudo do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD) aponta que 27 das 100 cidades brasileiras com melhor IDH estão localizadas em Santa Catarina. No que diz respeito à escala municipal, o IDHM (IDH Municipal) registrado em 2013 foi de 0,847, sendo o melhor estado da região sul do Brasil e o terceiro melhor do país. (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017)

Dessa maneira, esses fatores contribuem para o alto volume de pessoas de outras cidades venham para Florianópolis, gerando, acima de tudo, uma grande atração de capital humano. Isso pode ser justificado por outros fatores, tais como: a existência de universidades públicas de ponta, como a Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC) e Universidade do Estado de Santa Catarina (UDESC), além do Instituto Federal de Santa Catarina e mais 13 instituições de ensino superior, comunitárias ou privadas, com mais de 110 cursos de pós-graduação e 75 grupos de pesquisas com foco em inovação, conhecimento e empreendedorismo (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017). Esses são alguns dos fatores que diferenciam Florianópolis como capital empreendedora e inovadora.

Parte desse desenvolvimento foi iniciado com a criação da UFSC, em 1960, que tem sido frequentemente reconhecida como uma das melhores e mais empreendedoras universidades do país com diversos cursos, principalmente as engenharias. (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017).

²⁰ Disponível em: <<http://via.ufsc.br/o-ecossistema-de-inovacao-de-florianopolis/>>. Acessado em 7 de junho de 2020

O polo de inovação de Florianópolis começou a se organizar com a criação da Fundação Centro Regional de Tecnologia e Informática atualmente denominado Centro de Referência em Tecnologias Inovadoras (CERTI). em outubro de 1984. Criada a partir do departamento de engenharia mecânica da UFSC e capitaneada pelo Professor Carlos Alberto Schneider, o objetivo inicial da Fundação era auxiliar empresas a desenvolver produtos de alta tecnologia e auxiliar no desenvolvimento tecnológico do Brasil²¹.

Em 1986, foi criada a Associação Catarinense de Empresas de Tecnologia (ACATE), cujo objetivo é atuar em prol do desenvolvimento do setor de tecnologia do Estado. Ao longo de sua história, a ACATE se consolidou como uma das principais entidades de interlocução das empresas de base tecnológica do estado junto ao setor público e privado brasileiro e no exterior. Atualmente, os associados estão reunidos em verticais temáticas de negócios com grupos de empresas que atuam em diversos mercados semelhantes e complementares, promovendo o relacionamento entre essas empresas e fortalecendo esse ecossistema (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017).

No mesmo ano, a Fundação CERTI criou a primeira incubadora de empresas de base tecnológica do Brasil, denominada, inicialmente, de Incubadora Empresarial Tecnológica (IET) que em seguida passou a se chamar de Centro Empresarial para Laboração de Tecnologias Avançadas (CELTA).

O CELTA surgiu como uma forma de auxiliar no desenvolvimento econômico de Florianópolis viabilizando novas empresas de base tecnológica, com base nos talentos gerados pelas universidades do estado que antes eram levados para outros mercados, como São Paulo, Rio de Janeiro devido à falta de capacidade de absorção de mão de obra em Florianópolis e Santa Catarina. A incubadora possui como um de seus principais diferenciais, seu modelo de gestão que envolve atores tanto do setor público como do setor privado, como por exemplo, Prefeitura Municipal de Florianópolis, Governo do Estado de Santa Catarina, Universidades e entidades do meio empresarial (CELTA, 2016).

Essa incubadora ganhou ainda mais destaque pelo reconhecimento nacional e internacional sendo considerada a maior incubadora da América Latina com 10.500m² e tendo seu modelo de gestão sendo implantado em diversas outras organizações similares pelo Brasil. Em 1997, primeira a receber o prêmio de melhor incubadora do país, prêmio este dado pela Associação Nacional de Entidades Promotoras de Empreendimentos de Tecnologias Avançadas (ANPROTEC).

²¹ Disponível em: <<https://www.certi.org.br/>>. Acessado em 7 de junho de 2020

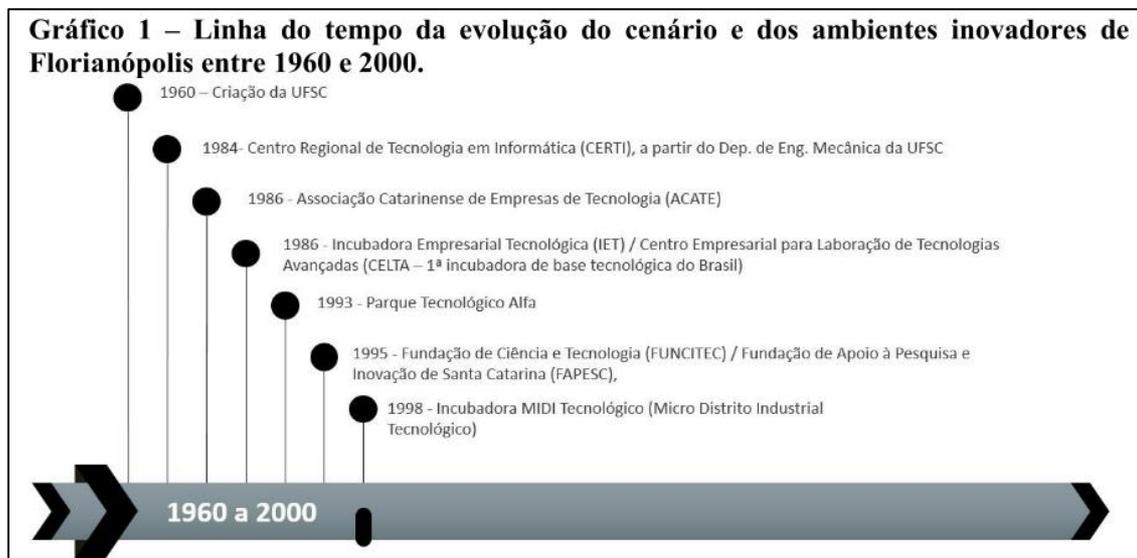
Já em 2001, também foi selecionada pela ANPROTEC como núcleo referência em capital de risco juntamente com a incubadora da PUC-RJ. Em 2006 e 2011, recebeu o Prêmio Nacional de Empreendedorismo Inovador na categoria Programa de Incubação de Empreendimentos Inovadores orientados para o Desenvolvimento de Produtos Intensivos em Tecnologia (PTI) também pela ANPROTEC. Esse prêmio confere ainda mais importância ao caráter inovador do empreendedorismo brasileiro ao reconhecer os esforços da inovação tecnológica e social do movimento de incubadoras e parques tecnológicos do país (CELTA, 2016). Ademais, como reconhecimento de sua influência no cenário inovador nacional, em 2016, foi qualificada com a certificação Cerne 1 (Centro de referência para Apoio a Novos Empreendimentos), também pela ANPROTEC (Celta, 2016), estando entre as quatro incubadoras do estado com esta certificação (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017).

Em 1993, foi criado o primeiro parque tecnológico de Florianópolis, o Parque Tecnológico Alfa com mais de 70 empresas de base tecnológicas instaladas tendo esse projeto materializado a proposta de um ambiente dedicado à inovação e tecnologia. Dois anos depois, foi criada a Fundação de Ciência e Tecnologia (FUNCITEC), cujo nome foi mudado para FAPESC, cujo propósito é fomentar as atividades de ciência, tecnologia e inovação em Santa Catarina, cuja sede fica localizada dentro do parque tecnológico Alfa, e dentro da incubadora CELTA.

Este contexto, culminou na regulamentação e promulgação da Lei número 10.355 de 09 de janeiro de 1997, que regula a inserção dos espaços de inovação no Estado de Santa Catarina. Já em 1998, foi criada a incubadora MIDI Tecnológico - Micro Distrito Industrial Tecnológico, pela ACATE, Sebrae SC, Federação das Indústrias do Estado de Santa Catarina (FIESC) e Sindicato da Indústria da Informática do Estado de Santa Catarina (SIESC) consolidando o modelo de incubação catarinense como referência nacional.

O grande objetivo do MIDI é prestar serviços para empresas nascentes de base tecnológica, visando a sua entrada no mercado de forma saudável, auxiliando também no desenvolvimento e autonomia econômica dessas empresas (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017). A imagem abaixo ilustra de forma simplificada a linha do tempo do desenvolvimento do ecossistema de inovação de Florianópolis, desde 1960 até os anos 2000:

Figura 7 - Linha do tempo da evolução do cenário e dos ambientes inovadores de Florianópolis entre 1960 e 2000



Fonte: AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017, p.5

Em 2001, é colocada em prática a iniciativa do Sapiens Parque, maior projeto de parque de inovação da América Latina, com uma área de mais de 430 hectares (4.300.000m²), cujo propósito é a promoção do desenvolvimento econômico inovador. Tendo como principais setores-alvo, Ssetores chave da economia de Florianópolis como: tecnologia da informação e comunicação, biotecnologia e ciências da vida, energia limpa e sustentável e economia criativa. Além de apoiar no desenvolvimento sustentável de empresas, governo, universidades, centros de pesquisa, sociedades, tanto com um viés regional, como também com um viés nacional, temendo como grande meta, ser um polo referência na América Latina²².

O projeto do Sapiens Parque é inovador desde sua concepção, integrando tanto setor público como iniciativa privada através de um Acordo de Cooperação firmado, em 2001, entre o Governo do Estado de Santa Catarina e Fundação CERTI (SILVA, 2011). Entre 2004 e 2005 foram aprovadas a viabilização urbanística e socioambiental. Já no ano seguinte - no dia 5 de abril de 2006 - foi inaugurado o "Marco Zero" do Sapiens Parque, em .

Como forma de desenvolvimento, o Sapiens Parque buscou, através de parcerias, a atração de empresas, laboratórios, centros de pesquisa como a realizada com a UFSC para

²²Informações obtidas com a empresa Sapiens Parque, relativos a 2016. Disponível em: <http://www.sapiensparque.com.br>. Acessado em 7 de junho de 2020.

implantação do Instituto de Pesquisa em Petróleo e Gás (INPETRO) em conjunto com a Petrobrás, a implantação do Centro de Inovação em Ensaios Pré-clínicos (CIEnP), um dos principais centros de pesquisas de medicamentos da América Latina a atração da empresa Softplan- uma das maiores empresas de base tecnológica de Santa Catarina e o foi lançado o primeiro Centro de Inovação do Sapiens Parque (INOVALAB).

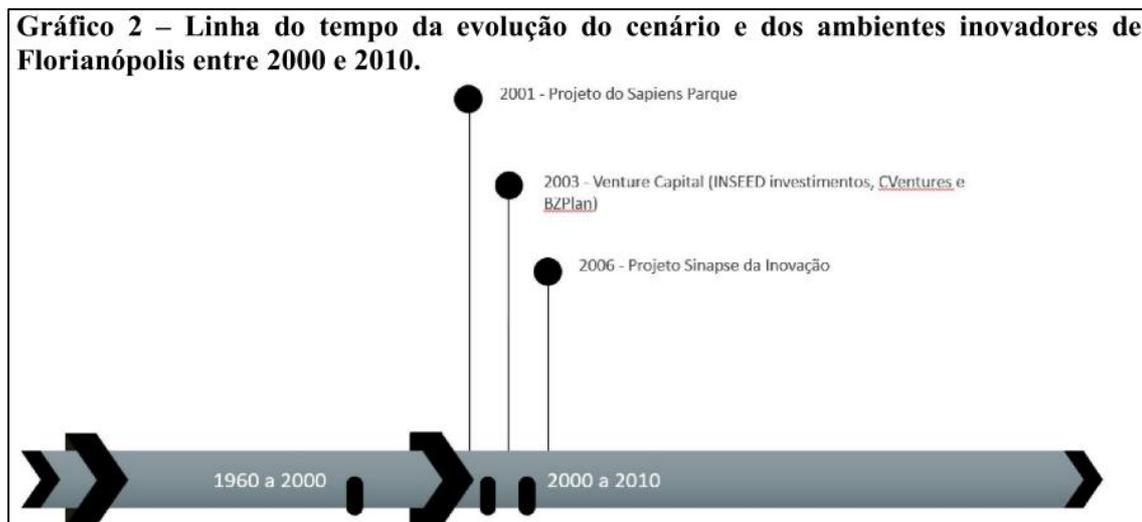
Em 2014, foram concluídas as obras da fase zero do parque dando as primeiras infraestruturas necessárias para a chegada de novas empresas. Hoje, o Sapiens Parque conta com: instalações da UFSC, áreas dedicadas a energia fotovoltaica, a presença de ônibus elétrico que faz o trajeto entre a universidade e o parque. Lá, também foi desenvolvido o primeiro filme longa metragem feito em tecnologia *stop motion* do Brasil pelo Estúdio de Animação AnimaKing (Sapiens Parque, 2016). Atualmente, o parque conta com mais de 40 empresas instaladas, um Centro de Inovação ACATE-Sapiens e possui um fluxo de pessoas diário de mais 4.000 pessoas (Sapiens Parque, 2019).

Logo, um dos principais pilares para todo o desenvolvimento econômico e tecnológico sustentável, é o capital. Florianópolis que, até então não era tão reconhecida nacionalmente e, conseqüentemente, não recebia atenção de fundos de investimentos de VC e PE, carecia de capital para fomentar o ecossistema de inovação local.

Amorim e Teixeira (2016) apontam que, a partir de 2003, começaram a se estruturar as primeiras iniciativas de VC em Florianópolis. Três entidades realizaram ações para iniciar as atividades de investimentos em *startups* de tecnologia: a INSEED Investimentos (atual KPTL Investimentos), a CVentures e a BZPlan que possuem cerca de seis fundos de investimentos. Mais recentemente criada a Rede de Investidores Anjo da ACATE (RIA ACATE) e a Floripa *Angels* como atores deste ecossistema de investimentos.

Outra grande influência no desenvolvimento do ecossistema de Florianópolis foi o programa Sinapse da Inovação que, desde 2006, apoiou a criação de mais de 500 empresas auxiliando o Estado a se tornar referência em desenvolvimento econômico inovador e tecnológico. Atualmente, o programa tomou escala nacional por meio do Programa Centelha operacionalizado pela Fundação CERTI, apoiado pela FINEP e Ministério da Economia. A imagem abaixo ilustra o desenvolvimento do ecossistema de Florianópolis entre os anos 2000 e 2010:

Figura 8 - Linha do tempo da evolução do cenário e dos ambientes inovadores de Florianópolis entre 2000 e 2010



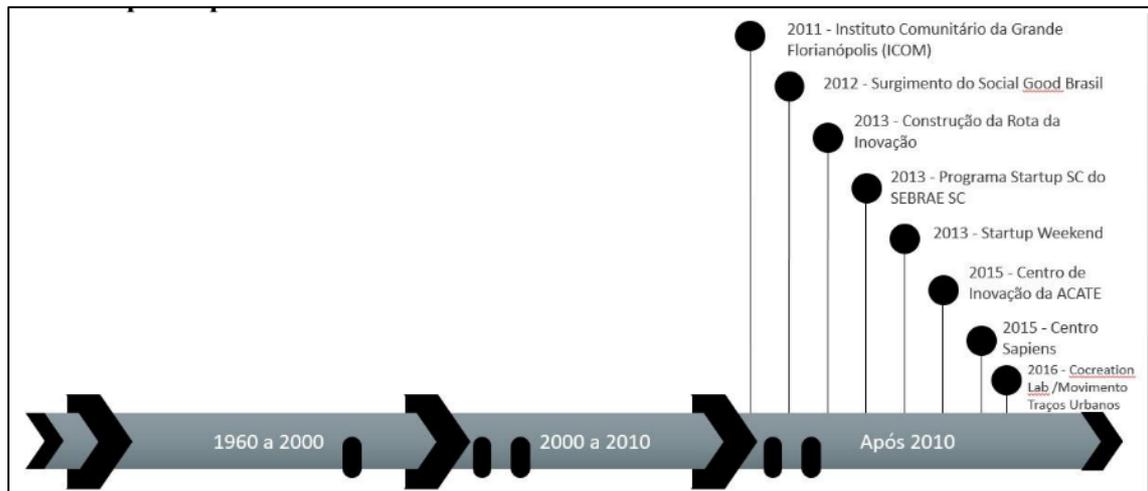
Fonte: AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017, p.6

Em 2013, foi lançado pelo Sebrae-SC o programa *StartupSC* que, já está em sua nona edição, tem como principais iniciativas a capacitação de pessoas físicas ou jurídicas, em grupo cujas propostas tenham como objetivo o desenvolvimento de produtos ou serviços com emprego de tecnologias inovadoras (*StartupSC* 2017). Essas ações, levaram ao desenvolvimento do *Startup Weekend*, realizado 10 vezes em Florianópolis e de diversos *meetups* (encontros temáticos) também organizados pelo Sebrae-SC.

É importante lembrar de eventos como *bootcamps e workshops* também são práticas constantes desde 2013. Essas iniciativas tomaram uma escala estadual sendo realizadas em diversas regiões de Santa Catarina com as temáticas mais diversas, desde Governo Eletrônico/digital, até educação, IoT, agro, dentre outras (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017).

Em 2015, foi inaugurado o Centro de Inovação ACATE Primavera que se tornou um dos principais locais de inovação de Santa Catarina. Lá, residem aceleradoras de *startups*, programas de empreendedorismo e inovação, programas de conexão entre *startups* e grandes empresas como: o Linklab ACATE, a incubadora MIDI Tecnológico, o programa de pré-incubação da ACATE, os fundos de investimentos, além de diversas empresas de tecnologia e serviços de suporte. Com isso, facilitando ainda mais a integração desses atores, a troca de experiências, o networking, e o desenvolvimento de projetos. A imagem abaixo ilustra com mais detalhes a evolução do ecossistema de inovação de Florianópolis de 2010 aos dias atuais:

Figura 9 - Linha do tempo da evolução do cenário e dos ambientes inovadores de Florianópolis entre 2010 aos dias atuais



Fonte: AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017, p.8

Em Santa Catarina, foi estabelecida, em 2008, a Lei Estadual de Inovação (Lei 14.328 de 15 de janeiro de 2008). Já em 2010, foi lançada a Política Catarinense de Ciência, Tecnologia e Inovação (AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017). Além das iniciativas advindas do setor público e privado, vale ressaltar também as legislações em ciência, tecnologia e inovação de Florianópolis, considerada como referência para diversos municípios do Brasil.

Em Florianópolis, o movimento de legislações mais específicas começou em 2012, com o estabelecimento da Lei Complementar número 432, de 07 de maio de 2012, e ainda em 2012, é feito o decreto de aprovação do regimento interno do Conselho Municipal de Inovação. Contudo, apenas em 2017 é que esta Lei Complementar é regulamentada pelo Decreto número 17.097, de 27 de janeiro de 2017. O quadro abaixo ilustra em mais detalhes a legislação em ciência, tecnologia e inovação em Florianópolis:

Quadro 4 - Principais Legislações de Ciência, Tecnologia e Inovação em Florianópolis

Ano	Regulamentação	
2012	Lei complementar nº 432, de 07 de maio de 2012	Dispõe sobre sistemas, mecanismos e incentivos à atividade tecnológica e inovativa, visando o desenvolvimento sustentável do município de Florianópolis
2012	Decreto nº 10.315, de 27 de setembro de 2012	Aprova o regimento interno do conselho municipal de inovação de Florianópolis.
2017	Decreto nº 17.097, de 27 de janeiro de 2017	Regulamenta a lei complementar nº 432, de 2012, que dispõe sobre sistemas, mecanismos e incentivos à atividade tecnológica e inovativa, visando o desenvolvimento sustentável do município de

Fonte: AZEVEDO; TEIXEIRA, 2017, p.10

Em estudo realizado pela a ACATE (2019) é destacado o desenvolvimento do ecossistema de inovação catarinense, de forma resumida, sobre os fatos supracitados, apontando os marcos de desenvolvimento como: a chegada da UFSC em 1960, a criação das entidades de pesquisa, o desenvolvimento, a tecnologia e inovação; tudo isso, consolidou de um dos maiores ecossistemas de empreendedorismo do Brasil.

Portanto, pode-se concluir que para o desenvolvimento do perfil empreendedor e inovador de Florianópolis, essas ações supracitadas, contribuíram enormemente para a formação deste ecossistema, iniciado pela criação da UFSC, até a chegada dos programas de inovação e empreendedorismo, dos fundos de VC. Logo, dos grandes diferenciais para o fomento desse ecossistema acaba sendo o alinhamento entre entidades do setor público e privado, das instituições de ensino e pesquisa, que interagem entre si, visando ao desenvolvimento econômico inovador sustentável facilitando a implantação de ações e políticas para o setor.

4.2 a55 e o modelo de Revenue Based Finance

Neste capítulo, serão apresentados os modelos de financiamentos: Revenue Based Finance (baseado em receitas) e o modelo de crédito utilizado pela fintech²³ a55 com o intuito de viabilizar uma forma alternativa de captação de recursos para *startups* de base

²³ *Fintech* é a abreviação do termo Financial Technologies, ou seja, *startups* focadas em tecnologias para o setor financeiro.

tecnológica. Em vista disso, terá como foco as características da linha de financiamento utilizada para a empresa *Exact Sales*, de Florianópolis.

As mudanças no cenário do financiamento de empresas nascentes de base tecnológicas são impulsionadas, em parte, pela forma como são construídas e se desenvolvem. Historicamente, levava anos para um novo produto começar a gerar receita, com grandes equipes de pessoas gastando anos para construir, lançar e vender um produto de software.

Atualmente, o desenvolvimento de sistemas e tecnologias, acesso à internet, serviços de nuvem com custos extremamente baixos permite que ENBTs *startups*, possam lançar a primeira versão de seus produtos em semanas ou meses. Assim, adquirindo os primeiros clientes pagantes em um espaço de tempo cada vez mais curto, fazendo com que tanto as receitas como as despesas comecem a crescer conforme a velocidade de tração das empresas.

Gerar receitas em um estágio inicial do ciclo de vida do produto dá, aos empreendedores, a opção de crescer por meio de suas próprias receitas e reinvestimento (*bootstrapping*), captar recursos com fundos de VC e vender uma parte da empresa ou buscar uma fonte de capital alternativo. Apesar de raros os casos de startups de base tecnológica que abrem capital em bolsa de valores sem aportes de VC ao longo de sua jornada, tem sido cada vez mais comum alcançarem milhões de reais de receita anual, sem nenhum investimento externo, crescendo somente via geração de receitas de vendas e gestão financeira eficiente sem, necessariamente, buscar o crescimento a qualquer custo.

Como efeito mais recente, tem se tornado cada vez mais comum que empreendedores passem a postergar ao máximo a captação de recursos por meio de vendas de participação acionária, principalmente, para evitar uma perda de participação acionária, em muitos casos, desnecessária dos fundadores dessas *startups*.

Além disso, tem sido cada vez mais comum a utilização de diferentes composições de captações de recursos incluindo venda de participação acionária (venda de *equity*) e dívida, visando a menor diluição de participação e manutenção de controle dos rumos da empresa (*LIGHTER CAPITAL*, 2019).

O *Revenue Based Finance* (RBF) possui características e especificidades que o fazem ser um modelo de crédito alternativo ao tradicional. A *Lighter Capital* (2019, p.4), uma das principais empresas a atuar com esse mecanismo, destaca algumas características do modelo:

- Montante principal totalmente financiado no fechamento da operação;

- Estruturado como um empréstimo;
- Os pagamentos mensais são iguais a uma porcentagem definida da receita mensal (normalmente de 1 a 9%);
- Os pagamentos mensais continuam até que um valor definido em dólar tenha sido pago de volta, geralmente de 1,3x a 2,5x vezes o valor do financiamento (esse múltiplo é chamado de "limite")
- Prazo, que normalmente é de 3 a 5 anos, qualquer quantia não paga do total é devida pela startup. (tradução nossa. *Lighter Capital*, 2019, p.4)²⁴

Segue abaixo um exemplo também trazido por *Lighter Capital* (2019, p.4):

- Exemplo, um empréstimo baseado em receitas (RBF) pode ser estruturado da seguinte forma:
- Empréstimo de US \$ 500 mil financiado em 1º de janeiro de 2019
- Prazo de 36 meses equivalem a 5% dos pagamentos líquidos de clientes,
- Limite de pagamento de 1,4x o montante captado (US\$700.000 em pagamentos totais, incluindo US\$ 500.000 em principal e US\$200.000 em juros)
- Pagamentos mensais

Como resultado desse modelo, temos algumas consequências, conforme explicado abaixo por *Lighter Capital* (2019, p.4):

- Semelhante à captação via equity, os investidores de *Revenue Based Finance* têm um incentivo para ajudar a empresa a crescer, porque crescimento mais rápido significa reembolso mais rápido e maior taxa interna de retorno (TIR);
- Semelhante à dívida, não há diluição na propriedade ou controle, uma vez que os investidores da RBF geralmente não tomam nenhum assento no patrimônio ou no conselho;
- Os pagamentos são flexíveis: somente a empresa paga uma porcentagem dos pagamentos dos clientes, para que não sofra problemas de fluxo de caixa;
- Tomadores de recursos via RBF raramente perdem pagamentos.

Ao compararmos o modelo de crédito RBF ao utilizado pela fintech a55, é possível perceber diferenças e especificidades. Em sua política de crédito, a a55 descreve todo o processo de segmentação e análise, bem como estabelece os parâmetros para aceitação de riscos, limites e controles para a concessão de financiamentos pela a55 aos devedores, a qual será formalizada via CCBs (cédulas de crédito bancário - instrumento jurídico para contratação da dívida) ou cessão fiduciária de recebíveis não performados.

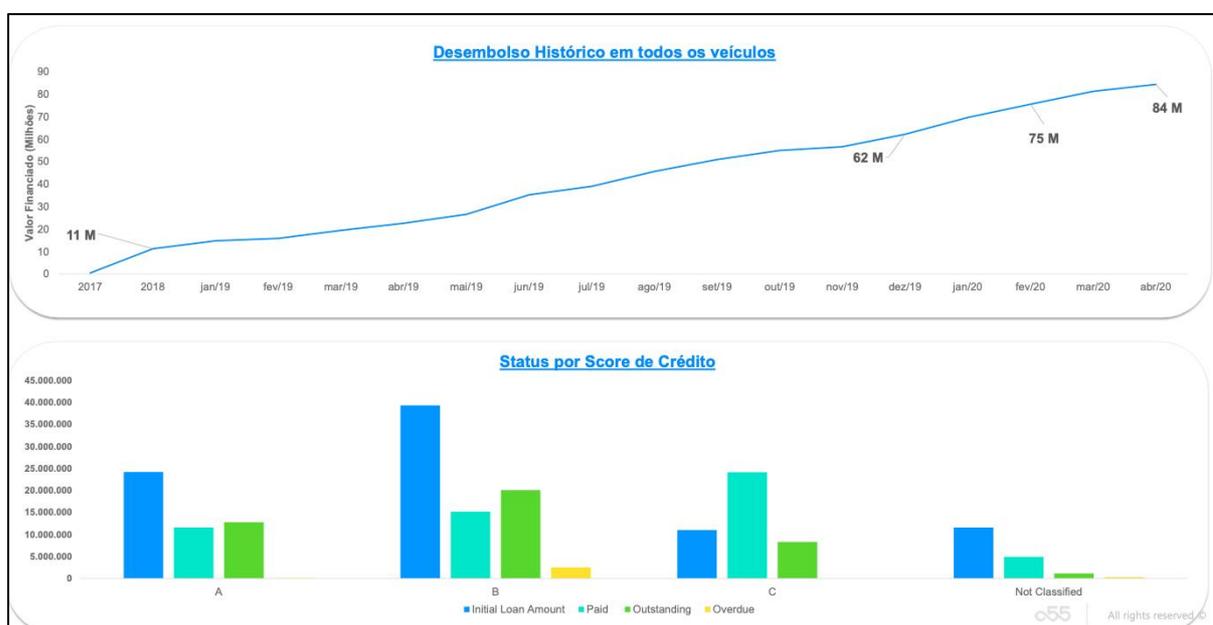
²⁴Texto Original: "HERE ARE RBF'S TYPICAL CHARACTERISTICS:

- Principal amount fully funded at closing • Structured as a loan
- Monthly payments equal a set percentage of monthly revenue (typically 1 to 9%)
- Monthly payments continue until a set dollar amount has been paid back, usually 1.3-2.5X the amount of the financing (this multiple is called the "cap")
- At maturity, which is typically 3 to 5 years, any unpaid amount of the cap is due"

Fonte: *Lighter Capital*, 2019, p.4

A a55 é a primeira *startup* de base tecnológica brasileira especializada em empréstimos para empresas com receita recorrente. Já tendo financiado mais de 50 empresas, totalizando mais de R\$ 85 milhões em créditos desembolsados e menos de 3,5% de inadimplência²⁵, trata-se de uma fintech que apoia empreendedores em suas jornadas. O propósito da a55 é ser uma alternativa de crédito para as empresas da nova economia ajudando empreendedores a crescer seus negócios e acompanhando suas jornadas. O gráfico 4 ilustra o histórico das operações de crédito da a55 desde sua fundação.

Gráfico 4 - Histórico das operações de crédito da a55



Fonte: a55

O propósito da a55 é financiar empresas com receita recorrente mensal utilizando a receita futura não-performada da empresa como forma de mitigação de risco. A concessão do crédito é condicionada a empresas possuírem receita recorrente mensal (*Monthly Recurring Revenue-MRR*), conta vinculada (conta *escrow*) para transitar uma parte da receita recorrente mensal. A a55 mitiga o risco de crédito por meio da monitoração das receitas nas contas bancárias da empresa e da performance financeira via acesso de visualização das contas bancárias, informações financeiras reportadas mensalmente além da pulverização da carteira.

O RBF surgiu nos Estados Unidos como uma maneira alternativa de financiar empresas *asset-light* com grande necessidade de capital. No modelo internacional, a taxa de

²⁵ Dados fornecidos pela empresa.

juros cobrada do devedor pode ser tanto pré-fixada (padrão) quanto variável, nesse caso os pagamentos mensais aumentam ou diminuem conforme faturamento da empresa. Já no Brasil, o modelo de RBF foi customizado para atender a legislação local e prover maior segurança jurídica aos credores se aplicando apenas o financiamento com juros pré-estabelecidos e instrumentos que criam lastro para as operações.

O processo da esteira de crédito inicia com a qualificação da empresa pela área de vendas da a55 e o envio de uma proposta indicativa de crédito contendo uma faixa de taxa de juros e o volume estimado de recursos para a operação. Após a aceitação da proposta indicativa pelo cliente, é solicitado um “pacote” de documentos para análise. Nesse pacote, estão incluídos, dentre outros, balancetes financeiros mensais, demonstrações financeiras anuais dos últimos dois anos, faturamento mensal por cliente, documentos societários, extratos bancários, detalhamento de endividamento, apresentação institucional e contratos utilizados com os principais clientes da empresa.

A partir da análise da documentação necessária, a área de crédito da a55 examina os aspectos quantitativos e qualitativos para desenvolver um modelo financeiro para a empresa e classificando os itens de sua matriz de risco. Finalizada a análise, a empresa é apresentada ao comitê interno que a avaliará. Caso este aprove a operação, a equipe de gestão de portfólio aloca a empresa em um dos veículos de investimentos da a55 de acordo com sua nota de crédito e liquidez de cada veículo.

É importante mencionar que, para veículos de investimento externos como fundos de investimentos em direitos creditórios com terceiros, a a55 envia suas análises para aprovação do crédito pelo fundo parceiro.

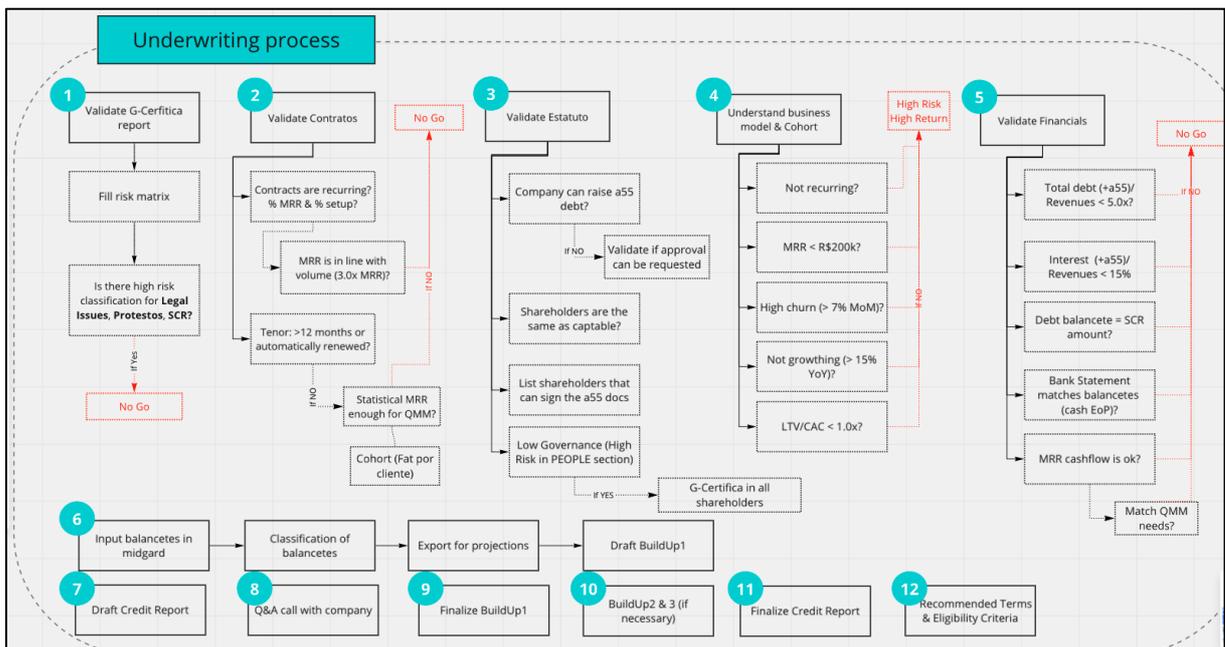
Após a aprovação do crédito pela a55 e por seus investidores parceiros, quando necessário, é feita a emissão do instrumento jurídico, a CCB, por uma instituição financeira parceira que deverá ser diligente quanto à qualidade cadastral dos devedores, comprometendo-se assim a seguir todas as regras do Banco Central do Brasil, do Conselho Monetário Nacional e do Conselho de Controle de Atividades Financeiras - COAF. Para que uma empresa seja elegível para receber crédito da a55, é necessário que ela possua características específicas como:

- Dinâmica de recorrência mensal;
- MRR (receita mensal recorrente) mínimo de R\$100 mil;
- Produto/serviço possui alguma base tecnológica;

- Dinâmica de recebimentos que permita o cliente operacionalizar uma operação com a conta vinculada do *service provider* da a55.
- Produto ou serviço diferenciado para os seus clientes;
- Vantagens competitivas claras;
- Baixo índice de endividamento
- Investida por fundos de investimento ou investidores anjo;
- Crescimento exponencial do *top-line* (receita bruta);
- Bons *reports* financeiros e gerenciais;
- Fontes de liquidez disponíveis;
- Sólidos indicadores de performance e saúde financeira;
- Time de fundadores, diretores e gestores experientes.

O fluxograma abaixo ilustra o processo de análise de crédito da a55:

Figura 10 - Fluxograma com o Processo de Análise de Crédito da a55



Fonte: Política de crédito a55

O primeiro ponto a ser analisado na análise de crédito é a checagem de antecedentes ou *background check*, da empresa em questão. Para tal, a a55 utiliza um sistema chamado G-Certifica que, a partir da análise do CNPJ da empresa, fornece diversas informações relevantes como:

- Dados básico (razão social, porte, capital social, endereço, CNAE e data de abertura);

- Estrutura societária;
- Eventuais relacionamentos com o governo federal e/ou doações eleitorais;
- Certidões (fiscais, trabalhistas e criminais);
- Exposições na mídia;
- Débitos tributários;
- Dívidas trabalhistas, previdenciárias e criminais;
- Lista de processos;
- Protestos no Serasa. (FONTE: a55)

Outro mecanismo utilizado para se analisar e validar os dados das empresas é o documento do Sistema de informações de Créditos do Banco Central do Brasil (SCR). Trata-se de um banco de dados para registro e consulta de informações sobre operações de crédito contraídas, garantias outorgadas, limites de crédito concedidos por instituições financeiras a pessoas físicas e jurídicas.

Por meio desse documento, o analista de crédito da a55 consegue examinar se os montantes de dívida apresentados pela empresa estão condizentes com o que foi reportado pelo SCR. Além disso, é possível identificar se a empresa possui limite de crédito em outros bancos caso necessite de liquidez no curto prazo. Entretanto, caso apresente algum sinal de alerta muito relevante nessa primeira análise, ela é reprovada na análise de crédito. Seguem abaixo exemplos de sinais de alertas relevantes no background check que são analisados pela a55.:

- Certidões positivas;
- Volume relevante de processos e/ou protestos;
- Montante de endividamento reportado da empresa difere muito do montante apresentado pelo SCR. (FONTE: a55)

Após a checagem da pessoa jurídica, a equipe de análise de crédito faz a pesquisa do CPF dos sócios majoritários para analisar potenciais problemas ou alertas nas pessoas físicas dos sócios da empresa. Após a checagem de antecedentes, é necessário que se faça a validação dos contratos de vendas ou prestação de serviços da empresa, pois serão a base para a composição das garantias da operação financeira com a *fintech* a55.

O potencial tomador de crédito envia os contratos assinados com os seus principais clientes e/ou modelo de contrato padrão utilizado. a análise destes é importante para compreender a dinâmica de recebimento da companhia em análise: os clientes pagam mensalmente de maneira recorrente? Existe um alto volume de receita atrelado à implementação do produto?

Outros pontos analisados são prazo (o ideal é que a empresa possua contratos de 12 meses com renovação automática) e previsão de multa em caso de rescisão ou atraso de pagamento.

Após a análise de todos esses pontos, é feito o enquadramento dos clientes em uma operação via cessão de recebíveis não performados ou via uma operação através de uma CCB. No caso de contratos que possuam um pagamento recorrente previsto em contrato e não tenham cláusulas que impeçam sua cessão, o tomador está elegível para uma operação via cessão de recebíveis que possui, como principais vantagens, a não incidência de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), isso também não afeta o endividamento da empresa, pois contabilmente esse modelo de cessão de contratos é contabilizado como uma operação de adiantamento de clientes.

Logo, a próxima etapa do processo é a validação dos documentos societários da empresa tomadora de crédito. Primeiramente, é verificada se a estrutura acionária do contrato social está condizente com a apresentada pelo tomador e pelo *software* de *background check* G-Certifica. Em complemento, é feita uma análise para entender se os documentos societários permitem o levante de uma linha de dívida com a a55 e quais aprovações internas são necessárias para que o desembolso seja concretizado.

É importante que a equipe de crédito da a55 compreenda a dinâmica de estrutura societária da empresa em análise, pois muitas das companhias possuem fundos de VC e/ou investidores anjo na sua base. Usualmente, o instrumento utilizado para esses investimentos são debêntures/mútuos conversíveis, no qual esses investidores viram credores das empresas e têm a opção de converterem esse título em ação mediante cláusulas pré-estabelecidas no contrato. Assim, em um primeiro momento, estes não figuram no estatuto social da empresa, sendo que estas as empresas possuem um quadro societário gerencial com o retrato societário da companhia no caso de conversão de ações.

Após a compreensão da estrutura societária da empresa tomadora, parte-se para o entendimento do modelo de negócios e o estudo de safra dos seus clientes. Por meio da apresentação institucional da empresa e dos conteúdos disponíveis publicamente na internet, o analista de crédito busca entender o modelo de negócios antes de entrar em uma pesquisa mais profunda dos números da companhia.

Esse primeiro entendimento é fundamental para que essa equipe entenda a dinâmica da empresa como um todo e, também o produto/serviço oferecido, facilitando a compreensão da recorrência, características do produto, vantagens competitivas, competição, potenciais riscos legais e regulatórios e margens. Caso as informações

fornecidas não sejam suficientes para um fiel entendimento dos produtos e das operações da companhia, é realizada uma conversa inicial com o cliente para discutir esses pontos.

A respeito da análise do comportamento dos clientes, o principal objetivo é compreender, de maneira detalhada, a dinâmica da base de recebíveis do potencial tomador bem como realizar o cálculo de métricas quantitativas para avaliar o modelo de negócios da empresa:

- *MRR Churn*: análise do montante que a empresa perdeu de receita recorrente de um mês para o outro;
- *Client Churn*: análise de quantos clientes a empresa perdeu de um mês para o outro;
- *New MRR*: análise do montante de novas receitas que o cliente conquistou de um mês para o outro;
- *New Clients*: análise de quanto clientes a empresa conquistou de um mês para o outro;
- *Upsell/Downsell*: análise se os clientes da empresa realizaram alguma mudança de escopo nos serviços contratados (*upgrade/downgrade*);
- Análise de retenção de receita e clientes: análise da porcentagem de clientes e receita que a empresa está conseguindo reter ao longo do tempo. (Fonte: a55)

Essas métricas também são utilizadas como premissas nas projeções de receita e número de clientes realizadas pelo analista de crédito. Antes de começar a modelagem financeira, é realizada uma rápida checagem para identificar se as cláusulas do contrato de crédito pactuados entre as partes de endividamento da empresa estão de acordo com os *covenants* padrões da a55. Além disso, são analisados os extratos bancários para verificação da quantidade de caixa da empresa e do seu real fluxo de recebimentos. A compreensão desse volume é de suma importância para a análise, já que o volume de desembolso é ajustado de acordo com esse fluxo.

Uma das informações solicitadas para os potenciais tomadores de crédito da a55 são os balancetes mensais dos últimos seis meses. Os dados são utilizados não só para que seja possível a compreensão da dinâmica dos números da empresa como um todo, mas também para as projeções financeiras mensais.

A partir das informações contidas no balancete fornecido, o analista de crédito classifica todas as contas para que fiquem no formato padrão de análise da a55. Os custos e despesas são segregados, as contas de custos de aquisição de clientes são classificadas e as linhas de endividamento bancário e parcelamentos tributários são analisadas separadamente.

Além disso, por meio da classificação das linhas do balancete, os analistas montam o fluxo de caixa histórico da companhia, principal demonstrativo da empresa quando são analisadas questões de consumo de caixa (consumo de caixa mensal da empresa), liquidez,

necessidade de capital de giro, investimentos e geração de caixa. Como muitas empresas analisadas pela a55 são startups de base tecnológica, que ainda consomem muito caixa, essa análise é essencial para verificar se a companhia tem capacidade de honrar com a sua linha de endividamento.

Outro ponto relevante no processo de análise é a realização de uma teleconferência entre a equipe de análise da a55 e os sócios da empresa tomadora. Na maioria dos casos, mesmo após os dados recebidos ainda restam dúvidas sobre a empresa, por esse motivo é realizada essa reunião para mitigação de dúvidas entre o analista de crédito e o CEO/CFO da empresa para entendimento de planejamento futuro, governança, uso dos recursos da linha ou até mesmo para esclarecimento de números que não tenham ficado claros durante a análise do caso.

Com a análise de todos os dados recebidos e a teleconferência para mitigação e resolução de dúvidas com o potencial cliente, o analista de crédito finaliza as premissas e projeção financeira da companhia. Além disso, é realizada uma simulação com a linha de financiamento para identificar se o cliente possui saúde financeira para honrar com tal endividamento (análise de prazo, taxa de juros e montante da dívida). Como último passo antes do comitê interno de crédito, é finalizada o preenchimento de toda a matriz de análise com as respectivas notas de cada um dos itens

A matriz de crédito da a55 foi desenvolvida internamente pela empresa. Durante o processo de análise de crédito é feita a validação de diversas informações enviadas pelo próprio devedor, além de fontes externas. Na figura abaixo, estão descritos os principais pontos analisados pela equipe de crédito. Tais pontos são traduzidos em 32 perguntas que são classificadas para cada operação de financiamento por baixo risco (0), médio risco (5) e alto risco (10). Após o preenchimento de tais perguntas no Motor de Crédito (Credit Engine - algoritmo desenvolvido pela própria a55 para precificação da taxa de juros da operação), a operação tem uma nota e uma faixa de taxa mínima, média e máxima. No modelo da a55, a escala posiciona quanto menor a nota (0% - 100%), melhor o risco de crédito.

A matriz de crédito precifica, com base em 32 pontos de análise, o risco de crédito de uma empresa. Desde uma checagem de antecedentes da empresa, seus sócios, mercado, protestos, até a qualidade dos recebíveis e métricas financeiras, de forma a ter uma noção mais apurada sobre o risco de crédito das empresas a serem financiadas. A figura abaixo ilustra como funciona a matriz de crédito criada e utilizada pela *fintech*:

Tabela 2 – Matriz utilizada pela *fintech* a55 em sua análise de crédito

Matriz de Crédito

Matriz de Crédito (Itens & Pesos)	Baixo Risco (1)	Médio Risco (5)	Alto Risco (10)	Nota do Item	Peso	Nota
1. BACKGROUND CHECK Grupo economico				Baixo Risco	1	1
2. BACKGROUND CHECK Relac. Governo				Baixo Risco	1	1
3. BACKGROUND CHECK Processos				Baixo Risco	1	1
4. BACKGROUND CHECK Dividas Trabalhistas	1		High Risk -> NO GO	Baixo Risco	1	1
5. BACKGROUND CHECK Dividas Tributárias				Baixo Risco	1	1
6. BACKGROUND CHECK Protestos				Baixo Risco	1	1
7. BACKGROUND CHECK SCR				Baixo Risco	1	1
8. PRODUTO Problema Endereçado				Baixo Risco	1	5
9. PRODUTO Como é endereçado/entregue?		5		Médio Risco	5	25
10. PRODUTO Quem é o cliente?				Baixo Risco	1	5
11. PRODUTO Investimento necessário			High Risk -> NO GO	Baixo Risco	1	5
12. MERCADO Expectativa do setor				Baixo Risco	1	1
13. MERCADO Mercado competitivo	1			Alto Risco	10	10
14. MERCADO Regulatório			High Risk -> NO GO	Baixo Risco	1	1
15. PESSOAS Acionistas			10	Baixo Risco	1	10
16. PESSOAS Time de gestão				Médio Risco	5	50
17. PESSOAS Time financeiro			High Risk -> NO GO	Baixo Risco	1	10
18. FINANCEIRO Receita				Baixo Risco	1	10
19. FINANCEIRO Mg contribuição				Médio Risco	5	50
20. FINANCEIRO WK				Baixo Risco	1	10
21. FINANCEIRO Endividamento			10	Baixo Risco	1	10
22. FINANCEIRO Liquidez				Baixo Risco	1	10
23. FINANCEIRO Breakeven/Repagamento				Médio Risco	5	50
24. FINANCEIRO Projeção & Cenários				Baixo Risco	1	10
25. RECEBIVEIS Curva ABC				Alto Risco	10	50
26. RECEBIVEIS Perfil de clientes		5		Médio Risco	5	25
27. RECEBIVEIS Churn				Baixo Risco	1	5
28. RECEBIVEIS LTV/CAC				Baixo Risco	1	5
29. RECEBIVEIS CAC Payback				Médio Risco	5	25
30. LINHA a55 Uso dos Recursos				Baixo Risco	1	10
31. LINHA a55 Método de Cobrança			10	Médio Risco	5	50
32. LINHA a55 Formato Contratos				Baixo Risco	1	10
				Risco do Cliente -> BAIKO		25%

Nível de Risco → 0% Baixo (Verde) 50% Médio (Amarelo) 75% Alto (Vermelho) 100%

✔ Transações Aprovadas
⚠ Transações Submetidas à Análise Específica do FIDC
✘ Transações Reprovadas

Fonte: A55

Fonte: Política de crédito a55

De forma mais detalhada, a matriz de crédito analisa os pontos, de forma a verificar o real risco de crédito da empresa, o risco de repagamento, e veracidade dos dados enviados pela empresa. Todos esses dados ajudam também no controle de risco, prevenção a lavagem de dinheiro dentre outras políticas de *compliance* vigentes no mercado financeiro brasileiro. Logo, está detalhado abaixo cada um dos pontos previstos na matriz de crédito desenvolvida pela a55:

- CNPJs Correlacionados: É verificado se a empresa apresenta algum CNPJ correlacionado. Caso haja outros CNPJs relacionados com a empresa ou em nome de algum dos sócios, é feito o *background check* de todas as entidades para verificar o risco de crédito do grupo econômico; caso haja risco do grupo econômico a empresa é reprovada;
- Relacionamento com o Governo: É verificado se a empresa possui alguma relação com o Governo; caso a empresa tenha uma concentração de receita com o Governo, causando um risco de crédito, a empresa é reprovada.
- Processos Legais em Tribunais Superiores: É verificado se a empresa possui algum processo ativo em tribunais superiores (TJ & TRF); caso o volume em discussão seja relevante em comparação ao total de passivos da empresa, causando um risco de crédito, a empresa é reprovada;

- Passivos Trabalhistas: É verificado se a empresa possui processos trabalhistas; caso o volume em discussão de dívidas trabalhistas seja relevante em comparação ao total de passivos da empresa, causando um risco de crédito, a empresa é reprovada;
- Dívida com União: É verificado se a empresa possui dívida com a União; caso o volume em discussão de dívidas com a União seja relevante em comparação ao total de passivos da empresa, causando um risco de crédito, a empresa é reprovada;
- Protestos em birôs de crédito (SPC e Serasa): É verificado se a empresa sofreu algum protesto nos últimos 12 meses; caso a empresa tenha protestos, e o volume seja relevante em comparação ao total de passivos da empresa, causando um risco de crédito, a empresa é reprovada;
- SCR (Banco Central - BACEN): É verificado o SCR da empresa, para validar o montante de endividamento, atrasos e defaults no sistema bancário Brasileiro; caso a empresa tenha defaults e/ou dívida em volumes diferentes dos demonstrativos contábeis, a empresa é reprovada;
- Valor do produto: É analisado se o produto/serviço oferecido é capaz de resolver a demanda de seus clientes, se a forma de entrega do produto foi testada e validada no mercado, e se a empresa tem uma sólida estratégia para endereçar o mercado consumidor-alvo do produto;
- Necessidade de investimento: É verificado se a empresa está em fase pré-operacional, investindo no desenvolvimento de produto inicial; caso positivo, a empresa é reprovada. Caso a empresa esteja investindo em melhorias de produto, ou em novos produtos que não o core business, ela recebe uma nota de risco alta;
- Mercado de atuação: É analisado o mercado competitivo que a empresa está inserida, ou seja, quem são seus principais competidores locais e globais e qual o posicionamento destes, além da análise da correlação do segmento com a performance da economia e principais riscos em caso de um estresse econômico;
- Riscos legais e regulatórios: É verificado se a empresa atua em um mercado que possui algum risco legal ou regulatório que prejudique

consideravelmente o modelo de negócios da empresa; caso positivo, a empresa é reprovada;

- Time de gestão: É analisado o time de gestão da companhia, experiências prévias, e capacidade de gestão financeira da empresa; caso a empresa não possua um time de gestão adequado, não consiga gerar informações consistentes e adequadas sobre a operação do negócio (relatórios gerenciais, informações contábeis, entre outros), inviabilizando a análise completa da performance financeira, ou qualquer outro indicador que cause prejuízo ao caráter dos tomadores, a empresa recebe uma nota de alto risco no quesito e pode até ser reprovada caso isso cause um risco de crédito alto;
- Acionistas: É analisado o background dos acionistas da empresa, e a sua capacidade (liquidez) de auxiliar a empresa em caso de necessidade (analisa-se também o IRPF dos principais sócios); em caso de empresas investidas por investidores externos, também é analisado a sua atuação no dia a dia das operações (exemplo presença em conselho de administração);
- Verificações de documentações -> Estatuto Social:
- Impedimentos Societários: É verificado no Estatuto Social da empresa a existência de qualquer impedimento a tomada da linha da a55 (exemplo, dívidas acima de R\$1mn requerem aprovação do conselho de administração), e a notificação da empresa para que ela obtenha essa aprovação (necessário para a formalização da operação);
- Representantes Legais: É verificado no Estatuto Social da empresa quem são os representantes legais da empresa e os poderes de atuação (necessário para a formalização da operação);
- Composição Acionária: É verificado se os sócios declarados no relatório gerencial de participações (*captable*) são os mesmos que no Estatuto Social mais recente; em caso de empresas investidas por investidores profissionais, essa informação é relevante para entender possíveis mútuos conversíveis, e fundos que fizeram investimentos, mas ainda não possuem ações da empresa; (FONTE: a55).

No que diz respeito à performance financeira da empresa analisada são investigados os seguintes pontos:

- Tamanho da empresa: É verificado o faturamento mensal recorrente (MRR) da empresa; caso o MRR seja menor que R\$100.000,00, a empresa é reprovada;
- Margem Bruta: É verificado a margem bruta (Receita Líquida – Custos Fixos e Variáveis para manter a operação) da empresa; essa informação será usada para o cálculo da alavancagem máxima da empresa; caso a empresa tenha uma margem bruta maior, ela poderá se alavancar devido a maior rentabilidade do seu produto vendido/serviço prestado;
- Endividamento: É analisado o endividamento existente – volume, termos das linhas em aberto, eventos de default/atraso (SCR), e limites disponíveis no mercado; é analisado o volume de endividamento da empresa considerando o volume existente (+) a nova dívida sendo discutida, a fim de manter um nível adequado de endividamento de acordo com os covenants pré-estabelecidos do produto;
- Verificações de documentos -> Extratos Bancários: É verificado se as informações nos extratos bancários fornecidos pela empresa estão de acordo com as informações contábeis (exemplo saldos das contas bancárias); caso os valores estejam com diferenças relevantes, gerando um risco de confiabilidade nas informações enviadas, a empresa é descartada.
- Clientes: É analisado como é composta a base de clientes da empresa; caso os principais clientes da empresa sejam grandes empresas isso é considerado um risco elevado devido ao risco de performance dos recebíveis (atraso e prazo longo de pagamento);
- Cohort – análise dos recebíveis: É analisado o faturamento por cliente de em média os últimos 12 meses para entender a robustez da base de recebíveis que será usada como garantia. Os principais pontos analisados são:
- Concentração da carteira: É analisado se a carteira de recebíveis é concentrada (exemplo 10 maiores clientes representam mais de 70% da receita mensal); caso positivo, isso é considerado um alto risco;
- Churn: É analisado a capacidade de retenção da base de clientes da empresa, *cross-selling (upsale)*, perda de ticket médio (*downsale*) e entrada de novos clientes; caso a empresa tenha um *churn* alto com a sua base de clientes (exemplo acima de 8% ao mês), isso é considerado um alto risco na análise;
- LTV/CAC: É analisado o retorno dos clientes na base, comparado com o custo de aquisição de cada cliente; caso a empresa tenha um retorno baixo com o cliente, isso é considerado um alto risco na análise;
- *CAC Payback*: É analisado o custo de aquisição de novos clientes (despesas com vendas, propaganda e *marketing*), e o tempo que a empresa demora para recuperar tal investimento; caso a empresa tenha um período de *payback* alto (exemplo acima de 12 meses, período de carência da linha), isso é considerado um alto risco na análise. (FONTE: a55)

Além dos pontos supracitados, é feita a análise de outros parâmetros para se chegar em um limite de endividamento considerável aceitável pela área de crédito. Esse limite é analisado por meio de indicadores tais como: margem de contribuição do produto, parcelas mensais de dívidas, pagamento de juros, receitas dentre outros fatores. A tabela 3 ilustra um exemplo de cálculo de limite de endividamento por empresa, com base nos dados financeiros coletados, desenvolvida pela *fintech* a55 e validados através de *backtests* desenvolvidos pela área de crédito:

Tabela 3 - Limite de Endividamento Total com base na relação na capacidade de fazer o serviço da dívida mensal

Receita Mensal		Juros Médio		Amortização		Mg Contribuição:							Mg Contribuição:						
500.000		2,00%		12 months		30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
PMT	Dívida total	Dívida Total / Receita Mensal		Dívida Total / Mg Contribuição							PMT / Mg Contribuição								
R\$ 50.000	R\$ 528.767	1,1x	3,5x	2,6x	2,1x	1,8x	1,5x	1,3x	1,2x	33%	25%	20%	17%	14%	13%	11%			
R\$ 75.000	R\$ 793.151	1,6x	5,3x	4,0x	3,2x	2,6x	2,3x	2,0x	1,8x	50%	38%	30%	25%	21%	19%	17%			
R\$ 100.000	R\$ 1.057.534	2,1x	7,1x	5,3x	4,2x	3,5x	3,0x	2,6x	2,4x	67%	50%	40%	33%	29%	25%	22%			
R\$ 125.000	R\$ 1.321.918	2,6x	8,8x	6,6x	5,3x	4,4x	3,8x	3,3x	2,9x	83%	63%	50%	42%	36%	31%	28%			
R\$ 150.000	R\$ 1.586.301	3,2x	10,6x	7,9x	6,3x	5,3x	4,5x	4,0x	3,5x	100%	75%	60%	50%	43%	38%	33%			
R\$ 188.000	R\$ 1.988.164	4,0x	13,3x	9,9x	8,0x	6,6x	5,7x	5,0x	4,4x	125%	94%	75%	63%	54%	47%	42%			
R\$ 213.000	R\$ 2.252.548	4,5x	15,0x	11,3x	9,0x	7,5x	6,4x	5,6x	5,0x	142%	107%	85%	71%	61%	53%	47%			
R\$ 226.000	R\$ 2.390.027	4,8x	15,9x	12,0x	9,6x	8,0x	6,8x	6,0x	5,3x	151%	113%	92%	75%	65%	57%	50%			
R\$ 261.000	R\$ 2.760.164	5,5x	18,4x	13,8x	11,0x	9,2x	7,9x	6,9x	6,1x	174%	131%	104%	87%	75%	65%	58%			
R\$ 273.000	R\$ 2.887.068	5,8x	19,2x	14,4x	11,5x	9,6x	8,2x	7,2x	6,4x	182%	137%	109%	91%	78%	68%	61%			
R\$ 311.000	R\$ 3.288.931	6,6x	21,9x	16,4x	13,2x	11,0x	9,4x	8,2x	7,3x	207%	156%	124%	104%	89%	78%	69%			
R\$ 336.000	R\$ 3.553.315	7,1x	23,7x	17,8x	14,2x	11,8x	10,2x	8,9x	7,9x	224%	168%	134%	112%	96%	84%	75%			
R\$ 361.000	R\$ 3.817.698	7,6x	25,5x	19,1x	15,3x	12,7x	10,9x	9,5x	8,5x	241%	181%	144%	120%	103%	90%	80%			
R\$ 386.000	R\$ 4.082.082	8,2x	27,2x	20,4x	16,3x	13,6x	11,7x	10,2x	9,1x	257%	193%	154%	129%	110%	97%	86%			
R\$ 411.000	R\$ 4.346.465	8,7x	29,0x	21,7x	17,4x	14,5x	12,4x	10,9x	9,7x	274%	206%	164%	137%	117%	103%	91%			

Exemplo: Como definir o volume de dívida possível para uma empresa que possui receita recorrente mensal de R\$500,000 e uma margem de contribuição de 60%?

- Essa empresa poderia ter até 75% da sua Margem de Contribuição Mensal alocada para pagamento de dívidas (PMT = principal e juros)
- Isso representaria até 8,0x o Endividamento Total / Margem de Contribuição Mensal
- E até 4,8x o Endividamento Total / Receita Mensal
- Se a empresa não tiver outras dívidas, a linha a55 pode ser de até R\$2,3mn

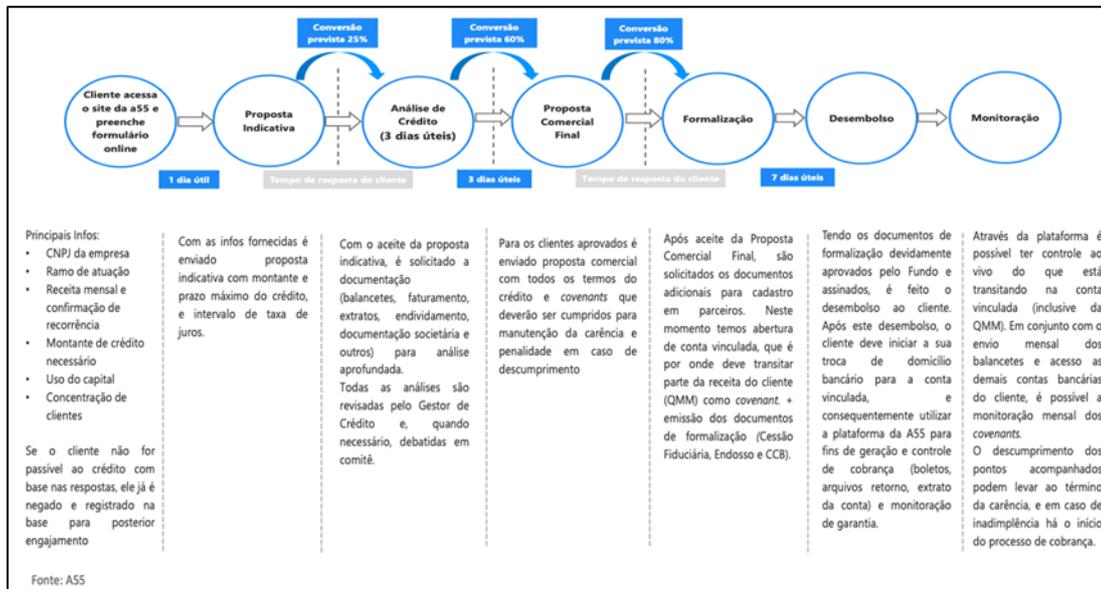
Fonte: a55

Por fim, são analisados os perfis das garantias que serão utilizados pela empresa para viabilizar a operação de crédito conforme detalhamento abaixo:

- Fluxo de Caixa Recorrente: É verificado se a empresa possui fluxo de caixa mensal para compor a QMM (Quantidade Mínima Mensal - fluxo de receita recorrente mínimo a transitar mensalmente na Conta Vinculada); caso a empresa não tenha fluxo de caixa o suficiente para respeitar o covenant de QMM, a empresa é descartada;
- Características dos Contratos: É analisado a vigência dos contratos da empresa com seus clientes - preferencialmente com vigência acima de 12 meses, com renovação automática e multa em caso de rescisão; caso a empresa não possua contratos de longo prazo com os clientes, é analisado a recorrência estatística (recorrência mensal dos mesmos clientes, apesar de não haver contratos) e a qualidade da carteira de recebíveis (análise de cohort); caso a empresa não possua recorrência contratual nem estatística, a empresa é descartada;
- Plataforma de Cobrança: É analisado qual a forma de cobrança dos clientes da empresa; caso a empresa faça a cobrança por meio de boletos ou cartão de crédito, o risco considerado é baixo; caso a cobrança seja por meio de TED, o risco é considerado alto; caso a empresa possua algum impedimento operacional para realizar a mudança de domicílio bancário da sua base de recebíveis para a conta vinculada a55, a empresa é reprovada. (FONTE: a55).

A figura 11 resume o processo de uma empresa para obtenção de crédito com a a55, explicado anteriormente desde a entrada da empresa no processo de análise até o desembolso dos recursos.

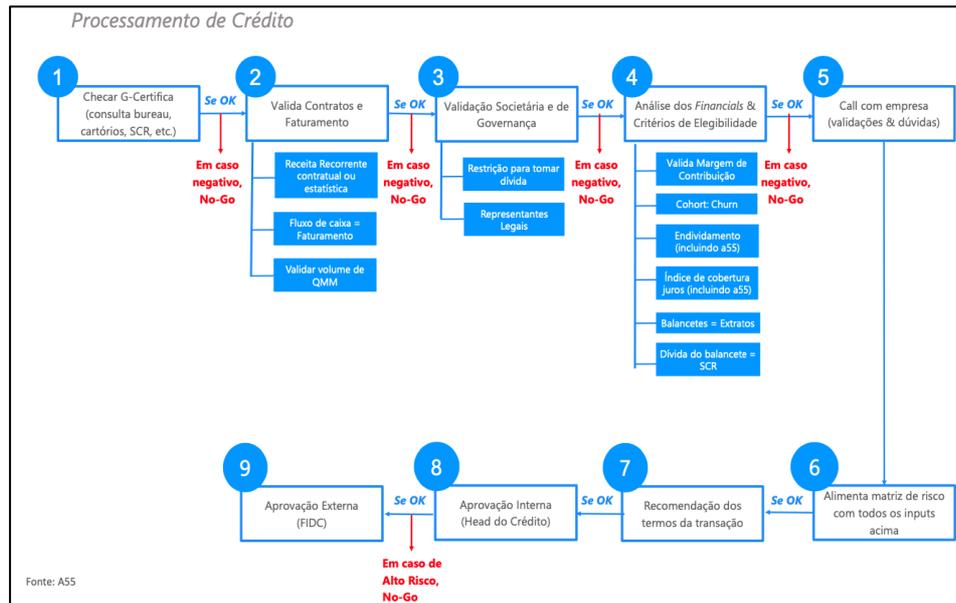
Figura 11 - Processo resumido de obtenção de crédito via RBF através da *fintech* a55



Fonte: a55

A figura abaixo mostra, em maiores detalhes, o processo de tomada de crédito. Nesse caso, a empresa possui uma série de verificações documentais, interações com a empresa demandante dos recursos, análise mais aprofundada sobre os números da empresa e demais itens que compõem este processo até a chegada de desembolso. Vale ressaltar que, esse modelo utilizado pela a55 é baseado no modelo tradicional de RBF, mas adaptado para a realidade e legislação brasileiras, o que difere do modelo utilizado em países como EUA.

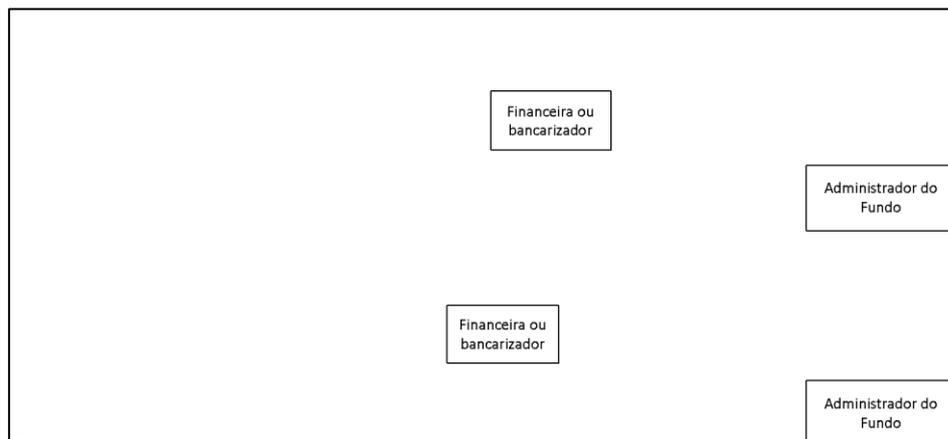
Figura 12 - Subscrição e processamento do crédito na a55



Fonte: a55

Por fim, tem-se o processo de formalização da operação, na qual são assinados os instrumentos jurídicos como: cédula de crédito bancário (CCB), endosso da operação saindo da financeira para o veículo de investimentos da a55 passando para a fase final de monitoramento das garantias e da empresa financiada.

Figura 13 - Processo de formalização da operação de financiamento para os clientes da a55



Fonte: a55

Nas fases descritas na figura acima, ocorrem os seguintes passos:

Fase 1:

1. a55, atuando como Correspondente Bancário, identifica potencial Emitente e prepara Dossiê de Crédito, incluindo: (a) qualificação, características da transação

potencial, relatório simplificado de due diligence, histórico de receitas recorrentes mensais e potencial QMM (quantidade mínima mensal, ou valor mínimo a ser transitado na conta vinculada/*escrow*) a ser considerada;

2. Agente formalizador da operação (financeira ou banco) recebe Dossiê de Crédito, realiza conferência do procedimento de *due diligence* e a verificação de poderes;

3. Agente formalizador da operação (financeira ou banco) encaminha Dossiê de Crédito para Gestor e Custodiante;

4. Gestor confere o Dossiê de Crédito e os relatórios de verificação de poderes, Condições de Cessão, Critérios de Elegibilidade (indicativamente) e adequação à Política de Investimentos. Custodiante verifica a disponibilidade de caixa no FIDC e envia resposta confirmando aprovação inicial da transação;

5. a55 e Banco realizam as etapas operacionais que precedem a oferta de direitos creditórios, como: (a) cadastros junto ao Banco e Agentes Depositários; (b) abertura de conta vinculada; (c) definição de data de desembolso e assinaturas dos documentos de formalização; e (d) geração das versões finais dos documentos de formalização.

Fase 2:

6. Emitente formaliza CCB e demais documentos da operação

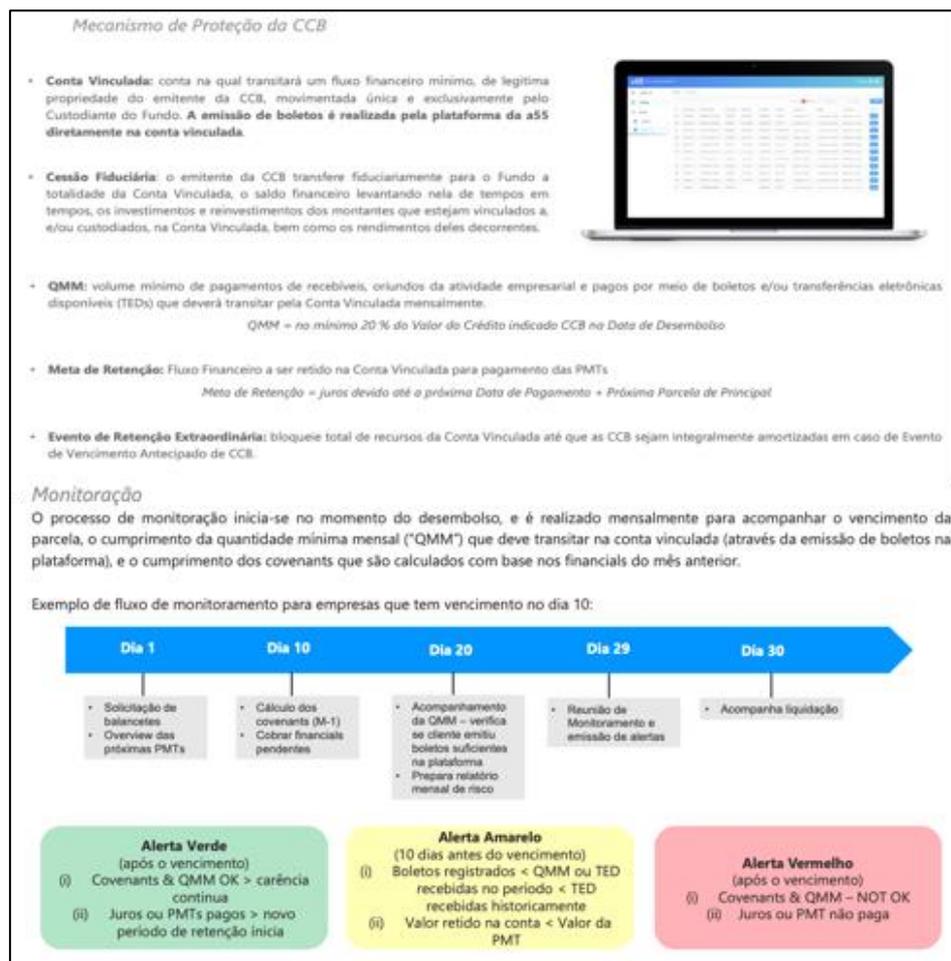
7. Agente formalizador da operação (financeira ou banco) envia arquivo de oferta de Direitos Creditórios para FIDC na Data de Oferta

8. Custodiante e Gestor confirmam os atendimentos aos Critérios de Elegibilidade, Condições de Endosso e Política de Investimentos na Data de Oferta

9. Transação é formalizada e liquidada *no Dia Útil posterior*

Após o desembolso dos recursos, é necessário que as empresas tomadoras façam alguns processos, tais como: realizar parte de seu faturamento através de uma conta vinculada com a a55 (*escrow account*), em que há uma trava dos recursos até que sua soma seja equivalente ao valor da parcela devida naquele mês. Após esse montante ser atingido, a empresa pode movimentar os recursos como quiser.

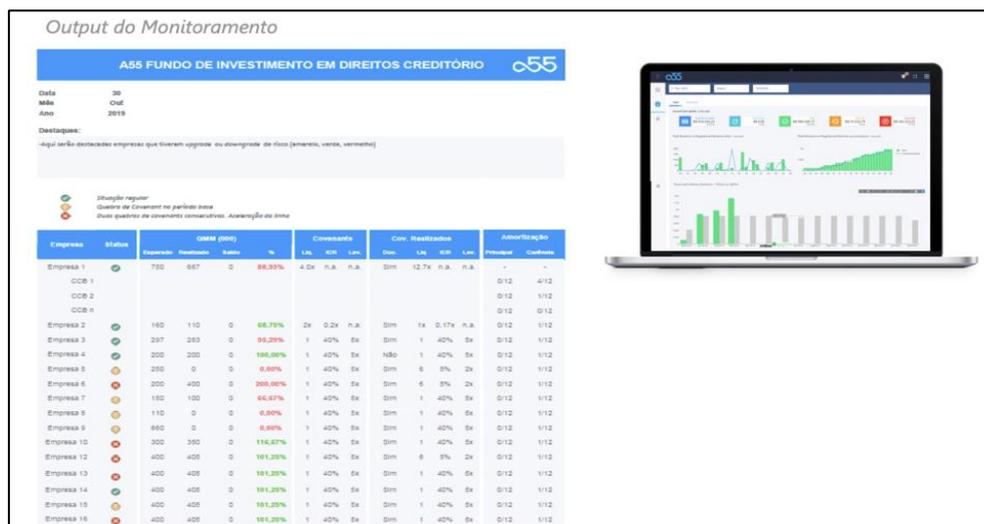
Figura 14 - Mecanismos de monitoramento da a55



Fonte: a55

A figura 15 mostra algumas das telas de monitoramento utilizadas pela a55 através dos sistemas proprietários da empresa que permitem o acompanhamento do risco de crédito do cliente em tempo real, evitando e mitigando eventuais riscos de crédito ao longo do prazo da operação.

Figura 15 - Outputs de monitoramento da a55



Fonte: a55

Neste capítulo foi abordado o modelo de crédito baseado em receitas ou *Revenue Based Finance* e o modelo de crédito utilizado pela a55, haja vista as diferenças de legislação entre Brasil, sede da a55 e os Estados Unidos, país onde foi criado o modelo de RBF. Com base nesse mecanismo de financiamento e sistemas de monitoramento, a a55 conseguiu financiar mais de 50 empresas, tendo o um volume de crédito superior a R\$85 milhões, com uma inadimplência inferior a 3,5%, desde sua concepção. Com esse modelo, a empresa pretende atingir a marca de R\$300 milhões em carteira de crédito ainda em 2020²⁶, por meio de novos modelos mais tecnológicos e ágeis para concessão do crédito, como por exemplo, através de algoritmos de precificação automática.

4.3 Crédito como Serviço

Neste capítulo, será abordado o modelo financiamento via RBF, dando destaque aos processos de análise de crédito, prazos, perfil de empresas aptas dentre outras variáveis relevantes para a tomada de crédito que será disponibilizada para as micro, pequenas e médias empresas brasileiras.

O modelo de compras de produtos e serviços tem se adaptado e evoluído ao longo das últimas décadas impactado, principalmente, pelos avanços da tecnologia. Nessa nova

²⁶ Disponível em: <<https://scinova.com.br/me-pague-com-sua-recorrenca-fintech-a55-aposta-em-modelo-de-financiamento-simplificado-para-empresas-saas/>>. Acessado em 30 de maio de 2020

economia que se desenvolve no começo do século XXI, essas modificações implicam diretamente na facilitação dessas compras.

Esse modelo permite que o cliente tenha muito mais flexibilidade ao adquirir ou cancelar serviços e tenha um custo consideravelmente menor, haja vista que em grande parte dos modelos "*as a service*", a cobrança é mensal. Para as empresas, isso permite uma receita muito mais previsível, pois é possível estimar a média de tempo em que os clientes permanecem em sua base.

Durante sua jornada de crescimento e desenvolvimento de produtos, a a55 trabalha para criar uma forma de democratizar e capilarizar o crédito de forma simples no Brasil. Apesar de ter números bastante expressivos sobre volume de financiamentos, gestão de risco de crédito e inadimplência busca criar um modelo cada vez mais automatizado e de fácil acesso, viabilizando um modelo de Crédito como Serviço (Credit as a Service ou CaaS).

O modelo de CaaS visa a solucionar um problema já abordado anteriormente: a dificuldade de tomada de crédito no Brasil por *startups* de base tecnológica. Ao responder ativamente a essa demanda, um dos resultados esperados é que haja mais desenvolvimento econômico, tecnológico e inovações de maneira mais sustentável.

Nesse sentido, o primeiro passo da a55 foi criar uma plataforma de inteligência de dados chamada "aSuaReceita²⁷". Nela, as empresas podem acompanhar, em tempo real, suas transações, recebimentos de clientes, despesas e, assim terem dados inteligentes sobre sua saúde financeira através de *dashboards* com *insights* relativos à cobranças, despesas, sacados dentre outras funcionalidades que ainda serão desenvolvidas e agregadas a plataforma. As imagens abaixo demonstram algumas das funcionalidades já desenvolvidas:

²⁷Veja mais informações em: asuareceita.com.br

Figura 16 - Dashboards com insights sobre as empresas usuárias da plataforma a55



Fonte: a55

As informações acima foram extraídas por meio da inclusão de dados das contas bancárias das companhias na plataforma a55 através das novas regras de *open banking*, normatizadas pelo Banco Central do Brasil em 2020. Uma vez inseridos dados, as empresas concordam com o compartilhamento das informações com a a55, em acordo com a Lei Geral de Proteção de Dados. Logo, a a55 passará a usá-los para geração de inteligência de negócios, interpretação de dados crus, além de alimentar o algoritmo de precificação de risco que informará se a empresa tem condições de receber um financiamento, o valor mais propício, taxas, prazos, formato de operação dentre outras peculiaridades do modelo de crédito desenvolvido pela *fintech*.

Em vista disso, o principal objetivo da a55 é fazer com que a obtenção de crédito seja tão simples quanto contratar um serviço dando maior acessibilidade à capital para empresas e permitindo geração de emprego, renda e oportunidades. Com isso, visa a também

digitalizar os processos e burocracias de uma tomada de crédito, reduzindo os tempos entre a solicitação de financiamento até o recebimento dos recursos por parte das empresas demandantes.

Além disso, o posicionamento de soluções financeiras oferecidas pela a55 é uma consequência da necessidade de ganhar escala e também acompanhar o crescimento da demanda de capital do mercado como um todo. A ideia da criação de um local em que as empresas possam obter inteligência de dados para crescimento de seus negócios com serviços financeiros acoplados, partiu de uma iniciativa de pequenos serviços financeiros que, juntos em uma única área de acesso, trabalham de formas independentes, desempenhando um papel sinérgico para a jornada de crescimento de pequenos e médios negócios.

Os atores ligados ao sistema desenvolvido pela a55 entregam, continuamente, o valor tanto para a própria plataforma como também para os usuários criando uma rede. Esta gera um ciclo virtuoso entre os integrantes. Assim, todos se beneficiam fazendo um serviço de qualidade e dando visibilidade de informações para os usuários. Essa cadeia de valor envolve todos os parceiros de serviços e de operação da a55 estabelecendo uma interação permanente mútua, , assim o efeito da rede afeta todos os envolvidos. Conseqüentemente quanto mais agregam valor para a plataforma, mais usufruem dos benefícios.

A sinergia entre os produtos ofertados pela a55 é a consequência da usabilidade desses serviços que, através de dados e inteligência financeira, permite aos usuários melhorarem sua gestão, e resultados. Sendo assim, na "aSuaReceita"²⁸ os usuários cadastram suas contas bancárias em modo de visualização, para que, delas, sejam extraídos dados e gerados diversas informações sobre a saúde financeira da empresa, comportamento dos clientes, inadimplência, projeção de fluxo de caixa, dentre outras funcionalidades a serem implantadas.

Ao começar a utilizar a plataforma, o usuário aceita e autoriza que sejam feitas consultas no SCR²⁹, referente às operações e títulos com características de crédito e respectivas garantias contratados por cliente perante instituições financeiras³⁰. Essa consulta permite a verificação de antecedentes e eventuais problemas em diversas bases de dados, como Receita Federal, Banco Central, birôs de crédito e demais bases de dados.

²⁸Disponível em: <www.asuareceita.com.br>. Acessado em 18 de junho de 2020.

²⁹ O SCR é um banco de dados sobre informações remetidas ao Banco Central do Brasil relacionados a operações de crédito. Disponível em: <<https://www.gov.br/pt-br/servicos/obter-acesso-ao-extrato-do-registro-de-informacoes-do-banco-central>>. Acessado em 18 de junho de 2020

³⁰ Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/scr>>. Acessado em 18 de junho de 2020

A partir da obtenção das informações, o próprio *software* da a55 às retorna ao cliente, para que o mesmo as valide e confirme sua veracidade. Após essa etapa, um algoritmo proprietário precifica a operação, faz a oferta indicativa de crédito, apresentando taxa estimada, prazo e volume da operação. O cliente aceitando a proposta, o sistema solicita novos documentos necessários para a formalização da operação e confecção da cédula de crédito bancário - instrumento jurídico de formalização da operação de crédito.

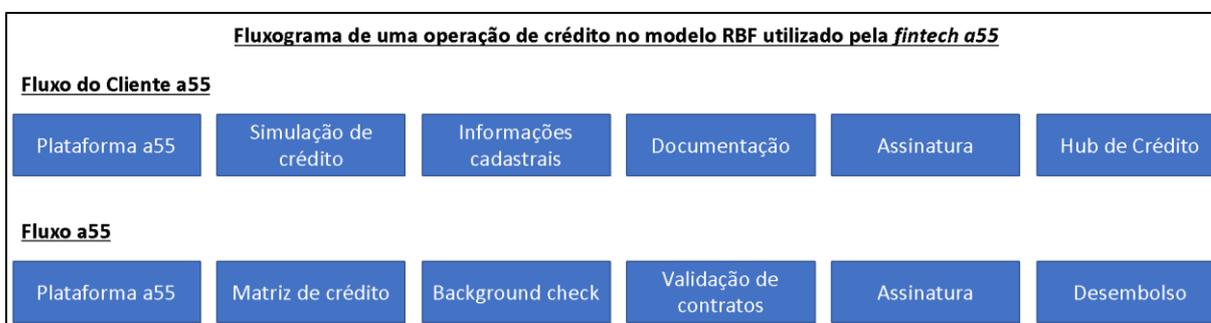
De forma a gerar mais competitividade entre outros credores, a a55 permite que a empresa em busca de crédito acrescente novas informações relevantes como: demonstrativos financeiros, outras propostas de crédito, documentos societários que permitam com que o algoritmo reprecifique o risco e informe uma nova taxa de juros para a operação.

Para que sejam verificadas a veracidade das informações fornecidas pela empresa demandante do crédito, a a55 conta com parceiros de instituições financeiras que auxiliam na checagem e também na formalização da operação de financiamento. Esses parceiros, uma vez que possuam as informações finais em mãos, emitem a CCB e enviam para assinatura das partes para que seja realizado o desembolso dos recursos.

Todos esses processos visam entregar uma experiência simples, rápida, otimizada e com viés tecnológico de agregação de valor por meio de dados e da tomada de crédito 100% via mecanismos digitais, tendo nos meios tecnológicos um grande fator de aceleração da concessão do crédito, fazendo com que o mesmo seja recebido pelo demandante em até cinco dias úteis.

Vejamos o fluxograma de uma operação de crédito de forma simplificada:

Figura 17 - Fluxograma de uma operação, sob visão do cliente e da a55.



Fonte: a55

O fluxograma acima ilustra, de forma simplificada, a oferta de valor da a55 para os clientes e como propõe facilitar o crédito no Brasil por meio do modelo de RBF utilizando

seu histórico de operações e conhecimentos adquiridos desde sua criação, passando a um processo de digitalização da chamada esteira de crédito, que é mais ágil, escalável e replicável, isto é, o essencial para que uma empresa cresça de forma sustentável.

Nesse capítulo foi abordado o conceito de *Credit as a Service* e como o modelo de contratação "*as a service*" vem mudando a forma como as empresas comercializam seus produtos. Vimos também que a a55 visa a trazer a concessão para esse mesmo conceito, usando de tecnologia e processos ágeis, replicáveis e escaláveis.

4.4 Exact Sales e a operação de RBF com a a55

Neste capítulo, será apresentada a empresa *Exact Sales*, de Florianópolis, dando destaque a atuação no mercado suas soluções de vendas complexas, o estágio de maturidade, as rodadas de investimento ao longo de sua existência, como foi realizada a operação de financiamento via RBF com a a55, em junho de 2019, e os impactos econômicos e financeiros viabilizados por esse modelo de crédito.

A *Exact Sales* é uma ENBT - *Startup* catarinense criada em fevereiro de 2015 por dois empreendedores: Théo Orosco e Felipe Roman com o objetivo de auxiliar outros empreendedores a crescer seu negócio de maneira rápida. A empresa auxilia na qualificação de vendas criando a etapa conhecida como pré-venda, isto é, quando a pessoa da área comercial entra em contato com o possível cliente, entende as demandas, o momento da empresa e, por meio de uma metodologia específica, consegue convertê-lo em cliente. A empresa construiu uma estrutura de trabalho própria, combinando áreas desde a Administração ao Design Thinking, tudo isso com equipes bastante enxutas, o que onde esta permite que uma equipe pequena, de cerca de 10 colaboradores atendam 50 clientes³¹.

Em 2016, a empresa começou a vender sua solução por meio de planilhas de Excel, desenvolveu sua primeira versão da ferramenta criando o primeiro *software* de qualificação de *leads*³² do Brasil.

No mesmo ano, a empresa saiu de 10 para 100 colaboradores atingindo a marca de 500 clientes ativos³³. Devido a esses fatores, foi coroada com o segundo aporte de capital

³¹ Exact Sales. Disponível em: <<https://www.exactsales.com.br/quem-somos>>. Acessado em 27 de julho de 2020.

³² *Lead* é um potencial cliente de uma empresa.

³³ Exact Sales. Disponível em: <<https://www.exactsales.com.br/quem-somos>>. Acessado em 27 de julho de 2020.

pelo fundo de VC CVentures Investimentos, de Florianópolis, sendo o primeiro aporte realizado também pela CVentures.

O aporte de capital realizado pela CVentures Investimentos trata-se de um montante de R\$4 milhões. O recurso recebido foi usado para aprimorar seu principal produto de qualificação de *leads denominado ExactSpotter* e também para lançar o *ExactSuccess*. Nessa época, a empresa já contava com mais de 500 empresas utilizando o *software* ativamente e esse aporte permitiu expansão ainda mais rápida desta base de usuários.

Vale ressaltar que o aporte realizado pela CVentures fez com que o valor da empresa *valuation* (no termo em inglês) aumentasse em quatro vezes em um ano. Nesse momento, a empresa já contava com clientes de expressão como *Manpower Group*, *Orbenk*, *RBS*, *Multilog*, *Softplan* dentre outras. A meta era fechar o ano de 2016 com um faturamento de R\$4,2 milhões, ante R\$1,7 milhões em 2015³⁴.

A *Exact Sales* conta com quatro fundos de investimentos em seu quadro societário: a CVentures Investimentos, GRB Invest, atualmente conhecida como Vésper Investimentos, CRP Companhia de Participações³⁵ e, mais recentemente, a Astella Investimentos, na qual recebeu, em 2019, um aporte de R\$15 milhões, totalizando aportes de R\$21 milhões desde sua fundação.

Em uma palestra³⁶, Theo Orosco, CEO da *Exact Sales*, conta como foi a trajetória da empresa saindo de zero para R\$ 17 milhões de reais em 42 meses. Na primeira fase, a empresa possuía um faturamento aproximadamente 20 mil reais por mês, passando até 90 mil reais por mês no segundo trimestre de 2015. No mesmo ano, recebeu seu primeiro aporte de capital externo, de R\$1 milhão, liderado pelos fundos de VC CVentures Primus e da CRP Companhia de Participações, avaliando a *Exact Sales* em R\$5,9 milhões. Com esse aporte, a empresa saiu de uma receita mensal de aproximadamente R\$90 mil para uma receita de mais de R\$300 mil. Já no terceiro trimestre de 2016, a empresa faturou mais de um milhão de reais. Com esse crescimento exponencial, foi feito mais um aporte por parte da CVentures e CRP, desta vez de R\$4 milhões, avaliando a empresa em R\$34 milhões, mais de seis vezes de aumento em apenas um ano e meio.

³⁴ Exact Sales recebe aporte de R\$4 milhões. Disponível em: <<https://www.baguete.com.br/noticias/23/08/2016/exact-sales-recebe-aporte-de-r-4-milhoes>>. Acessado em 27 de julho de 2020.

³⁵ Exact Sales. Disponível em: <<https://www.exactsales.com.br/quem-somos>>. Acessado em 27 de julho de 2020.

³⁶ O material foi apresentado numa palestra no Evento CASE 2019, da ABStartups, em São Paulo, em 29 de novembro de 2019. O mesmo foi compartilhado pela empresa com o autor da pesquisa

Com todo esse aporte, a empresa acabou investindo em um novo produto, na estruturação de áreas e criação de lideranças e na expandindo cada vez mais suas operações. Assim, passou a investir de forma mais intensa em estruturar sua máquina de vendas, marketing, área de vendas, área de implementação do seu sistema e sucesso de cliente, com o objetivo de reter e fidelizar os clientes.

O segundo investimento lhe permitiu gerar cada vez mais resultados utilizando menos recursos. Entre janeiro de 2018 e outubro de 2018, a empresa ficou apenas dois meses abaixo das metas. O gráfico 5 ilustra a curva de crescimento mensal da *Exact Sales*:

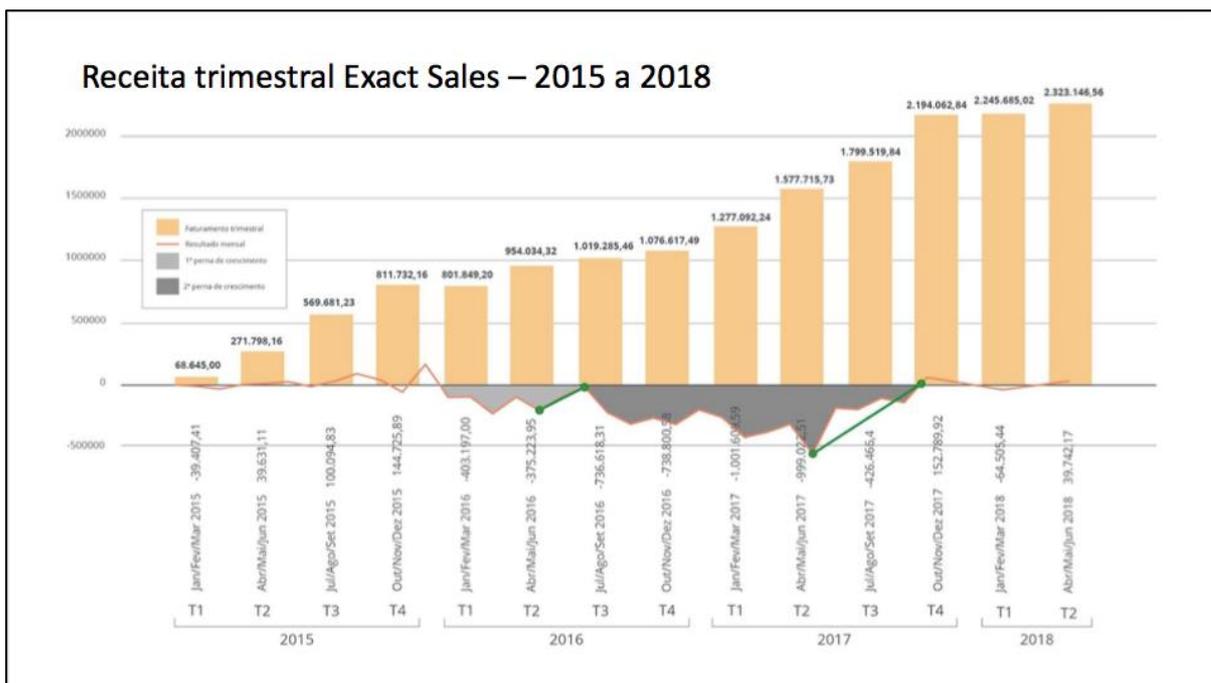
Gráfico 5 - Meta de crescimento mensal versus crescimento realizado da Exact Sales em 2018



Fonte: Exact Sales

Segundo Theo Orosco, essa nova etapa de crescimento teve como foco a gestão de processos, custos, buscando maior eficiência operacional e permitindo que a empresa reduzisse o consumo de caixa e passasse a operar com fluxo de caixa positivo, ou seja, faturamento maior do que custos e despesas totais. A partir do final de 2017, a empresa passou a operar com fluxo de caixa positivo como ilustra o gráfico abaixo:

Gráfico 6 - Receita trimestral Exact Sales - 2015 a 2018



Fonte: Exact Sales

Ao longo de sua trajetória de crescimento, a empresa aproveitou os aportes de investidores para também ajustar seu modelo de negócios. Conforme a imagem acima³⁷, em 2015 a empresa fez a primeira prova de valor do produto, através de um produto minimamente viável, em planilhas de excel. No terceiro trimestre do mesmo ano, após o aporte da CVentures e CRP, a empresa lançou a primeira versão de seu *software*, o *ExactSpotter*.

No primeiro trimestre de 2018, a empresa passou a agregar cada vez mais valor em seu *software*, reduzindo os custos de implementação, e melhorando qualidade dos sistemas. Já em 2019, se transformou numa empresa de *software* como serviço (*software as a service* ou *SaaS*). A imagem abaixo ilustra as adaptações do modelo de negócios da *Exact Sales* ao longo de sua existência:

³⁷ A imagem foi retirada de um material apresentado numa palestra no Evento CASE 2019, da ABStartups, em São Paulo, em 29 de novembro de 2019. O mesmo foi compartilhado pela empresa com o autor da pesquisa

Figura 18 - Evolução do modelo de negócios da Exact Sales - 2015 a 2019



Fonte: Exact Sales

Em 2019, a empresa se encontrava em outra negociação com fundos de *Venture Capital*. No mercado de VC, uma peculiaridade quanto à forma de análise de empresas com modelo de negócios de SaaS. Os fundos de VC geralmente avaliam as empresas em múltiplos da sua receita anual. No caso da *Exact Sales*, a empresa faturou no primeiro semestre de 2019, segundo dados fornecidos por Theo Orosco e, R\$4,56 milhões, com uma média mensal de faturamento de mais de R\$760 mil.

Em maio de 2019, a empresa fez contato com a a55 e apresentou o momento da empresa, suas metas, ambições, planejamento estratégico e informou que buscava recursos para financiar mais uma escalada de crescimento de receitas, permitindo à *Exact* captar valores maiores com fundos de VC e assim, melhorar seu valor de avaliação (*valuation*). Neste momento, a empresa apresentava um faturamento mensal de aproximadamente R\$760 mil, mas tinha como meta chegar a uma receita mensal de mais de R\$1 milhão ainda em 2019.

A operação de financiamento via RBF com a a55 foi assinada em setembro de 2019, em um montante de R\$500 mil. Naquele momento, a empresa já havia faturado, segundo dados enviados à a55, mais de R\$8,59 milhões ou cerca de R\$954 mil por mês, em média. Os recursos captados com a a55 foram usados para financiar uma expansão do time de vendas, e alcançar a meta de faturamento de mais de R\$1 milhão por mês.

Em outubro de 2019, a empresa anunciou a conclusão de uma rodada de investimentos da Astella Investimentos na Exact Sales, em um valor de R\$15 milhões³⁸ e, nesse momento já havia chegado no faturamento médio mensal de R\$964 mil. Segundo conversas com a empresa, o *valuation* foi estimado em R\$95 milhões.

Em fevereiro de 2020, em dados enviados para a a55, a *Exact Sales* apresentou um faturamento de R\$2,43 milhões ultrapassando a meta de faturamento de R\$1 milhão por mês, com metas de expansão ainda mais agressivas. A *Exact Sales* foca agora no aumento de sua participação de mercado com clientes de grande parte, os chamados "*enterprises*".

Em seu plano de expansão divulgado após o aporte do fundo Astella³⁹, a companhia informou que parte dos recursos captados serão usados para financiar aquisições de outros negócios com soluções complementares as suas, oferecendo aos clientes uma solução mais completa e enquadrada também com as exigências da Lei Geral de Proteção de Dados (LGPD).

Em novembro de 2019, a Exact anunciou a aquisição da empresa de *big data analytics* Resultys, de Goiânia, sua primeira aquisição após o aporte da Astella. Segundo Rodrigo Góes, diretor financeiro da Exact Sales:

[...] nossa experiência com a a55 foi ótima. Na época buscávamos soluções de crédito para financiamento do nosso acelerado processo de expansão e precisávamos de produtos mais adequados às características do nosso negócio. Inicialmente buscamos instituições financeiras mais tradicionais, mas que não entendiam nossas necessidades. Foi quando encontramos o time da a55 com taxas mais justas, volume de recursos compatíveis com a nossa operação e menos burocracia.⁴⁰

De forma resumida, a *Exact* conseguiu aumentar consideravelmente seu faturamento desde sua fundação, tendo a a55 participado dessa trajetória através de uma operação de financiamento que permitiu à empresa investir mais no seu crescimento, aumentando suas vendas resultando no aumento de seu *valuation* e no montante captado com o fundo Astella.

Nesse capítulo, abordamos a história de crescimento da empresa *Exact Sales*, como financiou sua expansão, o crescimento expressivo em prazos de tempo bastante curtos, os aportes recebidos de fundos de VC e a operação com a a55. No seguinte capítulo, serão

³⁸ Exact Sales recebe investimentos de R\$15 milhões do fundo Astella. Disponível em: <<https://scinova.com.br/exact-sales-recebe-investimento-de-r-15-milhoes-do-fundo-astella/>>. Acessado em 2 de agosto de 2020.

³⁹ Startup que traz resultados pela pré-venda capta R\$15 milhões com Astella. Disponível em: <<https://exame.com/pme/startup-que-traz-resultados-pela-pre-venda-capta-r-15-milhoes-com-astella/>>. Acessado em 2 de agosto de 2020.

⁴⁰ Depoimento disponível no site da própria a55. Disponível em: <<https://a55.tech/pt/>>. Acessado em 02 de agosto de 2020.

expostos em maiores detalhes uma proposta de financiamento alternativo, usando o RBF como modelo de financiamento.

4.5 Estágios de crescimento de uma ENBT startup e as fontes de recursos mais utilizadas durante essa jornada

Neste capítulo será elencado os perfis de empresas, em que o modelo de tomada de decisão para financiamento alternativo para ENBT melhor se encaixa, o estágio de maturidade no ciclo de crescimento de uma ENBTs *startup* e, ao final, trará um panorama sobre os benefícios para as empresas em adotar uma árvore de decisão que lhes permitirá saber o melhor estágio do ciclo de crescimento para buscar esse mecanismo de financiamento de expansão e desenvolvimento.

. Por fim, O modelo de RBF é recente no Brasil, sendo a *fintech* a55 uma das pioneiras no mercado, realizando as primeiras operações ao final de 2018⁴¹. Desde então, o modelo tem ganhado notoriedade ao redor do país. O RBF já é comum e usado com frequência em países como os EUA, sendo hoje uma das principais alternativas para as ENBTs *startups* financiarem seu crescimento (LIGHTER CAPITAL, 2019, p.2) sem necessariamente, vender participação acionária.

Esse mecanismo de financiamento tem sido utilizado em diversas indústrias e setores da economia, porém o modelo ainda não é comum em muitos países. Têm-se visto nos últimos anos um incremento grande no número de empresas a usar esse modelo de captação de recursos se tornando relevante entender o papel do RBF no acesso à capital por parte das ENBTs *startups* visando a injetar recursos no seu crescimento.

Ao se analisar a evolução e desenvolvimento das ENBTs *startups*, não há uma regra que diga como cada uma deve buscar recursos em cada momento do seu ciclo de crescimento. Contudo, os diversos casos de captação de recursos por empresas com esse perfil indicam que há um relativo padrão nessa jornada de crescimento e captação de recursos.

Empreender é algo que exige muita criatividade, não apenas para criar uma ideia, mas principalmente, para executá-la, transformá-la em algo que resolva uma dor de mercado e também para encontrar e captar recursos ao longo desse caminho. ENBTs

⁴¹ A primeira empresa a operar nesse modelo de crédito no Brasil é a *fintech* a55, que realizou sua primeira operação neste modelo em novembro de 2018, segundo dados da própria empresa.

Startups são consideradas empresas que possuem como característica principal a geração de negócios inovadores com perspectivas de retornos rápidos o que impõe novas formas de interação com o mercado (DESIDÉRIO; BITTENCOURT; MARQUES; SOBRINHO; NEDER, 2015).

Parte-se do pressuposto que quanto maior o número de *startups*, menor tenderá a ser o desemprego e maior serão os incentivos à inovação que estimula os mercados (THURIK; CARREE; VAN STEL; AUDRETSCH, 2008). A realidade dessas empresas que estão iniciando sua jornada é marcada por grande instabilidade, causada, principalmente, por falta de experiência na gestão, poucas conexões para acesso ao mercado, capital restrito e falta de posicionamento estratégico (RIBEIRO, ROCHA, KRAKAUER E PEDROSO, 2016).

Arruda, Nogueira, Cozzi e Costa (2014) ressaltam que aproximadamente 50% das *startups* tendem a fechar em até quatro anos após seu nascimento. Os autores comparam a estrutura organizacional das ENBTs *startups* com o de uma Micro/Pequena Empresa. Na prática, empreender nesse perfil de empresas e segmentos tende a ser uma tarefa árdua, já que consiste em navegar num ambiente de incertezas, alta concorrência e velocidade na composição de concorrentes e de mudanças tecnológicas, de mercado, de padrões de consumo, cada vez mais rápidos (BORGES, 2016).

As ENBTs *startups* possuem diversos modelos de negócios e de atuação. Segundo a ABStartups (2020), os modelos de atuação destas empresas podem ser divididos em vários tipos, porém para esse estudo serão utilizados os modelos de “*as a Service*” ou como serviço podendo ser, por exemplo, *Software as a Service*, *Hardware as a Service*, além de modelos de *Marketplaces*, plataformas de comércio eletrônico ou *E-Commerce* e modelos de prestação de serviços onde haja uma receita recorrente, ou previsível.

No modelo em que há criação de *hardware*, as ENBTs *startups* desenvolvem produtos e patentes. No *E-commerce* as empresas atuam no comércio eletrônico, no modelo de *Marketplace* as companhias desenvolvem uma plataforma eletrônica para realizar comércio eletrônico, já no *SaaS* são organizações que funcionarão por meio da comercialização de *software* e prestação de serviço para manutenção dessa ferramenta. Já no modelo de prestação de serviços são companhias que atuam na prestação de serviço para diversas áreas, tais como: saúde, educação, agronegócio, finanças, entre outros (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE STARTUPS, 2020).

Estudos da Teoria do Ciclo de Vida (2015) mostram que os estágios de empresas podem implicar em consequências marcantes sobre aspectos de mercado, investimentos, financiamento, dentre outras frentes (LIMA; CARVALHO; PAULO; GIRÃO, 2015). Reis,

Campos e Pasquini (2017) propõe que as empresas passarão por determinadas fases com características bem específicas, definidas e, de forma sequencial de progresso e como os seres vivos, de difícil reversão.

Diversos autores desenvolveram modelos para dividir os modelos e ciclos de vida das empresas. Dentre estudos, destacam-se os estudos de Miller e Friesen (1984), Lester, Parnell, Carraher e Pamell (2003) e Dickinson (2011), trouxeram à luz o formato de cinco níveis de vida para uma organização: nascimento, crescimento, maturidade, declínio e rejuvenescimento.

Cada um desses estágios têm suas respectivas especificidades, Girão (2016) aponta que a companhia na fase de nascimento possui limitação de recursos e perfil com maior tendência de assumir riscos. Sendo assim, empresas em crescimento possuem um alto endividamento, limitação e concentração de recursos e maior variedade de produtos, já as organizações em estágio de maturidade normalmente possuem fluxo de caixa livre, maior capacidade de administrar seu capital e controlar riscos e por sua vez, as empresas em estágio de declínio possuem maior chance de litígio, baixos recursos e aceitação dos riscos.

Por sua vez, as *startups* possuem um ciclo de vida dividido em cinco etapas: Ideação, Operação, Tração, Scaleup e Fora de Operação. Segundo a Associação Brasileira de *Startups* (ABStartups, 2020) via seu site *Startupbase*⁴² existem mais de 13.250 *startups* no Brasil classificadas conforme estes estágios de desenvolvimento.

Paschen (2017), caracteriza cada estágio do ciclo de vida das *startups* baseado nos diferentes tipos e níveis de assimetria de informações entre o fundador e o público. Já segundo Croll e Yoskovitz (2013), há como identificar os estágios de evolução de uma *startup* também por cinco etapas: empatia, aderência, viralidade, receita e escala.

De forma crescente, os autores anteriormente citados, colocam a etapa da empatia como o estágio em que são identificadas as necessidades dos clientes, mas ainda não as atendem. O estágio de aderência, começa quando a ENBT *startup* sabe como atender essas necessidades dos clientes e começa então, o processo de fidelização dos seus novos clientes. De forma correlata, pode-se traçar os estágios de Empatia e Aderência, sendo iguais aos estágios de Ideação e Operação criados pela ABStartups.

O estágio seguinte para Croll e Yoskovitz (2013) é o de Viralidade. Nesse momento, as ENBTs *startups* crescem de forma mais acelerada e começam a gerar receitas, adaptando o seu modelo de negócios para um modelo sustentável e escalável, sendo

⁴² *Startup Base* Disponível em: <<https://startupbase.com.br/homes>>. Acessado em 12 de julho de 2020.

correlato ao estágio de Tração criado pela ABStartups. Na etapa de Escala, a empresa já é robusta e em consolidação ou consolidada, tendo como correspondente o estágio de Scaleup, ressaltado pela Abstartups.

Nas características específicas de cada um desses estágios de crescimento, há também a variável de fontes de financiamento. Comumente visto nos estágios mais iniciais de uma ENBT *startup*, como o de ideação, pois as mesmas utilizam recursos próprios dos sócios e fundadores ou de uma composição de “família, amigos e tolos” (do inglês 3F's, *family, friends and fools*) que acreditam na ideia inicial e acabam investindo nas empresas.

Além das fontes de capital supracitadas, houve uma iniciativa recente de fomento ao empreendedorismo, em que o setor público apoia essa etapa através de recursos subvencionados, treinamentos, cursos e capacitações, além de suportes e mentorias, fazendo com que qualquer pessoa que tenha uma ideia inovadora possa participar desses programas e transformar sua ideia em negócio.

Em Santa Catarina, esse projeto nasceu com o nome de Programa Sinapse da Inovação., Segundo estimativas da Fundação CERTI, organização que criou a metodologia e aplicou-a no Estado e em âmbito nacional. Até 2018, já foram geradas mais de 600 *startups* de base tecnológica e, em âmbito nacional, mais de mil empresas já foram criadas. Mais recentemente, ao ser lançado em escala nacional, o programa foi renomeado e passou a ser chamado de programa Centelha, liderado pela FINEP e executado pela Fundação CERTI.

O grande propósito dessa etapa de crescimento é ter um primeiro produto minimamente viável, ou MVP (*Minimum Viable Product*), para que essa valide a ideia e comece a gerar as primeiras receitas. Nesse momento, a grande maioria das empresas não possui ativos tangíveis em seu balanço patrimonial, possuindo apenas equipamentos, computadores e em menor frequência, propriedade intelectual, sendo que nenhum desses ativos pode ser colocado em garantia para uma eventual captação de recursos.

A ENBT *startup* que avança para o estágio de operação começa a ter os primeiros clientes, recebe os primeiros feedbacks de produtos, ajustando seu MVP, gerando uma necessidade maior de investimentos e como o capital inicial da empresa acaba sendo restrito a mesma busca a sua primeira rodada de investimentos, seja com investidores-anjo (pessoas físicas com abundância de recursos que investem em estágios iniciais de empresas com potencial de crescimento) ou aceleradoras de *startups*.

Logo, aceleradoras são organizações que aportam recursos, metodologias de crescimento, de produto, de suporte tecnológico, de gestão, de finanças, do jurídico dentre

outros serviços auxiliando assim as *startups* a fazer em poucos meses - 3 a 6 meses normalmente - o que normalmente as empresas levariam anos para conseguir, no que diz respeito a maturidade de produto, tecnologia, equipes, processos, gestão, mercado, capital e clientes.

No estágio seguinte, conforme os apresentados pela ABStartups⁴³ temos o estágio de tração. Nesse estágio as ENBTs *startups* buscam crescer e escalar seu negócio de forma cada vez mais rápida. Nesse momento, a empresa já possui um produto validado, um mercado-alvo já definido e a buscar volumes maiores de capital visando financiar esse crescimento acelerado. Portanto, um dos principais caminhos é a busca por aportes de fundos de VC, principalmente pelo fato de muitas dessas empresas buscarem não só capital, mas também melhorias de gestão, acesso a mercado, conhecimento, relacionamento com outros empreendedores, encurtando essa trilha de crescimento e aprendizado.

Nesse estágio de tração muitas empresas começam a dar mais atenção ao seu fluxo de caixa, pois é dali que virá, muitas vezes, o valor de avaliação (*valuation*) da ENBT *startup*. Além disso, é nesse estágio que muitas empresas começam a buscar a escala e crescimento sem aumento de custos e, em muitos casos, se faz necessário um aporte de capital.

Sendo assim, é muito comum que nessa etapa do ciclo os fundos de VC invistam, pois há uma maior previsibilidade dos resultados, haja vista a maturidade⁴⁴ alcançada pela ENBT *startup* e pela comprovação do modelo de negócios ser de fato replicável e possuir condições de crescimento, algo que os VC's buscam nesse momento. Oliveira que cita seis categorias de risco que os investidores de capital de risco devem avaliar:

- (i) Risco de perder o investimento;
- (ii) Risco de ser incapaz de resgate se necessário;
- (iii), Risco de fracasso na implementação do negócio;
- (iv) Risco competitivo;
- (v) Risco de fracasso da gestão;
- (vi) Risco de fracasso da liderança. (OLIVEIRA, 2013, p.23)

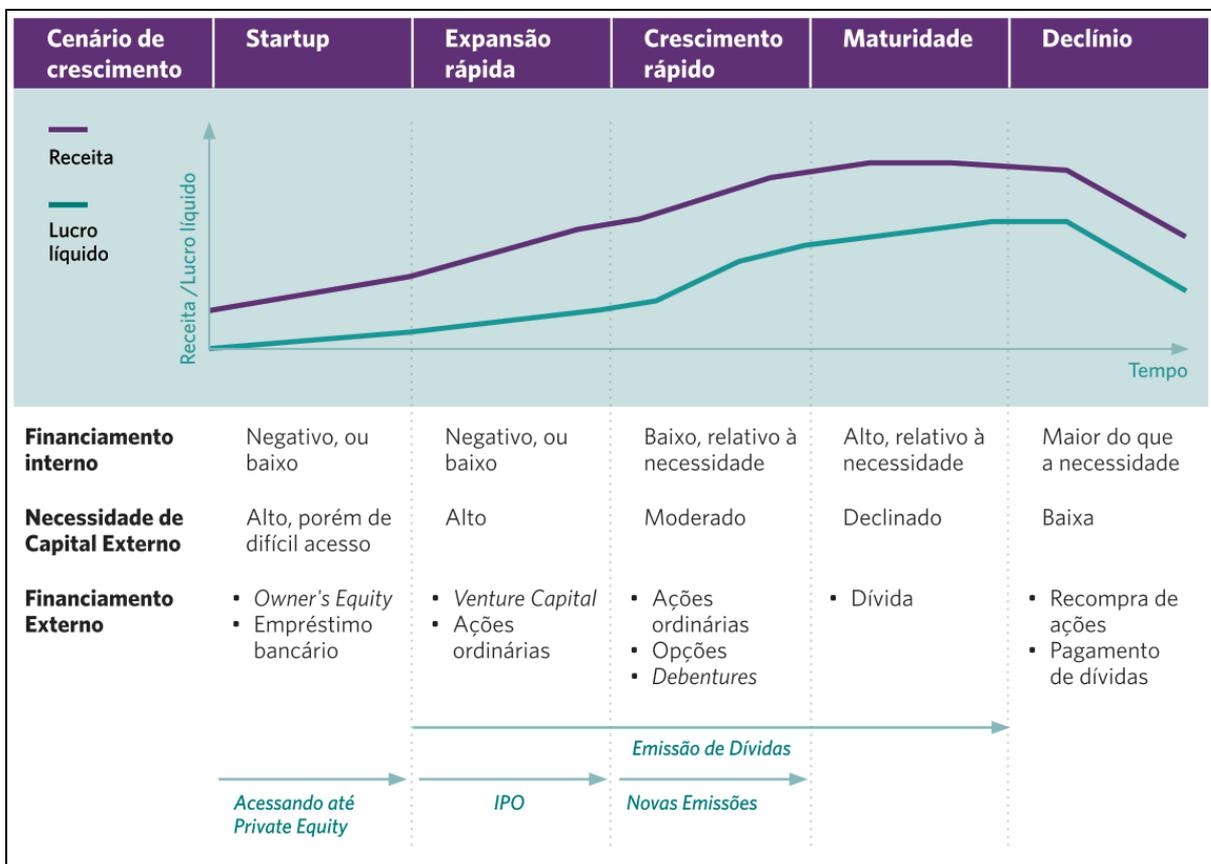
Nesse estágio do ciclo de desenvolvimento da ENBT *startup* é comum que essas já possuam um faturamento crescente, por se tratarem de empresas com a característica peculiar de possuírem baixo volume de ativos tangíveis no seu balanço, cujo ativo principal são os contratos de vendas. Empresas com essa característica acabam por ter maiores dificuldades na obtenção de crédito, conforme citado por Félix (2016, p.11) e Endeavor

⁴³ Fases de uma *startup*: saiba tudo sobre cada etapa. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/fases-de-uma-startup-saiba-tudo-sobre-cada-etapa/>>. Acessado em 9 de agosto de 2020.

⁴⁴ Fases de uma *startup*: saiba tudo sobre cada etapa. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/fases-de-uma-startup-saiba-tudo-sobre-cada-etapa/>>. Acessado em 9 de agosto de 2020.

(2019, p.8). A imagem abaixo ilustra um paralelo entre o ciclo de crescimento das empresas e as fontes de financiamentos mais comumente utilizadas por empresas:

Figura 19 - Ciclo de vida e fontes de financiamentos



Fonte: Endeavor, 2019, p. 19

Diversas ENBTs *startups* em estágio de tração necessitam de volumes crescentes de capital para financiar seu crescimento devido às dificuldades acesso ao mercado de crédito. Várias dessas acabam buscando aportes de fundos de VC, em que os empreendedores e fundadores acabam vendendo sua participação acionária. Com os aportes de capital recebidos as ENBTs *startups* tendem a investir no seu crescimento e aumento da base de clientes, além de melhorias de produto, entradas em novos mercados, dentre outras frentes.

É comum também que as ENBTs *startups* investidas necessitem de mais capital para manter o ritmo acelerado de expansão, contudo ao mesmo tempo, os fundadores e empreendedores não querem vender novamente participação acionária. É nesse momento que o RBF possui o melhor ponto de retorno para as ENBTs *startups*, pois é viabilizado o acesso ao capital necessário para financiar uma segunda etapa do crescimento acelerado, sem haver a venda de participação acionária.

Conforme citado por Lighter Capital (2019, p.4), o modelo de RBF é muito usado para postergar rodadas de investimentos por VCs e, conseqüentemente, uma maior diluição das participações acionárias dos fundadores e empreendedores da ENBT *startup*. Enquanto o modelo RBF tradicional possui como características típicas:

- (i) ser estruturado como um empréstimo;
- (ii) pagamentos mensais equivalem a uma determinada parcela da receita mensal, normalmente de 1% a 9%;
- (iii) os pagamentos mensais continuam até que um determinado valor seja pago, geralmente de 1,3 vezes a 2,5 vezes o valor do financiamento (chamado normalmente de teto, ou *cap* em inglês);
- (iv) no vencimento, que é normalmente de três a cinco anos, qualquer valor não pago do teto é devido. (LIGHTER CAPITAL, 2019, p.4)

No estágio seguinte do ciclo de crescimento, segundo a ABStartups⁴⁵, o estágio de *Scale-Up* é caracterizado por empresas que cresceram 20% ao ano por pelo menos três anos, seja em receita ou em número de colaboradores. De acordo com Guilherme Fowler, da cátedra Endeavor, no Insper⁴⁶, *Scale-Ups* são empresas de alto crescimento que possuem mais de dez funcionários e crescimento médio de 20% ao ano por pelo menos três anos seguidos, cujo o ciclo acelerado de crescimento é baseado, fundamentalmente, na escalabilidade do seu modelo de negócios.

Nesse estágio do ciclo de crescimento de uma ENBT *startup*, é bastante comum que hajam mais aportes de investimentos por parte de fundos de VC, principalmente focando em acelerar ainda mais a expansão da mesma. É habitual que com esse aporte, as cias invistam em trazer especialistas para áreas estratégicas da empresa, além de contar cada vez mais com a rede de relacionamentos e acesso a mercado dos fundos de VC.

No estágio de maturidade, muitas ENBTs *startups*, principalmente as que utilizam o modelo *SaaS* ou *Software as a Service* são avaliadas em múltiplos de receita, sendo o mais comum, um múltiplo da receita recorrente anual⁴⁷ ou *Annual Recurring Revenue (ARR)*. Como essas empresas precisam ter uma receita recorrente anual cada vez maior para que haja uma avaliação de seu valor ainda maior, muitas delas buscam financiar o crescimento da receita de várias formas.

Com essa finalidade, muitas acabam buscando alternativas de captação de recursos sem necessariamente diluir a participação dos fundadores e empreendedores. Outro

⁴⁵ Fases de uma *startup*: saiba tudo sobre cada etapa. Disponível em: <<https://abstartups.com.br/fases-de-uma-startup-saiba-tudo-sobre-cada-etapa/>>. Acessado em 9 de agosto de 2020.

⁴⁶ Verbete Draft: O que é Scale-Up. Disponível em: <<https://www.insper.edu.br/noticias/verbete-draft-o-que-e-scale-up/>>. Acessado em 9 de agosto de 2020.

⁴⁷ *How to calculate a private SaaS Valuation using 4 key metrics*. Disponível em: <<https://ignition.financial/saas-valuation-metrics/>>. Acessado em 9 de agosto de 2020.

momento relevante e comum do uso do RBF, é nesse estágio do ciclo, em que empresas buscam financiar uma nova curva de crescimento acelerado, visando a uma rodada com fundos de VC num horizonte curto de tempo, visando a apenas financiar o custo de aquisição de clientes e aumentar exponencialmente suas receitas.

Em cada uma das etapas de crescimento das ENBTs *startups* algumas modalidades de capital são mais comuns que outras como, por exemplo, os aportes de fundos de VC, e empréstimos bancários em menor escala. Vendo ifalta de capital para suprir o financiamento das empresas, a *fintech* a55 adaptou à legislação brasileira o modelo de RBF, e vêm se valendo deste modelo para financiar empresas no Brasil, tendo financiado mais de 30 empresas e mais de R\$85 milhões⁴⁸.

O modelo de crédito utilizado pela a55 é baseado no modelo de RBF, mas possui características que se diferem ao padrão utilizado em países como EUA. No modelo da a55 prevalecem as seguintes características:

- (i) é estruturado como uma operação de empréstimo;
- (ii) o pagamento é de parcelas fixas, utilizando o sistema francês de amortização;
- (iii) as operações possuem um prazo de 12 meses, havendo possibilidade de refinanciamento por mais 12 meses⁴⁹, levando o prazo total da operação para até 24 meses;
- (iv) o volume de crédito é determinado por uma alavancagem inicial de até três vezes a receita recorrente mensal da empresa⁵⁰, podendo chegar a até seis vezes a receita recorrente mensal;
- (v) a principal garantia para estas operações são as cobranças realizadas pela empresa em um conta específica, vinculada com a a55 em que, a mesma retém um valor equivalente à parcela mensal de pagamento da operação, mas em um prazo de até três dias úteis, a mesma refinancia, nos doze primeiros meses, o valor do principal, gerando uma maior capacidade e fôlego de caixa para as empresas financiadas.

Sendo assim, no modelo de crédito RBF utilizado pela a55, algumas premissas eliminatórias para o financiamento são utilizadas:

- (i) é necessário que as empresas que busquem o financiamento possuam uma dinâmica de recorrência de receita mensal;
- (ii) uma receita recorrente mensal mínima de cem mil reais;
- (iii) um produto ou serviço onde há alguma base tecnológica, seja no produto em si, ou na sua comercialização;
- (iv) dinâmica de recebimento que permita a empresa financiada a operacionalizar uma conta vinculada (conta *escrow*) com um parceiro da a55, permitindo a criação de uma estrutura de garantias onde há a possibilidade de retenção de valores em conta, ou, uma cessão fiduciária de saldos em conta corrente⁵¹.

⁴⁸ Dados obtidos pela fintech a55. Disponível em: <<https://a55.tech/pt/>>. Acessado em 9 de agosto de 2020.

⁴⁹ No modelo utilizado pela a55, é possível que as empresas refinanciem mensalmente as amortizações das parcelas vincendas. Na prática, este modelo de crédito revolvente permite que as empresas tenham uma espécie de carência de principal nos doze primeiros meses da operação.

⁵⁰ *MRR* ou *monthly recurring revenue*, em inglês.

⁵¹ Informações obtidas na política de crédito da a55, disponibilizada pela área de crédito da empresa.

Além disso, há também critérios essenciais para que uma empresa possa captar recursos utilizando o modelo RBF da a55:

- (i) oferta de um produto ou serviço diferenciado para seus clientes;
- (ii) vantagens competitivas da empresa e produto/serviço claras;
- (iii) baixa alavancagem financeira, ou seja, baixo volume de endividamento perante a receita da empresa;
- (iv) que a empresa que busca os recursos seja investida por fundos de VC ou investidores anjo, acelerados, ou algum investidor institucional ou profissional;
- (v) crescimento exponencial da receita bruta;
- (vi) estrutura contábil e financeira minimamente organizadas, permitindo o envio de informações gerenciais, contábeis e financeiras.

Durante o processo de análise de crédito é feita a validação de diversas informações enviadas pelo próprio Devedor, além de fontes externas. Tais pontos são traduzidos em 32 perguntas, que são classificadas para cada Transação por baixo risco (0), médio risco (5) e alto risco (10). Após o preenchimento de tais perguntas no motor de crédito da a55, um algoritmo desenvolvido internamente para precificação de risco de crédito, a operação tem uma nota e uma faixa de taxa mínima, média e máxima. Na escala de análise da a55 quanto menor a nota (0% -100%) melhor o risco de crédito.

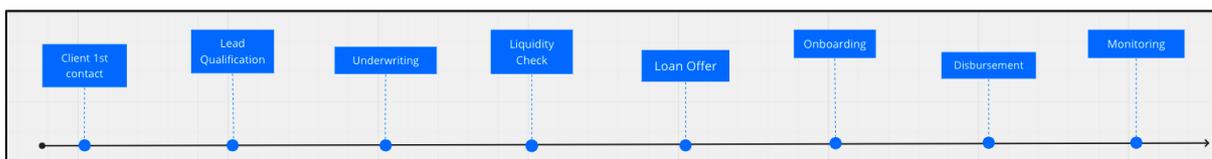
Outro ponto de atenção durante o processo de análise e concessão de crédito por parte da a55, é o setor econômico de atuação da empresa. Como o modelo de financiamento parte da premissa de financiar empresas que tenham recorrência de receita e previsibilidade de receita, alguns setores são preferidos pela *fintech*, como por exemplo, empresas que atuam no ramo de ferramentas e sistemas integrados de gestão, ferramentas de *Customer Relationship Management* ou CRM, plataformas de pontos de venda, empresas que comercializam no modelo de software como serviço (SaaS), hardware como serviço, plataformas como serviço, infraestrutura como serviços, provedores de internet, serviços como por exemplo agências de mídia digital e impressa, academias, escolas, universidades, condomínios, clubes de assinatura dentre outros.

Todos esses setores supracitados possuem uma característica bastante comum, o baixo índice de ativos tangíveis em seu balanço, e uma característica de possuírem poucos ativos, sendo chamadas de *asset light*. Para esse perfil de empresa, como ressaltado anteriormente, o acesso a crédito é bastante difícil, ou seja, o principal benefício advindo do modelo de crédito RBF e o modelo adaptado da a55, é justamente permitir com que essas empresas acessem crédito, e consigam investir no crescimento de seus negócios.

De forma a trazer a uma visão macro do processo de concessão de crédito na a55, a imagem abaixo ilustra o processo desde o primeiro contato do cliente, até o processo de desembolso.

Este ciclo como um todo leva, segundo a a55, entre três e quatro semanas em que a principal demora está na lista de documentos solicitados para análise de crédito, conforme citado anteriormente, haja vista que muitos dos documentos precisam ser enviados pela contabilidade da empresa tomadora e em grande maioria dos casos, os documentos precisam ser confeccionados.

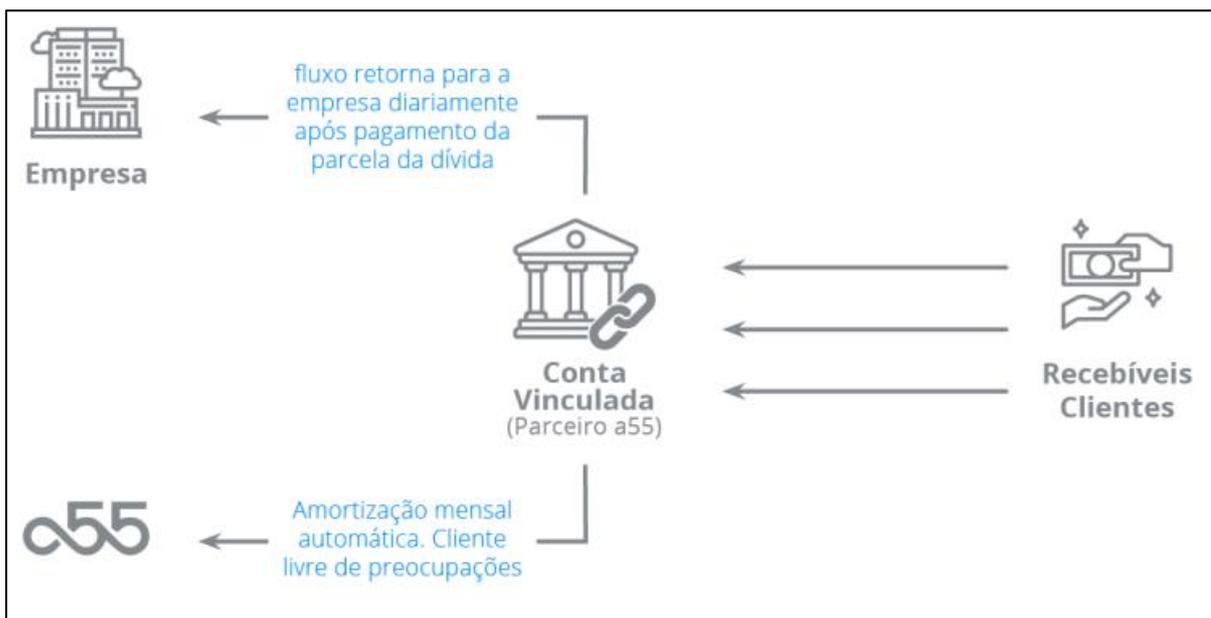
Figura 20 - Visão macro do processo de concessão de crédito da a55



Fonte: a55

Esse ciclo como um todo visa a justamente fazer com que as empresas que buscam essa alternativa entendam o modelo da operação, a mecânica de garantias, as cláusulas contratuais e eventuais peculiaridades que possam gerar dúvidas. Após o ciclo de análise de crédito ser realizado, é realizada uma apresentação da proposta comercial de financiamento para a empresa demandante do financiamento. Nesse momento, a área comercial apresenta os detalhes da operação, como será a mecânica de garantias, as peculiaridades de contratos, cláusulas, dentre outros pontos do contrato de financiamento. As garantias para o financiamento utilizados pela a55 são normalmente um fluxo financeiro de receitas futuras da empresa tomadora e, em alguns casos, aval dos sócios, que na prática, assumem que em caso de não pagamento da empresa, os sócios pagarão com seus bens. A imagem abaixo detalha o fluxo das garantias utilizadas pela a55.

Figura 21 - Fluxo de garantias utilizado pela a55



Fonte: a55

O fluxo financeiro mensal é chamado pela *fintech* de Quantidade Mínima Mensal, ou, QMM. A QMM corresponde sempre a um percentual da operação realizada, ou seja, se a empresa financiou R\$300.000,00 a QMM é R\$100.000,00 ou seja 33%. Ela corresponde ao montante total de recursos transitados pela Conta Vinculada durante um período de 30 dias, sendo que a verificação da QMM será sempre feita um dia após a data de amortização da parcela mensal.

Para fins de verificação da QMM, não serão aceitas TEDs de mesma titularidade da Empresa, mas somente fluxos decorrentes de pagamentos de sacados (clientes do Tomador). A Empresa é a responsável pela cobrança de seus clientes que compõem a QMM. O procedimento será por emissão de boletos pela plataforma da A55 e com a mudança do domicílio para a Conta Vinculada junto ao Banco Parceiro.

Para fins de comparação, a imagem a seguir traz algumas diferenças entre os modelos de financiamento mais utilizados hoje pelas ENBTs *startups* no Brasil, sendo o crédito bancário tradicional e os fundos de VC e o modelo RBF utilizado pela a55 em comparação.

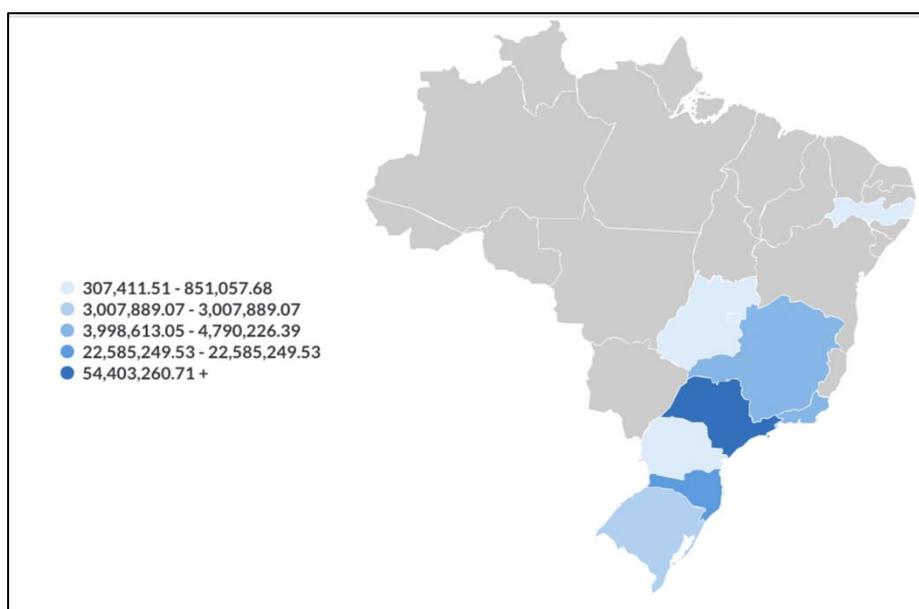
Quadro 5 - Comparação entre crédito bancário, fundos de VC e o modelo RBF utilizado pela a55

	 Custo	 Desembolso	 Garantia	 Ticket	 Prazo	 Flexibilidade
Bancos tradicionais	Taxas de juros incertas	Semanas para análises e desembolsos	Ativos reais como garantia	Linhas limitadas	Linhas de capital de giro	Quite quando quiser
	Justo e transparente	Crédito em até 20 dias	Seu fluxo de recebíveis e/ou aval	Aumenta de acordo com o seu crescimento	até 24 meses (para MMR Prime)	Opção de refinanciamento
Venture Capital	Quanto mais sua empresa cresce, mais você paga	Longas <i>due diligences</i>	Sua empresa	Grandes volumes	Perda parcial de controle da empresa	Grande envolvimento na sua governança

Fonte: a55

Em síntese, o processo de financiamento utilizado pela a55 reduz consideravelmente o tempo de obtenção dos recursos, com uma análise rápida, baseada em dados e que permite às empresas utilizarem de garantias alternativas, como os seus recebíveis, para viabilizar investimentos no crescimento da empresa. Desde sua fundação, em 2017, a a55 já financiou mais 50 empresas no Brasil. A imagem abaixo ilustra a geografia das empresas que foram financiadas pela fintech desde sua fundação.

Figura 22 - Distribuição geográfica das empresas financiadas no modelo RBF da a55



Fonte: a55

Além disso, é com base em uma primeira filtragem da a55, que se entende se as empresas que aplicam para tomar crédito, têm, de fato, condições de tomar recursos no modelo RBF. Com base no caso estudado elaboramos as imagens que seguem para ilustrar, em forma de árvore de decisão, o melhor momento para uma empresa buscar o RBF como alternativa de crescimento.

4.6 Proposta de árvore de decisão para financiamento à ENBTs startups via RBF

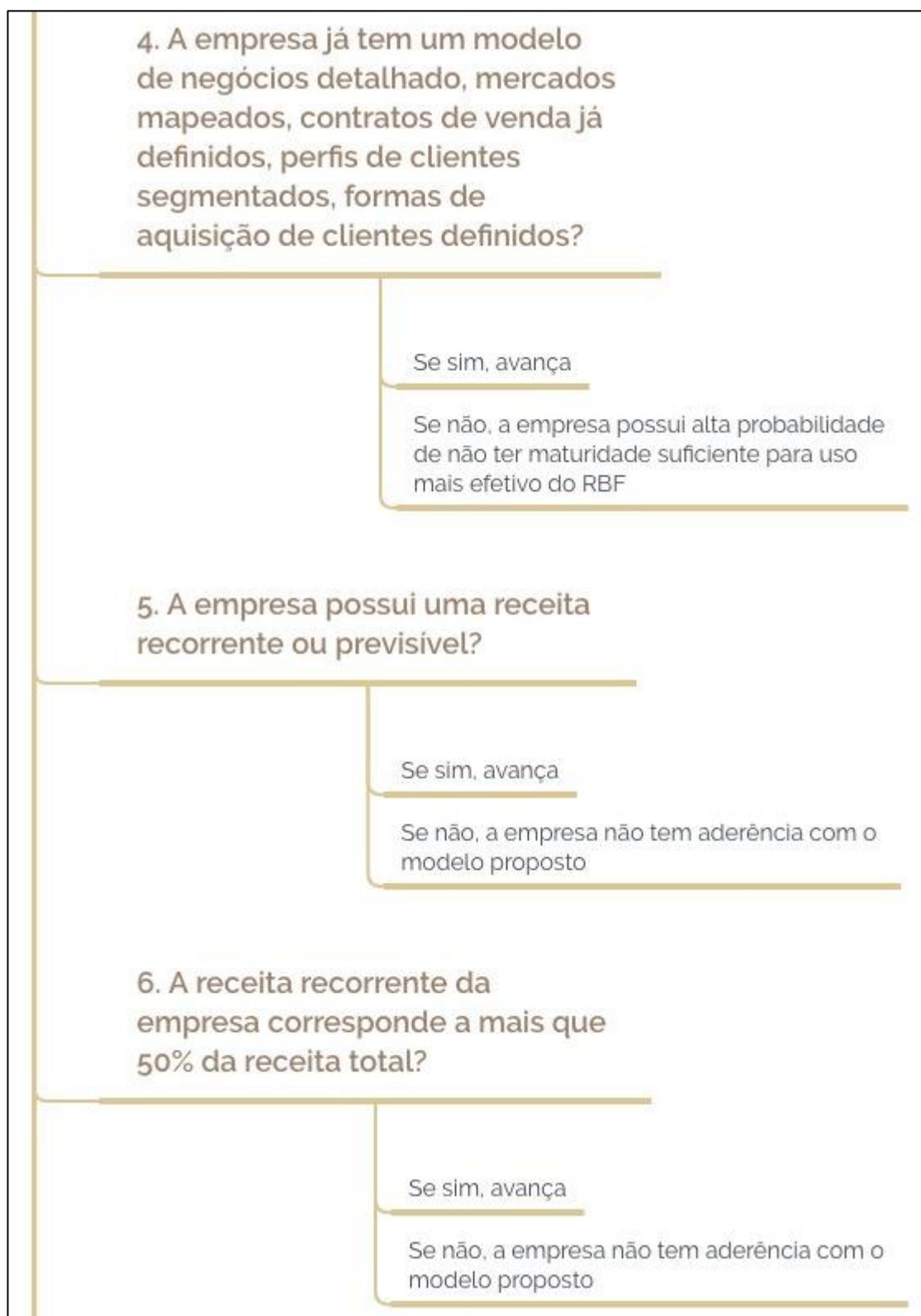
Neste capítulo, será apresentada uma proposta de modelo de tomada de decisão para tomada de financiamento alternativo para ENBTs *startups* utilizando o modelo de RBF. Esta proposta de árvore de decisão é que indicará se a empresa está apta para um financiamento via RBF e também indicará o melhor estágio para utilizar esse modelo de financiamento.

Figura 23 - Árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento



Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Figura 24 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento



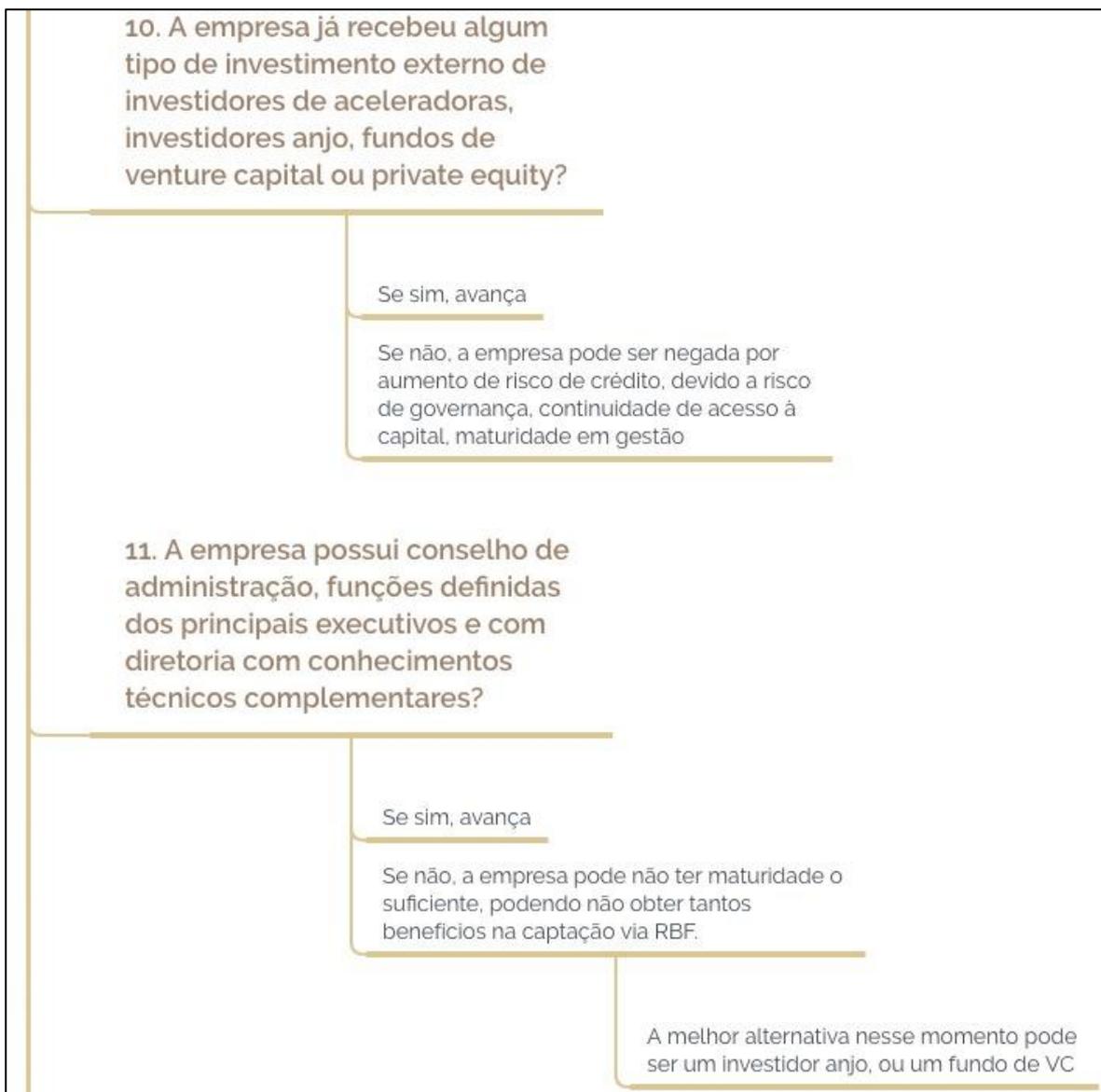
Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Figura 25 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento



Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Figura 26 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento



Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Figura 27 - Continuação da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento

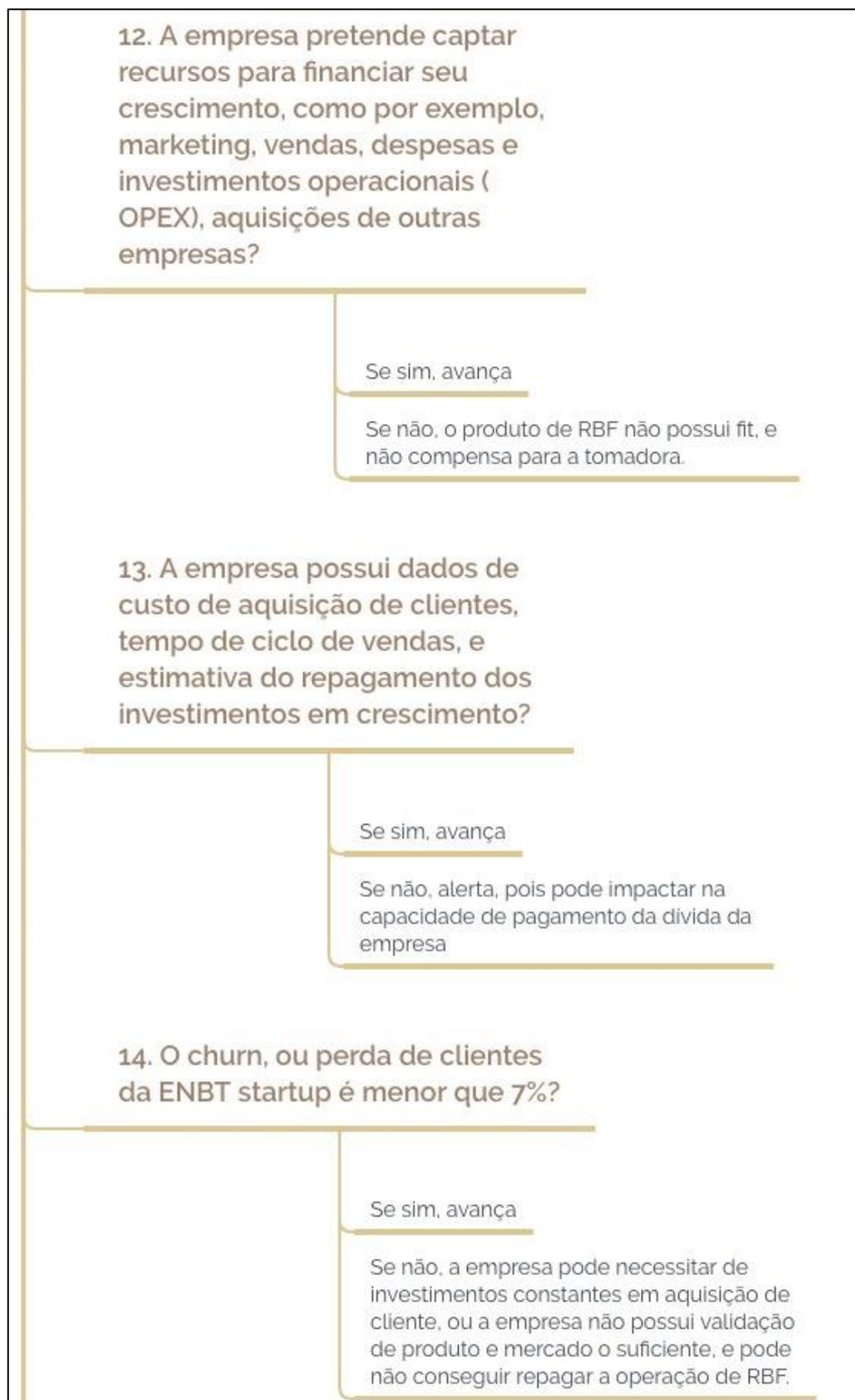


Figura 28 - da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento

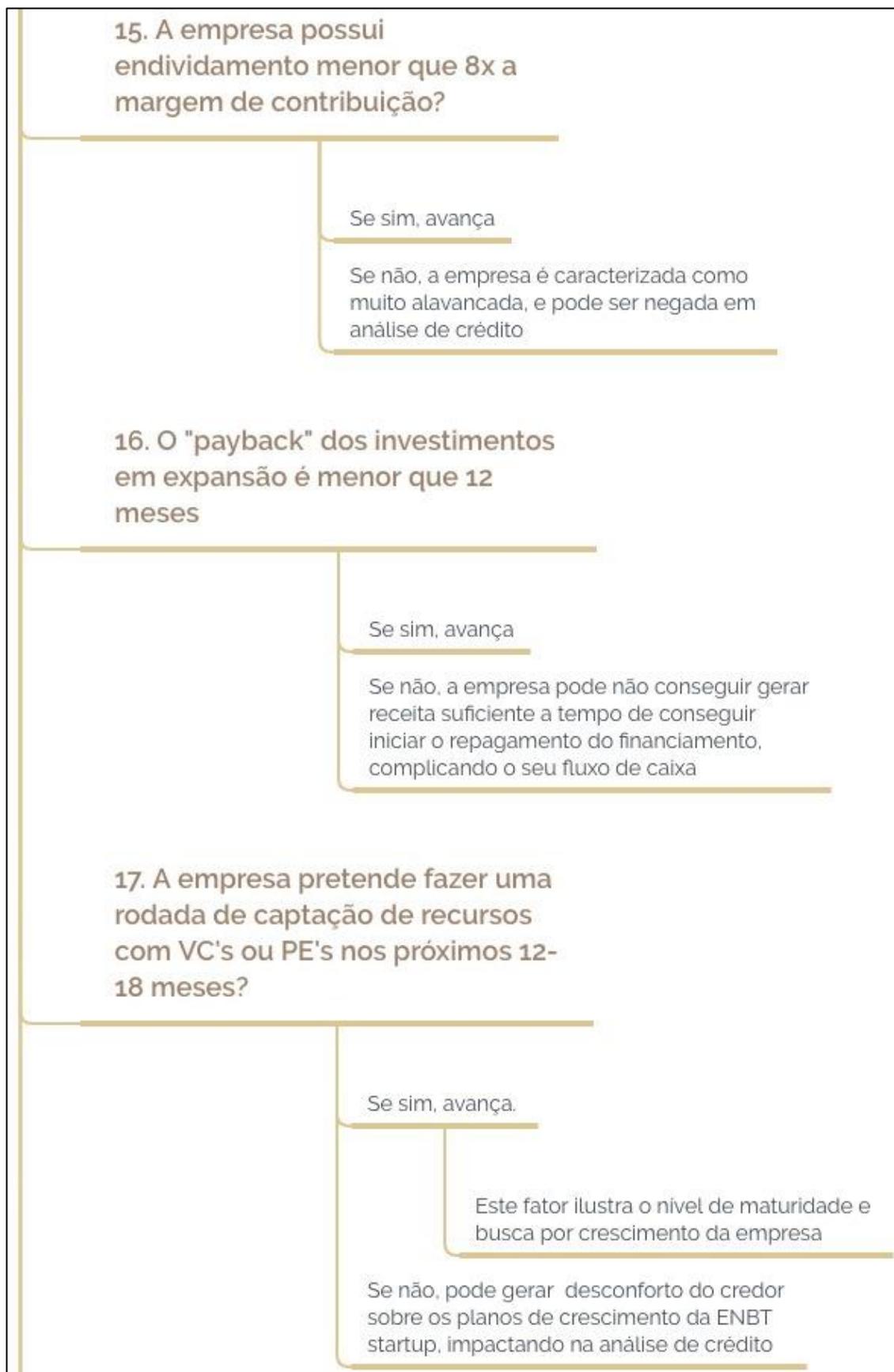


Figura 29 - da árvore de decisão sobre o RBF como alternativa de financiamento



Fonte: Elaborado pelo autor (2020)

Com base nessa árvore de decisões, é possível que as ENBTs *startups* avaliem o melhor momento para buscar o RBF como forma alternativa de captação de recursos. Ao atingir as características e estágio de maturidade no ciclo de crescimento, a ENBT *startup* se qualifica e possui condições de obter os recursos do RBF para que a mesma cresça sem necessariamente buscar recursos via venda de participação acionária dos sócios, modelo utilizado pela empresa *Exact Sales*, por exemplo.

Com base na árvore de decisões proposta, é possível que ENBTs *startups* entendam de forma mais aprofundada o seu estágio de maturidade e, com isso consigam aproveitar

melhor este modelo de captação de recursos, tendo ainda mais possibilidades de crescimento econômico e financeiro.

A primeira pergunta visa a compreender onde está a geração de receita da empresa. Caso a empresa possua receitas no Brasil, será possível fazer com que a operação obedeça a legislação nacional, seguindo, por exemplo, o modelo utilizado pela *fintech* a55. Caso a empresa opere em outro país, não seria possível estruturar as garantias de recebíveis, haja vista que este fluxo estaria transitando em outro país, e conseqüentemente, obedecendo outra legislação.

Nas perguntas 2 e 3, o objetivo é entender se a empresa já possui um produto ou serviço sendo comercializado. Caso o produto ainda esteja em desenvolvimento e a empresa não gere receitas, não será possível compor as garantias necessárias para viabilizar uma operação via RBF. O principal pilar desse modelo de financiamento é justamente o de usar a receita da empresa como uma forma de garantia do financiamento.

A pergunta 4 visa a entender o nível de maturidade da empresa, compreendendo o mercado-alvo, tamanho do mercado, modelo de contratos de comercialização de produtos ou serviços, se a empresa já possui um perfil de cliente ideal mapeado – um fator importante para as empresas serem mais assertivas na busca por clientes, e um sinal de maturidade e foco. Além disso, a pergunta 5, sobre previsibilidade de receita, é focada justamente na viabilização da estruturação das garantias via recebíveis futuros, algo primordial para se conseguir ter uma compreensão mais aprofundada sobre a capacidade de pagamento da empresa ao longo do prazo do financiamento.

As questões 6, 7,8 e 9 buscam aprofundar o entendimento sobre concentração de carteira de clientes, sob um viés de risco de crédito, ou seja, quanto menor o número de clientes, caso um dos clientes não pague, pode influenciar profundamente a capacidade de repagamento da empresa tomadora dos recursos.

Quanto mais pulverizada a base de clientes, menor tende a ser o risco de concentração de carteira, e conseqüentemente, caso um cliente venha a inadimplir, outros tantos poderão cobrir essa quebra de fluxo de caixa, reduzindo, assim, o risco de crédito. Além disso, especificamente a pergunta 9, visa a entender eventuais vantagens competitivas dos produtos ou serviços comercializados, o que dá uma leitura de maturidade de produto, haja vista que a empresa já superou eventuais barreiras de entrada de seus mercados, conseguindo ainda assim, se posicionar de forma competitiva.

As perguntas 10, 11 e 12 compreendem, principalmente, informações acerca de governança. Como boa parte dos fundos de *Venture Capital* entram em estágios de

maturidade maior em empresas, normalmente em empresas já em operação, tração e *scaleup*, e trazem melhores práticas de governança corporativa, gestão, melhoria de processos internos, processos financeiros, comercial, RH e jurídico, isso impacta diretamente na governança da empresa, e conseqüentemente, eleva o grau de maturidade, gerando um fator relevante no processo de tomada de decisão de utilização do RBF como forma alternativa de captação de recursos.

Ao se receber um aporte de um fundo *Venture Capital*, é muito comum que o aporte seja feito em etapas, ou tranches, o que gera uma previsibilidade futura de entrada de caixa, mitigando um risco de repagamento da operação de crédito. Além disso, toda a estrutura de governança que um VC traz, como conselho de administração, definição de executivos, complementariedade de competências para o corpo executivo, ajudam a melhorar a gestão da empresa, o que mitiga o risco de uma decisão errada, ou más práticas que gerem fraudes, riscos de eventuais problemas de gestão, sendo um fator de grande relevância para uma empresa. Atingindo estes estágios de tração ou *scaleup*, as empresas normalmente possuem já essas estruturas de governança, complementando a análise de maturidade da mesma.

A pergunta 13 foca principalmente em entender onde os recursos captados serão investidos. Como o modelo RBF preconiza o investimento em crescimento, ou seja, investimentos comerciais, equipe, produtos, marketing, propaganda e até mesmo financiar aquisições de outras empresas, a principal ideia por trás disso é que o investimento nessas frentes é feito de forma antecipada, ou seja, primeiro se investe, e depois colhe-se o resultado financeiro.

Na prática, este tipo de investimento é realizado para se gerar receitas novas, aumentando assim o faturamento da empresa, e fazendo-a entrar num ciclo virtuoso de crescimento. Além disso, o próprio modelo de RBF prevê um aumento do volume de crédito a ser disponibilizado mediante o aumento da receita, o que permite que as ENBTs *startups* continuem investindo em sua expansão e gerando mais receitas.

As perguntas 14, 15, 16 e 17 compreendem um viés de informação relacionado, principalmente, ao comportamento dos clientes, e retenção dos mesmos na base da empresa, gerando assim maior previsibilidade das receitas, e tendo também informações de custos de aquisição, algo que possibilita também estimar se a empresa opera em prejuízo operacional, sendo que esses fatores também corroboram para uma análise de maturidade da mesma, pois é algo que muitas empresas começam a mapear somente após receberem investimentos, haja vista as melhores práticas de gestão trazidas pelos investidores. Além disso, colocou-se uma barreira de perda de clientes mensal de até 7%, por entender-se que

acima desse patamar, existe a possibilidade de comprometimento da operação comercial, gerando um fator de risco maior para o repagamento da operação de financiamento.

Por isso, estas informações acerca de perda de clientes, endividamento, retorno dos investimentos, e ciclo de vendas são muito relevantes, pois ajudam a compreender, de forma mais detalhada como funciona a operação da ENBT *startup*, como a mesma compreende o mercado em que atua, se possui controles e gestão suficientes para não tomar decisões erradas neste processo de captação de recursos, e podendo absorver da melhor forma possível os benefícios de uma operação via RBF.

As perguntas 18 e 19 visam a entender o momento da ENBT *startup*, compreendendo demandas de capital, se a empresa buscará uma nova captação com fundos de VC e também entender de forma mais detalhada, o tamanho da captação e analisar se a empresa de fato terá condições de pagar o empréstimo via RBF em sua totalidade. Além disso, o fato de a ENBT *startup* caminhar para uma segunda rodada de investimentos com fundos de VC, tende a ser interpretada como um sinal de crescimento, pois dificilmente estes fundos investem em empresas que estejam em má situação financeira, ou não estejam conseguindo crescer.

Vale ressaltar também que os valores a ser captados via RBF são usualmente menores do que os captados com fundos de VC. Enquanto no RBF a média de alavancagem em comparação a receita mensal vai de 3 vezes à 6 vezes, numa captação com um fundos de investimentos de VC, é muito comum que empresas captem recursos suficientes para financiar suas operações por aproximadamente 24 meses, ou seja, o volume captado é muito maior se comparado a uma operação de RBF.

A última pergunta busca entender características de maturidade da empresa que busca financiamentos via RBF. Todo o racional desta proposta visa a entender o nível de maturidade, o estágio do ciclo de vida, práticas de gestão, produto, estrutura de capital, governança, estrutura de receita, controles, dentre outros fatores, é usual vermos estes pontos melhores desenvolvidos em empresas no estágio *ScaleUp* utilizado pela Associação Brasileira de Startups.

Esta proposta de árvore de decisões visa a oferecer uma visão mais abrangente sobre o estágio de maturidade das ENBTs *startups*, as características de previsibilidade de receitas, fatores relacionados à governança, produto e risco de crédito. Uma vez utilizando esta estrutura de perguntas para uma tomada de decisões, as empresas têm plenas condições de se orientar para uma captação de recursos utilizando o RBF, obtendo benefícios como, garantias alternativas, simples, com um volume adequado e crescente perante as

necessidades de crescimento que este perfil de empresas possui nesta etapa do ciclo de crescimento.

O RBF se mostra como uma alternativa bastante viável para ENBTs *startups* que possuem receitas previsíveis ou recorrentes, mas principalmente para empresas que estejam num estágio de tração, ou *scaleup*, pois nessas etapas elas tenderão a absorver melhor os benefícios deste modelo, como uma estrutura de garantias mais simples, um volume de crédito adequado às demandas de crescimento, um capital para viabilizar ainda mais crescimento e que, ao mesmo tempo, acompanhe o crescimento da empresa, postergando temporariamente uma rodada com fundos de VC, evitando diluições desnecessárias dos empreendedores e maximizando o valor da empresa e os retornos econômicos e financeiros.

Neste capítulo foi apresentada uma árvore de decisão que ilustra quais empresas são elegíveis para uma tomada de crédito utilizando o modelo RBF, e também o estágio da ENBT *startup* no ciclo de crescimento. No capítulo posterior, serão apresentadas as considerações finais acerca do trabalho, próximos passos, gaps para futuros pesquisadores, e informações sobre a pesquisa realizada e os impactos da mesma.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O acesso à capital não dilutivo para as ENBTs startups no Brasil ainda é algo bastante escasso e complexo conforme citado por Endeavor Brasil (2019), o que faz com que muitas destas empresas acabem optando por financiar seu crescimento e desenvolvimento através de venda de participação acionária, o que faz com que muitas vezes, os empreendedores, fundadores e executivos, percam o controle acionário da empresa, gerando potencialmente um desalinhamento com os objetivos das empresas e dos investidores.

Como muitas ENBTs startups possuem a característica de consumirem caixa, ou seja, precisam constantemente de capital para financiar seu crescimento, muitas vezes isso ocorre com fundos de VC, pois há um desconhecimento de mecanismos alternativos e não dilutivos de crédito. Além disso, como estas empresas possuem uma característica de serem *asset light* ou possuem baixo volume de ativos tangíveis, inviabilizando a composição de garantias reais para uma operação de crédito bancário tradicional.

Schmidt (2017, p.235) aponta que, embora o Governo Federal tenha tentado flexibilizar o acesso à crédito, a questão das garantias ainda é um fator de inviabilização de operações de financiamento no país. O mesmo aponta também aponta que

indisponibilidade das garantias exigidas pelas instituições financeiras nas operações de financiamento figura como uma das principais razões para a dificuldade de acesso ao crédito, principalmente nas empresas mais inovadoras, onde o investimento em ativos fixos tende a ser relativamente menor. Esse gargalo impede que essas empresas se fortaleçam e se tornem mais competitivas, postergando e coibindo o desenvolvimento de nossa nação. (SCHMIDT, 2017, p.235)

Apesar de haverem algumas alternativas de composição de garantias como, por exemplo, as Sociedades Garantidoras de Crédito, um dos principais ativos das ENBTs *startups* são os contratos de vendas e a previsibilidade de receitas que esses contratos proporcionam, sendo um dos principais critérios de elegibilidade para uma operação de financiamento no modelo RBF.

O RBF surge como uma alternativa de financiamento à expansão de empresas que possuem característica de terem poucos ativos tangíveis, receitas previsíveis, e que possuem modelos de negócios via recorrência de pagamentos, como por exemplo, modelos *SaaS*, ou *Software as a Service*. Nesse sentido, pode-se afirmar que o modelo de RBF trazido pela *fintech* a55 inova ao permitir uma nova modalidade de garantias, fazendo com

que as ENBTs *startups* possam acessar o mercado de crédito no Brasil, gerando mais inovações, geração de emprego, renda, tecnologia, dentre outros benefícios.

Dentre os principais benefícios trazidos por esse modelo de financiamento alternativo, pode-se citar o fato de se usar os próprios recebíveis ou contratos futuros da empresa tomadora como garantia, ao invés de somente utilizar somente ativos tangíveis, ou garantias reais. Como este perfil de empresas ENBTs *startups* possuem poucos ativos reais em seu balanço, o acesso a crédito se torna muito mais complexo, haja vista as exigências dos agentes tradicionais, como bancos, por exemplo.

Nesse sentido, ao se trazer uma maior flexibilidade maior de garantias, é possível com que mais empresas acessem o mercado de crédito para financiar sua expansão. Importante ressaltar que a equipe de crédito e risco da *fintech* a55 estuda alternativas de garantia ainda mais flexíveis, como por exemplo, o uso de propriedade intelectual, pois este item também é algo bastante comum e com alta relevância no balanço de uma empresa neste perfil e estágio de maturidade.

Como forma de se evidenciar a consecução dos objetivos estudados, o objetivo geral pode ser confirmado através da árvore de decisão desenhada pelo autor, colocando as etapas de tração e scale-up como as com maior potencial de geração de benefício econômico e financeiro para as ENBT's *startups* que utilizam o modelo RBF de financiamento. A principal justificativa advém do fato de que essas empresas possuem uma receita já em crescimento, um produto validado, um mercado-alvo definido, e carecem apenas de recursos para capturar uma fatia maior deste mercado, crescendo sua receita, e postergando uma rodada de investimentos através de VC's e PE's, vendendo ações da empresa num momento posterior, fazendo com que a empresa possua um valor de avaliação ainda maior.

Vale ressaltar, que no decorrer do trabalho foram trabalhadas as causas principais que dificultam o acesso à crédito e capital não-dilutivo no Brasil, sendo principalmente a dificuldade de composição de garantias por parte das ENBT's *startups*, e o perfil de as mesmas possuírem poucos ativos tangíveis, possuindo principalmente recebíveis e contratos de vendas.

Detalhou-se o modelo de investimentos, os principais atores, como funcionam, tanto os fundos de *Venture Capital* (VC) como os de *Private Equity* (PE), tanto no Brasil como nos EUA, o histórico de sua atuação, quem são os agentes que fazem parte destes investimentos, o perfil de investimentos, dentre outros fatores que visaram a dar um panorama geral sobre o mercado, destacando, principalmente, a forma de investimentos.

Da mesma forma, buscou-se detalhar, contextualizar e trazer o histórico do *Venture Debt* (VD), tanto no Brasil como nos EUA, e o modelo de *Revenue Based Finance* (RBF), onde evidenciaram-se as principais diferenças de ambos mecanismos perante os investimentos de VC e PE, o histórico dessas modalidades no Brasil, e como o mercado ainda carece destes tipos de soluções alternativas para o financiamento de ENBT's *startups*.

Ao se analisar o *Venture Debt* (VD), vemos poucos fundos de investimentos existentes no Brasil, e os empreendedores ainda bastante receosos, mas desde 2017, quando foi lançado o primeiro fundo, diversas empresas já se beneficiaram desta modalidade, tendo como principal vantagem a possibilidade de se compor garantias para um financiamento de forma bastante flexível, como por exemplo, recebíveis, receitas futuras, ações, propriedade intelectual, aval dos fundadores, móveis, equipamentos, imóveis, dentre outras possibilidades. Por sua vez, o RBF é ainda mais novo no Brasil, tendo a *fintech* a55 como uma das pioneiras, e que realizou sua primeira operação nesse modelo meados de 2018⁵², e que desde então já viabilizou mais de R\$100 milhões em operações no Brasil para mais de 60 empresas⁵³.

Como forma de se ilustrar o modelo, e detalhar o caso de uma operação, evidenciando os impactos econômicos e financeiros da empresa, fez-se um estudo sobre a empresa *Exact Sales*, de Florianópolis, onde foi detalhado o histórico de crescimento da empresa, as rodadas de investimentos, os motivadores para se buscar o RBF como forma de manutenção do ritmo de crescimento, que culminou numa rodada de investimentos de R\$15 milhões⁵⁴, levando o valor de avaliação da empresa para próximo de R\$100 milhões.

Como forma de se concluir os benefícios da modalidade, e em que etapa do ciclo de crescimento de uma ENBT *startup*, a árvore de decisão criada no capítulo 5, evidencia de forma mais visual o estágio onde este perfil de empresas poderia vir a ter maior retorno financeiro caso opte pelo RBF, ao invés de outra forma de captação de recursos para crescimento. Ou seja, empresas que possuem um nível de maturidade um pouco maior, poderão ter maiores benefícios através desta forma de financiamento.

Essa pesquisa teve como grande limitação, a falta de literatura nacional acerca do tema do *Revenue Based Finance*, tendo apenas obtido bibliografias externas, e que possuem uma série de diferenças, principalmente em questões de legislações, modelos de contratos, possibilidades de composição de estruturas de garantia, dentre outros fatores.

⁵² Informações obtidas diretamente com a diretoria da empresa a55.

⁵³ Dados informados pela própria empresa.

⁵⁴ Informações obtidas pela própria *Exact Sales* e ilustradas no capítulo 4.

Este fator gera um *gap* de conhecimento, mas também gera um motivador para que mais pesquisadores investiguem o tema, gerando ainda mais conhecimento, melhorias para o modelo, alternativas sobre formas de composição de garantias, propostas de eventuais ajustes de legislação, dentre outros benefícios, que culminem, principalmente num aumento do volume de operações utilizando o RBF no Brasil, mas que também ajude os empreendedores a captar recursos de forma cada vez mais simples, ágil, barata, mitigando o risco dos agentes financiadores, gerando mais emprego, renda, tecnologia, inovação, e outros diversos benefícios para a sociedade e para a economia.

REFERÊNCIAS

- ABDI. **A Indústria de Private Equity e Venture Capital: 2º Censo Brasileiro**. 2011. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf. Acesso em: 25 de fevereiro. 2020.
- AMORIM, Y. S.; TEIXEIRA, C. S. Ações de Investimentos em Florianópolis: uma análise dos Atores que Realizam a Integração Entre Investidores e Empreendedores. Congresso Nacional de Inovação e Tecnologia, 1. **Anais [...]** São Bento do Sul. Disponível em: http://via.ufsc.br/wp-content/uploads/2017/01/Antifragility_innovation_parks_short_paper.pdf. Acesso em: 27 de mar 2017.
- ARGYRIS, C. **Intervention theory and method: a behavioral science view**. California: Addison-Wesley, 1973. 374 p.
- ARRUDA, C., NOGUEIRA, V., COZZI, A., COSTA, V. **Causas da mortalidade de startups brasileiras: o que fazer para aumentar as chances de sobrevivência no mercado**. 2015. 18 p. Disponível em: <http://ois.sebrae.com.br/publicacoes/causas-da-mortalidade-de-startups-brasileiras/>. Acesso em: 23 abr. 2020.
- ACATE. **ACATE Tech Report 2019**. 2019. Disponível em: <https://www.techreportsc.com/>. Acesso em: 07 jun. 2020.
- AZEVEDO, Ingrid Santos Cirio de; TEIXEIRA, Clarissa Stefani. FLORIANÓPOLIS: uma análise evolutiva do desenvolvimento inovador da cidade a partir do seu ecossistema de inovação. **Revista Eletrônica do Alto Vale do Itajaí**, [S. l.], v. 6, n. 9, p. 108-120, 23 nov. 2017. Universidade do Estado de Santa Catarina. DOI: <http://dx.doi.org/10.5965/2316419006092017108>.
- BERGER, Allen N.; UDELL, Gregory F. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. : The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. **Journal Of Banking & Finance**, Washington, v. 1, n. 22, p. 613-673, dez. 1998.
- BIOLCHINI, J. C. A. *et al.* Scientific research ontology to support systematic review in software engineering. **Advanced Engineering Informatics**, v. 21, n. 2, p. 133-151, 2007.
- BORGES, Luiz Gustavo Xavier. **Investimento em uma startup de ti: um estudo de caso no setor de educação**. 2016. 132 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Sistemas de Gestão, Departamento de Engenharia de Produção, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2016. Disponível em: <https://app.uff.br/riuff/handle/1/3946>. Acesso em: 23 abr. 2020.
- BUSSGANG, Jeffrey. Raising Startup Capital. **Harvard Business School**, Boston, v. 1, n. 9-814-089, p. 1-27, fev. 2014.
- CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006. 135 p.

CARVALHO, M.M. *et al.* Empresa de base tecnológica brasileira: características distintas. In: SIMPÓSIO DE GESTÃO DA INOVAÇÃO TECNOLÓGICA, 20., 1998, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: PGT-USP, 1998.

CELTA. **Centro empresarial para laboração de tecnologias avançadas**: o ambiente de incubação da fundação Certi. 2016. Disponível em: <http://www.celta.org.br>. Acesso em: 07 de junho de 2020.

CÔRTEZ, Mauro Rocha *et al.* **Cooperação em empresas de base tecnológica**: uma primeira avaliação baseada numa pesquisa abrangente. **São Paulo em Perspectiva**, [S. l.], v. 19, n. 1, p.85-94, mar. 2005. FapUNIFESP (SciELO). DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/s0102-88392005000100007>. Disponível em: https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0102-88392005000100007&lng=pt&tlng=pt. Acesso em: 25 fev. 2020.

CROLL, A.; YOSKOVITZ, B. **Lean Analytics**: Use Data to Build a Better Startup Faster. Sebastopol (CA) : O'Reilly. 2013.

DENZIN, N. K; LINCOLN, Y. S. **O planejamento da pesquisa qualitativa**: teorias e abordagens. 2.ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.

DESIDÉRIO, P. H. M.; BITTENCOURT, I. M.; MARQUES, J. C.; CARDOSO SOBRINHO, C. A.; NEDER, R. As Mídias Sociais na Projeção de 'Startups' Regionais: Observações do Perfil das Empresas nas Redes Sociais . **International Journal of Innovation**, v. 5, n. 3, p. 421-434, 2017.

DICKINSON, V. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 1969-1994, 2011.

DISTRITO DATAMINER. **Inside Venture Capital Brasil**. São Paulo: Distrito Dataminer, 2019. 54 p.

ECHER, Isabel Cristina. A revisão de literatura na construção do trabalho científico. **Revista gaúcha de enfermagem**. Porto Alegre. Vol. 22, n. 2, p. 5-20, jul. 2001.

ENDEAVORBrasil. **FINANCIANDO O CRESCIMENTO DAS SCALE-UPS**: Relatório de Pesquisa Endeavor Brasil. São Paulo: Endeavor Brasil, 2019. 52 p. (Equipe técnica Karina de Oliveira Almeida e Pietro Carlos de Souza Rodrigues)

FAGERBERG, J. Technology and international differences in growth rates. **Journal of economic literature**, Pittsburgh, PA, v. 32, n 3, p. 1147-1175, set.. 1994.

FÉLIX, João Carlos Pinto Santos Pereira. **Revenue-based financing**. 2016. 44 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado em Finanças, Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2016. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/20645>. Acesso em: 23 abr. 2020.

FERENHOF, H. A.; FERNANDES, R. F. Desmistificando a revisão de literatura como base para redação científica: método sff demystifying the literature review as basis for scientific writing: ssf method. **Revista ACB: Biblioteconomia em Santa Catarina**, v. 21,

n. 3, p. 550-563, 2016. Disponível em: <https://revista.acbsc.org.br/racb/article/view/1194>. Acesso em: 07 set. 2020.

FIATES, José Eduardo Azevedo. **INFLUÊNCIA DOS ECOSISTEMAS DE EMPREENDEDORISMO INOVADOR NA INDÚSTRIA DE VENTURE CAPITAL: estratégias de apoio às empresas inovadoras**. 2014. 326 f. Tese (Doutorado) - Curso de Pós Graduação em Engenharia e Gestão do Conhecimento, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2014.

GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes. **Competição por informações, ciclo de vida e custo do capital no Brasil**. 2016. 82 f., il. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)— Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa, 2016.

GOMPERS, P. A. Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. **The Journal of Finance**, v 50, p. 1461-1489. 1995.

Gompers, P.A. (1997). Ownership and control in entrepreneurial firms: An examination of convertible securities in venture capital investments. Working Paper, Harvard Business School.

Gompers, P.A.; Lerner, J. The venture capital revolution. **The Journal of Economic Perspectives**, 15(2), 145–168. 2001

HARDYMON, F; LERNER, J; LEAMON, A. **Gold Hill Venture Lending**. [S. l.] : Harvard Business School. . 2004.

HEIJS, J. **Política tecnológica e innovación: evaluación de la financiación pública de I+D en España**. Madrid: Consejo Económico y Social, 2001. 267 p.

IBRAHIM, D. M. Debt as Venture Capital. **University of Illinois Law Review**, v. 2010, p 1169-1209. 2010

KERR, William R.; NANDA, Ramana. Financing New Ventures. **Harvard Business School**, Boston, v. 1, n. 9-811-093, p.1-21, 28 mar. 2011.

KORTUM, Samuel.; LERNER, Josh. Assessing the contribution of venture capital to innovation. **The RAND Journal of Economics**, v.31, n.4, p.674-692, winter, 2000.

LESTER, Donald L.; PARNELL, John A.; CARRAHER, Shawn. ORGANIZATIONAL LIFE CYCLE: a five :stage empirical scale.**The International Journal Of Organizational Analysis**, [S. l.], v. 11, n. 4, p. 339-354, abr. 2003. DOI: <http://dx.doi.org/10.1108/eb028979>.

LIGHTER Capital. The Rise of Revenue-Based-Financing. **Lighter Capital**, San Francisco, v. 1, n. 1, p. 1-30, maio 2019.

LIMA, Ailza Silva de; CARVALHO, Evelyne Vilhete Antonio de; PAULO, Edilson; GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes. Estágios do Ciclo de Vida e Qualidade das

Informações Contábeis no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, [S. l.], v. 19, n. 3, p. 398-418, jun. 2015. FapUNIFESP (SciELO). DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20151711>. Disponível em: https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552015000300398&lng=pt&tlng=pt. Acesso em: 23 abr. 2020.

MACKE, J. A pesquisa-ação como estratégia de pesquisa participativa. *In*: GODOI, C. K.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; SILVA, A. B. **Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais**: paradigmas, estratégias e métodos. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 217-249.

MEIRELLES, Jorge Luís Faria; PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão & Produção**, São Carlos, v. 15, n. 1, p. 11-21, abr. 2008. FapUNIFESP (SciELO). DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/s0104-530x2008000100003>. Disponível em: https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-530X2008000100003. Acesso em: 23 abr. 2020.

MENDONÇA, Andréa T. B. B.; CHEROBIM, Ana Paula M. S.; WOHL, Sidele. NASCIMENTO, Thiago C. Capital de Risco no Brasil: A Atuação do Fundo de Capital Semente CRIATEC. *In*: Encontro Nacional de Estudos em Empreendedorismo e Gestão da Pequena Empresa. 7, 2012, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: ANEGEPE, 2012.

MILLER, D.; FRIESEN, P. H. A longitudinal study of corporate life cycle. **Management Science**, Hanover, v. 30, n. 10, p. 1161-1183, 1984.

MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca; SANTOS, João Vitor Aparecido dos; OLIVEIRA, Nicolas Nardy; KANITZ, Ricardo; BASSANI, Rafael Honório; WIESEL, Frederico; BAREA, Marcio Sabalo. **PERFORMANCE OF THE PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL INDUSTRY IN BRAZIL**: insper, spectra and abvcap analysis september 2018. São Paulo: Insper, 2018. 19 p.

MUZYKA, D.; BIRLEY, S.; LELEUX, B. Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists. **Journal of Business Venturing**, v. 11, n. 4, p. 273-287, 1996.

NASCIMENTO, Thiago C. **Venture capital como instrumento de financiamento à inovação**: implicações do aporte em startups brasileiras capitalizadas pelo fundo CRIATEC. 2015. 308f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2015.

NELSON, Richard R. **As fontes do crescimento econômico**. Campinas: Editora Unicamp, 2006. 469 p.

O'SULLIVAN, Mary. Finance and innovation. *In*: FAGERBERG, Jan; MOWERY, David C.; NELSON, Richard R. **The Oxford handbook of innovation**. Oxford: Oxford University Press, 2004.

OLIVEIRA, Rodrigo Ventura de. **Revisão e mapeamento da literatura internacional recente sobre o processo de decisão de gestores de venture capital**. 2013. 162 f.

Dissertação (Mestrado) - Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013.

PASCHEN, Jeannette. Choose wisely: crowdfunding through the stages of the startup life cycle. **Business Horizons**, [S. l.], v. 60, n. 2, p. 179-188, mar. 2017. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.bushor.2016.11.003>.

PEREIRA, Rosângela Cristina de Carvalho. **Os instrumentos de financiamento às empresas de base tecnológica no Brasil**. 2007. 140 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Pós Graduação em Engenharia de Produção, Ufscar, São Carlos, 2007.

PERERA, Luiz Carlos Jacob (Org.). **Crédito: história, fundamentos e modelos de análise**. São Paulo: Saint Paul, 2013. 270 p.

PROJETO INOVAR. **Ações e resultados**. Rio de Janeiro: Finep. 2013.

Reis, R. T.; Campos, A. L. S.; Pasquini, E. S. (2017). A influência dos determinantes da estrutura de capital conforme o estágio do ciclo de vida das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 127-142, out. 2017. Disponível em: <https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/3690>. Acesso em: 23 abr. 2020.

RIBEIRO, Leonardo de Lima. **O MODELO BRASILEIRO DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL**. 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-02042006-163402/pt-br.php>. Acesso em: 23 abr. 2020.

RIBEIRO, Artur Tavares Vilas Boas; ROCHA, Renata Malagoli; KRAKAUER, Patricia Viveiros de Castro; PEDROSO, Marcelo Caldeira. Formalização da Estratégia em Empresas Nascentes de Base Tecnológica: recursos alternativos na fragilidade do novo. **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, [S. l.], v. 15, n. 04, p. 63-76, 1 dez. 2016. University Nove de Julho. DOI: <http://dx.doi.org/10.5585/riae.v15i4.2417>.

Ries, E. **A startup enxuta: como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas**. São Paulo: Lua de papel, 2012.

SAMILA, S; SORENSON, O. Venture Capital, Entrepreneurship, and Economic Growth. **The MIT Press**, v. 91, p. 338-349. 2011.

SCHMIDT, Richard Cunha. **Proposta de um sistema de garantias de crédito para o financiamento reembolsável da inovação em micro, pequenas e médias empresas**. 2017. 275 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Mestrado Profissional em Administração, Centro de Ciências da Administração e Socioeconômicas (Esag), Universidade do Estado de Santa Catarina, Florianópolis, 2017.

SCHUMPETER, Joseph A. **Capitalismo, socialismo e democracia**. São Paulo: Editora Unesp. 2010. *E-book*

SCHUMPETER, Joseph A. **Schumpeter**. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1997. 229 p. Tradução de Maria Sílvia Possas. (Coleção Os economistas)

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do desenvolvimento econômico**. São Paulo, Ed. Nova Cultural, 1985.

SILVA, B. F. da. O Projeto Sapiens Parque: impactos socioeconômicos e ambientais em Florianópolis. **Cadernos Metr pole**, São Paulo, v. 13, n. 25, p. 163-184, jan./jun. 2011. Disponível em: <https://revistas.pucsp.br/index.php/metropole/article/view/5986>. Acesso em: 23 abr. 2020.

STEVENSON, Howard H.; ROBERTS, Michael J. New Venture Financing. **Harvard Business School**, Boston, v. 1, n. 9-802-131, p.1-13, ago. 2006.

THIOLLENT, M. **Metodologia da pesquisa-a o**. 17. ed. São Paulo: Cortez, 2009.

Thurik, A. R.; Carree, M. A.; Van Stel, A.; Audretsch, D. B. Does self-employment reduce unemployment?. **Journal of Business Venturing**, v. 23, n. 6, p. 673-686. 2008.

TRIPP, D. Pesquisa-a o: uma introdu o metodológica. **Educa o e pesquisa**, v. 31, n. 3, p. 443-466, 2005.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administra o**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ZIDER, Bob. How Venture Capital Works. **Harvard Business Review**, Boston, Ma, v. 1, n. 1, p. 131-140, dez. 1998.

APÊNDICE A – Termo de consentimento livre e esclarecido - a55**Termo de Consentimento Livre e Esclarecido - TCLE**

Participante Sr(a) André Wetter,

O(a) senhor(a) está convidado(a) a participar de uma pesquisa que tem por objetivo analisar o modelo de crédito da fintech a55, como base para a dissertação de mestrado, realizado pelo mestrando em Administração Renan Schaefer Andrade, regularmente matriculado na UDESC-ESAG.

A sua participação ocorrerá por meio de entrevista, para a qual será utilizado uma exploração de dados e documentos, além de perguntas e será realizada conforme data(s) e horário(s) a ser(em) combinado(s) com o(a) Sr(a), com tempo de duração estimado entre 45 e 60 minutos. Além disso, o pesquisador abordará em sua pesquisa, informações sobre como é o modelo de crédito da fintech a55, como a mesma realizou a operação de financiamento com a empresa Exact Sales, e proporá melhorias no modelo.

Cumpra informar que os resultados da pesquisa serão utilizados pelo pesquisador com finalidade acadêmica e que nenhum dos entrevistados será identificado.

Para esclarecer dúvidas e fazer comentários a qualquer momento ou mesmo para conhecer os resultados desta pesquisa, não hesite em contatar: renan.schaefer@hotmail.com.

Florianópolis (SC), 27 de maio de 2020.-

 Participante	 Pesquisador Renan Schaefer Andrade
---	---

APÊNDICE B – Termo de consentimento livre e esclarecido – Exact Sales

Termo de Consentimento Livre e Esclarecido - TCLE

Participante Sr(a) Theo Orosco da Silva,

O(a) senhor(a) está sendo convidado(a) a participar, como voluntário, de uma pesquisa que tem por objetivo analisar o modelo de crédito da fintech a55, onde será abordada a operação de financiamento com a empresa Exact Sales como estudo de caso para a dissertação de mestrado realizada pelo acadêmico, mestrando em Administração, Renan Schaefer Andrade, regularmente matriculado na UDESC-ESAG.

A sua participação ocorrerá por meio de entrevista para a qual será utilizado uma exploração de dados e documentos, além de perguntas, e será realizada conforme data(s) e horário(s) a ser(em) combinado(s) com o(a) Sr(a), com tempo de duração estimado entre 45 e 60 minutos.

Mais especificamente, o pesquisador abordará informações sobre como foi realizada a operação de financiamento com a empresa Exact Sales, dados da empresa relacionados a receitas, número de funcionários, valuation da empresa antes e depois da operação de financiamento, e quais foram os impactos econômicos e financeiros da operação de financiamento da Exact Sales com a fintech a55.

Os dados que serão utilizados são:

- Faturamento dos 6 meses anteriores e 12 meses posteriores à operação com a a55;
- Número de funcionários 6 meses anteriores e 12 meses posteriores à operação com a a55;
- Volume total de pagamento de impostos 6 meses anteriores e 12 meses posteriores à operação com a a55;
- Valuation negociado no último aporte, através de dados públicos divulgados pela empresa em sites de notícias.

Cumprir informar que todos os dados coletados nessa pesquisa serão utilizados pelo pesquisador única e exclusivamente com finalidade acadêmica.

O(A) Sr.(a) será esclarecido(a) sobre o estudo em qualquer aspecto que desejar e estará livre para participar ou recusar-se a participar, retirando seu consentimento ou interrompendo sua participação a qualquer momento.

O pesquisador irá tratar a sua identidade com padrões profissionais de sigilo e privacidade, sendo assim, seu nome ou material que indique sua participação não será liberado sem a sua

permissão. Ainda, o(a) Sr. (a) não será identificado(a) em nenhuma publicação que possa resultar deste estudo.

Os resultados da pesquisa estarão à sua disposição quando finalizada.

Para esclarecer dúvidas e fazer comentários a qualquer momento ou mesmo para conhecer os resultados desta pesquisa, não hesite em contatar: renan.schaefer@hotmail.com.

Caso hajam danos decorrentes dos riscos desta pesquisa, o pesquisador assumirá a responsabilidade pelo ressarcimento e pela indenização.

Eu, **THEO OROSCO DA SILVA**, portador do CPF 067.882.689-75, domiciliado no endereço Rodovia SC 401, n. 5500, 29B (Square SC), Bairro Saco Grande, CEP n. 88.032-005, na cidade de Florianópolis/SC, fui informado (a) dos objetivos desse estudo, de maneira clara e detalhada e esclareci minhas dúvidas. Concordo que os materiais e as informações obtidas relacionadas à minha pessoa poderão ser utilizados em atividades de natureza acadêmico-científica, desde que assegurada a preservação de minha identidade. Sei que a qualquer momento poderei solicitar novas informações e modificar minha decisão de participar, se assim o desejar, de modo que declaro que concordo em participar desse estudo e recebi uma via deste **Termo de Consentimento Livre e Esclarecido**.

Florianópolis (SC), 26 de junho de 2020.

Participante Theo Orosco	Pesquisador Renan Schaefer Andrade
-----------------------------	---------------------------------------

TCLE termo de consentimento livre e esclarecido - Renan Schaefer.pdf

Documento número #62afd7d5-5ae0-4ecf-b1da-cb31d0308933

Assinaturas

-  **THÉO OROSCO DA SILVA**
Assinou
-  **Camila Bez Batista**
Assinou como testemunha
-  **Renan Schaefer Andrade**
Assinou

Log

- 26 Jun 2020, 16:17:07 Operador com email cbez@exactsales.com.br na Conta 57a1d0b5-d2ba-405d-ab92-3a0918a0b6ce criou este documento número 62afd7d5-5ae0-4ecf-b1da-cb31d0308933. Data limite para assinatura do documento: 19 de Julho de 2020 (15:29). Finalização automática após a última assinatura: habilitada. Idioma: Português brasileiro.
- 26 Jun 2020, 16:17:36 Operador com email cbez@exactsales.com.br na Conta 57a1d0b5-d2ba-405d-ab92-3a0918a0b6ce adicionou à Lista de Assinatura: theo@exactsales.com.br, para assinar, com os pontos de autenticação: email (via token); Nome Completo; CPF; Data de Nascimento; endereço de IP. Dados informados pelo Operador para validação do signatário: nome completo THÉO OROSCO DA SILVA, CPF 067.882.689-75 e data de nascimento 19/09/1987.
- 26 Jun 2020, 16:17:53 Operador com email cbez@exactsales.com.br na Conta 57a1d0b5-d2ba-405d-ab92-3a0918a0b6ce adicionou à Lista de Assinatura: cbez@exactsales.com.br, para assinar como testemunha, com os pontos de autenticação: email (via token); Nome Completo; CPF; Data de Nascimento; endereço de IP. Dados informados pelo Operador para validação do signatário: nome completo Camila Bez Batista, CPF 051.371.199-62 e data de nascimento 28/05/1987.
- 26 Jun 2020, 16:19:07 Operador com email cbez@exactsales.com.br na Conta 57a1d0b5-d2ba-405d-ab92-3a0918a0b6ce adicionou à Lista de Assinatura: renan.schaefer@hotmail.com, para assinar, com os pontos de autenticação: email (via token); Nome Completo; CPF; Data de Nascimento; endereço de IP. Dados informados pelo Operador para validação do signatário: nome completo Renan Schaefer Andrade.
- 26 Jun 2020, 16:20:05 Operador com email cbez@exactsales.com.br na Conta 57a1d0b5-d2ba-405d-ab92-3a0918a0b6ce alterou o processo de assinatura. Data limite para assinatura do documento: 03 de Julho de 2020 (15:30).
- 26 Jun 2020, 16:24:20 Camila Bez Batista assinou como testemunha. Pontos de autenticação: email cbez@exactsales.com.br (via token). CPF informado: 051.371.199-62. IP: 191.191.112.99. Componente de assinatura versão 1.66.6 disponibilizado em <https://app.clicksign.com>.

- 03 Jul 2020, 14:31:34 Operador com email fmenegazzo@exactsales.com.br na Conta 57a1d0b5-d2ba-405d-ab92-3a0918a0b6ce alterou o processo de assinatura. Data limite para assinatura do documento: 10 de Julho de 2020 (02:31).
- 06 Jul 2020, 11:36:34 THÉO OROSCO DA SILVA assinou. Pontos de autenticação: email theo@exactsales.com.br (via token). CPF informado: 067.882.689-75. IP: 186.249.192.50. Componente de assinatura versão 1.69.0 disponibilizado em <https://app.clicksign.com>.
- 06 Jul 2020, 11:38:45 Renan Schaefer Andrade assinou. Pontos de autenticação: email renan.schaefer@hotmail.com (via token). CPF informado: 889.104.909-34. IP: 189.4.78.64. Componente de assinatura versão 1.69.0 disponibilizado em <https://app.clicksign.com>.
- 06 Jul 2020, 11:38:46 Processo de assinatura finalizado automaticamente. Motivo: finalização automática após a última assinatura habilitada. Processo de assinatura concluído para o documento número 62afd7d5-5ae0-4ecf-b1da-cb31d0308933.

Hash do documento original (SHA256): 74656723a4f11e2ffa435817443a2df17b73a844a7a5c6777af5082e3a3b6b99

Este Log é exclusivo ao, e deve ser considerado parte do, documento número 62afd7d5-5ae0-4ecf-b1da-cb31d0308933, com os efeitos prescritos nos Termos de Uso da Clicksign disponível em www.clicksign.com.

ANEXO A – Modelo de proposta comercial a55

PARABÉNS,
SEU CRÉDITO FOI
APROVADO



Agora vamos
crescer juntos!

A/C

[NOME DA EMPRESA]

Prezad@s **[NOME DO(S) CLIENTE(S)]**

Apresentamos a você uma visão geral dos **termos e condições** aprovadas para obtenção de seu crédito MRR junto a **a55**. Mas antes, pedimos que você se comprometa em **manter sigilo** e não divulgar, exceto com o consentimento expresso por nós sobre o teor desta proposta. Mas fique tranquilo, para suas afiliadas, advogados, contadores, consultores e investidores envolvidos não tem problema! Então, nós concordamos em manter **confidencial todo o material recebido** sobre a Transação.

Após desembolso, gostaríamos de poder fazer referência ao nome de sua empresa em nosso website, topa? se sim, seguimos em frente aqui ou nos avise. Fique tranquilo que não vamos divulgar os termos da operação, esses dados ficarão guardados entre nós!

Agora para desembolsar, precisamos que você leia com cuidado nossas dicas e procedimentos!

E assine esta proposta em até **10** dias úteis, ok?

Principais termos da Transação

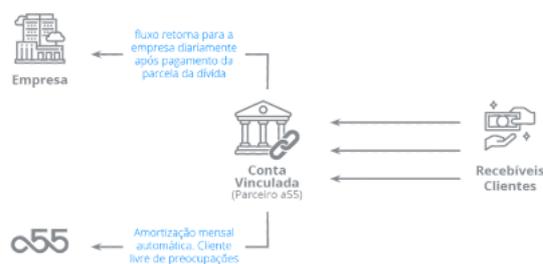
Produto	Financiamento MRR.
Empresa	[RAZÃO SOCIAL]
CNPJ	[CNPJ]
Volume Aprovado	R\$ [VALOR]
Instrumento	Cédula(s) de Crédito Bancário ("CCB") emitida(s) pela Empresa.
Taxa de Juros	[TAXA] % ao mês.
Custo Efetivo Total (CET)	[TAXA] % ao mês.
Prazo da Transação	[T] meses.
Amortização	[T] parcelas mensais.
Refinanciamento do Principal	Muito importante este ponto. Podemos refinanciar o principal já amortizado para você, desde que sua Empresa tenha pago a parcela do mês vigente, cumpra seu dever de entregar 100% de nossa garantia e cumpra com as condições de refinanciamento. Neste caso, sua dívida poderá ter um prazo de até [T] meses.
Data de Amortização	A amortização ocorrerá todo dia [10, 20 ou 30].

Garantia

Garantia para a a55

Como garantia, pedimos seu fluxo mensal de cobranças e/ou pagamentos de clientes (chamado de QMM), de acordo com o perfil dos lastros cedidos, recebidos diretamente na Conta Vinculada.

[OUTRAS GARANTIAS]



Conta Vinculada

Nossa garantia é o seu fluxo em uma conta vinculada, portanto, a Empresa deverá abrir uma Conta Vinculada com um banco parceiro da a55.

Custo da Conta Vinculada

Banco Parceiro – Banco Grafend

- a) Mensalidade da Conta Vinculada de R\$500,00.
- b) Custo de R\$1,19 por boleto liquidado.
- c) Custo de alteração de boleto de R\$0,29 por boleto alterado.
- d) Custo de boleto baixado de R\$0,69 por boleto baixado.
- e) Custo de transferência bancária de R\$7,50 por transferência.

Volume de Garantia: Quantidade Mínima Mensal (QMM)

A QMM deve corresponder a **33,33% (1/3) do valor líquido desembolsado.**

(Exemplo: se você tomou R\$300k a QMM é R\$100k ou seja 33%)

Ela corresponde ao montante total de recursos transitados pela Conta Vinculada durante um período de 30 dias, sendo que a verificação da QMM será sempre feita um dia após a Data de Amortização.

Para fins de verificação da QMM, **não serão aceitas** TEDs de mesma titularidade da Empresa, mas somente fluxos decorrentes de pagamentos de sacados (clientes do Tomador).

A Empresa é a responsável pela cobrança de seus clientes que comporão a QMM. O procedimento será por emissão de boletos pela plataforma da A55 e com a mudança do domicílio para a Conta Vinculada junto ao Banco Parceiro.

Caso seja necessário recompor a QMM, a Empresa deverá enviar à a55 o comprovante de notificação sobre a alteração de instrução aos novos clientes (sacados) que comporão a QMM e/ou emitir boletos para seus novos clientes por meio da plataforma da A55.

Eventos de Desenquadramento da QMM

Durante todo o período da Transação é imprescindível que você mantenha a QMM acordada, para evitar que a sua Empresa incida em um dos Eventos de Desenquadramento da QMM, com as seguintes consequências:

I.entre 100% e 80%, a Empresa terá até **três dias úteis** para (i) emitir boletos para novos clientes ou (ii) comprovar a notificação de novos clientes (sacados) sobre a mudança do domicílio bancário (em caso de TED), que irão compor o valor da QMM em falta. Caso contrário, haverá liquidação parcial de **1 (uma) parcela PMT**, ou seja, amortização mais juros, com o saldo disponível ou futuro da Conta Vinculada.

II.entre 80% e 70%, haverá liquidação parcial de **2 (duas) parcelas PMTs**, ou seja, amortização mais juros, com o saldo disponível ou futuro da Conta Vinculada.

III.baixo de 70%, a a55 se reserva no direito de realizar a liquidação antecipada **total do saldo devedor**, com o saldo disponível ou futuro da Conta Vinculada.

Para os casos (i) e (ii) acima, caso o desenquadramento de QMM permaneça por mais de 2 meses, a a55 se reserva no direito de realizar a liquidação antecipada total do saldo devedor.

Reserva de Pagamento

Para fim de amortização da parcela mensal (amortização mais juros), a Conta Vinculada junto ao Banco parceira da A55 reterá todos os fluxos financeiros nela transitados **até que acumule o valor da parcela vigente em cada mês**. Todo saldo superior ao valor da parcela será transferido **diariamente de volta para a Empresa** até a Data de Amortização, quando os fluxos começarão a ser retidos novamente.

A retenção ocorrerá em D+1 a partir da data de amortização.

Caso na Data de Amortização não haja saldo suficiente para cumprimento da parcela vigente, a Empresa se compromete a mandar uma TED para honrar com o pagamento até a Data de Amortização.

Multa e Mora em Caso de Atraso de Pagamento

Caso a Reserva de Pagamento seja insuficiente para pagamento da parcela de amortização, haverá incidência de multa remuneratória de 2% do valor da parcela, bem como mora equivalente a 1% ao mês sobre o montante em atraso.

É importante reforçar que esta hipótese ocorre apenas em caso de inadimplemento e que mantendo os pagamentos em dia, você estará isento de qualquer penalidade.

Atenção¹

Condições para Refinanciamento

O Refinanciamento do principal é uma excelente opção para as Empresas que durante toda a Transação mantiveram as seguintes condições:

(i) Índice Cash Runway MAIOR que 2,0x.

sendo, *Cash Runway* =

$$= \frac{\text{Posição de Caixa e Equivalente de Caixa}}{\text{Média da diferença entre saídas e entradas mensais de caixa dos últimos 6 meses}}$$

As saídas de caixa equivalem a somatória de todas as saídas financeiras para pagamentos de contas, gastos e despesas. As entradas de caixa equivalem a soma de todos os pagamentos recebidos de clientes e outras entradas de caixa. Não serão consideradas entradas e saídas para outras contas da Empresa. Tais informações serão calculadas mediante acesso a todas as contas bancárias do Tomador que se compromete a disponibilizá-las.

(ii) Índice de Pagamento de Juros MENOR que 15,0%.

sendo, *Índice de Pagamento de Juros* = $\frac{(A)}{(B)}$

¹ Entenda bem esta seção e não hesite em nos contatar em caso de dúvidas

(A) = Soma dos pagamentos de juros correntes dos financiamentos, calculados mensalmente; e

(B) = Receita Bruta Total Mensal;

(iii) **Índice de Endividamento MENOR que 4,0x.**

$$\text{sendo, Índice de Endividamento} = \frac{(C)}{(D)}$$

(C) = Dívida Onerosa Total (Somatório dos empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo e mútuos com incidência de juros); e

(D) = Receita Bruta Total Mensal;

(iv) **Acompanhamento** - A Empresa disponibilizará mensalmente as informações contábeis e financeiras (Balancete Contábil e/ou Balanço Patrimonial, Demonstrativo de Resultados e Fluxo de Caixa em Excel e assinados por contador e/ou auditados, quando disponível) à a55 através do e-mail **acompanhamento@a55.tech** em até **25** dias após o fechamento do mês.

(v) **Informações bancárias** – A Empresa também se compromete a fornecer, e manter a informação atualizada, o acesso de visualização de todas suas contas bancárias ativas, especialmente das operações de cobrança e movimentação bancária, para fins de monitoramento.

Liquidação Antecipada Voluntária

A liquidação antecipada será mediante aviso-prévio de 30 (trinta) dias úteis para o e-mail **liquidacao@a55.tech**. Será cobrado 20% do saldo remanescente da linha. Nós trabalhamos bastante para viabilizar a linha então caso ocorram eventos de liquidez com sua Empresa que o faça liquidar a dívida teremos que cobrar esta multa.

Eventos de Liquidação Antecipada

A a55 se reserva no direito de realizar a Liquidação Antecipada Total do saldo devedor da Transação, inclusive utilizando o saldo disponível ou futuro da Conta Vinculada, nas condições abaixo:

- Caso a Empresa não consiga recompor seu fluxo financeiro (QMM) na Conta Vinculada por 2 (dois) meses consecutivos ou mais;
- Caso a Empresa esteja envolvida ou cometa qualquer tipo de fraude.
- Caso a Empresa se enquadre nas Condições de Liquidação Antecipada abaixo:

Condições de Liquidação Antecipada

A Transação poderá sofrer Liquidação Antecipada Total caso a Empresa se encontre nas condições abaixo:

- Índice Cash Runway MENOR que $\frac{1}{10}x$.
- Índice de Pagamento de Juros MAIOR que 20,0%.
- Índice de Endividamento MAIOR que $\frac{5}{10}x$.

Condições Precedentes ao Desembolso

Estamos quase acabando. Para que o desembolso ocorra, temos que cumprir com todas as seguintes condições:

1. Assinatura dessa Proposta de Financiamento.
2. Conclusão do cadastro da Empresa Tomadora junto a a55 e seus parceiros.
3. Compartilhamento das contas bancárias para visualização.
4. Comprovação da mudança de domicílio bancário e/ou instrução da cobrança na plataforma da a55 dos fluxos dos recebíveis que comporão a QMM.
5. Assinatura dos instrumentos legais da Transação.
6. Envio das informações contábeis e financeiras dos últimos 3 (três) meses.

Esta etapa é a principal e precisamos de seu empenho para que o desembolso seja rápido. Seguimos juntos nesta etapa final e precisamos de sua colaboração para enviar a documentação necessária. Não queremos burocratizar, mas temos regulamentações a seguir e sua pro atividade nos auxilia muito.

Obrigado por chegar até aqui e parabéns pela aprovação, agora falta pouco!

De acordo,

São Paulo, 23 de janeiro de 2021

Empresa:

a55: