

ÁREA TEMÁTICA: CASOS DE ENSINO

**O DILEMA DO CRESCIMENTO DISRUPTIVO: A ESTRATÉGIA DE CAPTAÇÃO
DE RECURSOS E INTERNACIONALIZAÇÃO DA FINTECH PAYZAP**



Resumo

O presente caso de ensino retrata o desafio decisório de Sofia Oliveira, cofundadora e CEO da PayZap, uma fintech brasileira em ascensão. Após um crescimento acelerado e disruptivo no mercado nacional de pagamentos para pequenas e médias empresas (PMEs), Sofia se depara com a necessidade de uma nova e robusta rodada de captação de recursos para financiar a ambiciosa estratégia de expansão internacional da empresa. O dilema central reside na escolha entre duas propostas de investimento radicalmente distintas. De um lado, uma oferta de Private Equity de um renomado fundo estrangeiro, que valoriza a empresa em patamares mais altos, mas exige um controle significativo sobre a gestão e a governança. Do outro, uma rodada de Venture Capital liderada por investidores locais, que oferece maior autonomia e flexibilidade, porém com um valuation mais conservador e um aporte menor. O caso explora as profundas implicações de cada caminho para a estrutura de capital, a governança corporativa, a cultura organizacional e a estratégia de internacionalização da PayZap, colocando o estudante no centro de uma decisão que definirá o futuro da companhia.

Palavras-chave: Finanças Corporativas; Fintech; Internacionalização de Empresas; Venture Capital; Private Equity.

Abstract

This teaching case portrays the decision-making challenge faced by Sofia Oliveira, co-founder and CEO of PayZap, a rising Brazilian fintech. After an accelerated and disruptive growth in the national payments market for small and medium-sized enterprises (SMEs), Sofia faces the need for a new and robust fundraising round to finance the company's ambitious international expansion strategy. The central dilemma lies in choosing between two radically different investment proposals. On one hand, a Private Equity offer from a renowned foreign fund, which values the company at a higher level but demands significant control over management and governance. On the other, a Venture Capital round led by local investors, offering greater autonomy and flexibility, but with a more conservative valuation and a smaller capital injection. The case explores the profound implications of each path for PayZap's capital structure, corporate governance, organizational culture, and internationalization strategy, placing the student at the heart of a decision that will define the company's future.

Palavras-chave: Corporate Finance; Fintech; Internationalization of Firms; Venture Capital; Private Equity.

A Decisão na Penumbra da Madrugada

O brilho azulado dos dois monitores era a única luz no escritório de Sofia Oliveira. Na tela esquerda, a proposta da *Global Growth Partners* (GGP), um gigante do *Private Equity* com sede em Nova York. Na direita, os termos da *Inova Capital*, um consórcio de fundos de *Venture Capital* brasileiros que a apoiava desde o início. Eram duas da manhã de uma sexta-feira de maio de 2025, e a decisão que definiria o futuro da PayZap, a fintech que ela construiu do zero, precisava ser tomada até segunda-feira.

A PayZap havia se tornado um fenômeno. Em apenas quatro anos, sua plataforma de pagamentos digitais, focada em desburocratizar a vida financeira de pequenas e médias empresas (PMEs), conquistou mais de 300 mil clientes no Brasil. A empresa era a personificação do tema do 36° ENANGRAD: uma transformação disruptiva no setor bancário tradicional. Mas o crescimento exponencial cobrava seu preço. O caixa estava se esgotando e o plano de expansão para a América Latina – começando por Colômbia e México – exigia um investimento massivo em tecnologia, marketing e talentos locais. O dilema não era se captava, mas *como*.

A proposta da GGP era avassaladora: um aporte de R\$ 500 milhões por 25% da empresa, implicando um *valuation post-money* de R\$ 2 bilhões. O valor era quase 40% superior à avaliação da Inova Capital. Com os recursos da GGP, a PayZap poderia não apenas dominar a América Latina, mas sonhar com a Europa. Contudo, as letras miúdas do contrato eram intimidadoras. A GGP exigia dois dos cinco assentos no conselho de administração, poder de veto sobre o orçamento anual, contratações de alto escalão e qualquer aquisição acima de R\$ 10 milhões. Exigiam também a substituição imediata do CFO por um nome de sua confiança e a implementação de um rígido plano de metas trimestrais, atrelado a cláusulas de diluição severas caso não fossem cumpridas. Sofia sentiu um arrepio. Seria o fim da agilidade e da cultura de autonomia que fizeram a PayZap chegar até ali? Ela ainda seria a dona do seu sonho?

Do outro lado, a Inova Capital, junto a outros fundos parceiros, oferecia R\$ 300 milhões por 20% da empresa, avaliando-a em R\$ 1,5 bilhão *post-money*. Eles manteriam seu único assento como observadores no conselho e confiavam plenamente na sua liderança e na de sua equipe. O lema deles era claro: "Investimos em fundadores, não em planilhas". A oferta era mais segura, garantia o controle e preservava a cultura da empresa. Mas seria suficiente? Os R\$ 200 milhões a menos poderiam significar uma expansão mais lenta, dando espaço para concorrentes internacionais, como a gigante americana Stripe, abocanharem o mercado latino-americano antes deles. A janela de oportunidade era pequena e a velocidade, crucial.

Sofia recostou-se na cadeira, exausta. Ela se lembrava das noites em claro programando o primeiro protótipo, da emoção ao ver o primeiro cliente usando a plataforma. A PayZap era sua vida. Entregar parte do controle parecia uma traição a tudo o que construiu. Mas recuar diante da oportunidade de criar uma líder global

parecia covardia. O dilema era claro: correr o risco de perder a alma da empresa para ganhar o mundo ou manter a alma e arriscar perder o mundo para um concorrente?.

A Trajetória da PayZap: Desafiando os Gigantes

A PayZap nasceu em 2021 da frustração de Sofia. Engenheira de software com passagem pelo Vale do Silício, ela retornou ao Brasil e decidiu abrir uma pequena consultoria de e-commerce. Foi quando sentiu na pele a dor de seus futuros clientes: taxas abusivas dos bancos, burocracia para obter uma máquina de cartão, demora para receber o dinheiro das vendas e a completa falta de ferramentas de gestão financeira integradas. "Os bancos tratam as PMEs como clientes de segunda classe", costumava dizer.

Com seu sócio, Marcos, um experiente administrador de empresas, ela desenhou uma solução completa: uma plataforma digital que integrava pagamentos online e via máquina de cartão, com conciliação automática, ferramentas de fluxo de caixa e acesso a crédito de capital de giro com taxas justas. A proposta era simples e poderosa: dar ao pequeno empresário o poder e as ferramentas que antes eram exclusividade das grandes corporações.

O crescimento inicial foi financiado com recursos próprios e um pequeno investimento-anjo. A primeira rodada de *Venture Capital*, liderada pela Inova Capital, veio em 2023 e permitiu que a empresa escalasse sua operação, investindo em uma equipe de tecnologia de ponta e em uma agressiva estratégia de marketing digital. A cultura da PayZap era seu maior ativo: um ambiente de autonomia, experimentação rápida e foco obsessivo no cliente. As equipes eram organizadas em *squads* multidisciplinares, com liberdade para tomar decisões e testar novas funcionalidades sem a necessidade de aprovações hierárquicas.

O Confronto de Visões: Controle vs. Autonomia

As reuniões com os dois potenciais investidores deixaram as diferenças de filosofia evidentes. O time da GGP, liderado por um executivo americano pragmático, foi direto: "Nós não investimos para participar, investimos para controlar e otimizar. Temos um *playbook* de internacionalização que funciona. Vamos aplicá-lo à PayZap, profissionalizar a gestão e prepará-la para um IPO na NASDAQ em cinco anos". A visão era de uma máquina de crescimento financeiro, onde a cultura era uma variável a ser ajustada para máxima eficiência.

Já a conversa com a Inova Capital foi completamente diferente. "Sofia, vocês nos trouxeram até aqui com uma visão e uma cultura únicas. Não estamos aqui para dizer como vocês devem gerir a empresa, mas para dar o combustível para que vocês corram mais rápido", disse o sócio do fundo. A visão deles era a de potencializar o que já existia, confiando que a fórmula que deu certo no Brasil poderia ser adaptada para outros mercados, sob a liderança de Sofia.

Marcos, seu sócio, era mais pragmático. "Sofia, o dinheiro da GGP compra velocidade e nos coloca no mapa global instantaneamente. A cultura a gente ajusta. Pior do que ter um sócio controlador é sermos engolidos pela concorrência por falta de caixa". Mas a equipe de liderança estava dividida. A Head de Produto temia que a burocracia da GGP matasse a inovação, enquanto o Head de Vendas salivava com o orçamento de marketing que o aporte maior permitiria.

A decisão estava sobre os ombros de Sofia. Ela olhou para o quadro branco em sua sala, onde o mantra da PayZap estava escrito: "Descomplicar para empoderar". Qual das duas propostas era mais fiel àquela missão?

Para estruturar sua decisão final, Sofia organizou todas as informações críticas que havia coletado durante as semanas de negociação. Ela sabia que uma escolha dessa magnitude não poderia ser baseada apenas na intuição; era preciso analisar os dados de forma fria e sistêmica. Os documentos a seguir representam a consolidação dessas informações, servindo como base para a sua análise e recomendação.

A tensão era palpável na sala de reunião do conselho na tarde de quinta-feira. Sofia havia convocado seu sócio, Marcos, e Lúcia, a Head de Produto e uma das primeiras funcionárias da PayZap, para uma última conversa.

"Os números não mentem, Sofia", argumentou Marcos, apontando para as projeções na tela. "O cenário da GGP nos coloca em outro patamar. É a diferença entre jogar a Série A do campeonato ou continuar na Série B. Não podemos ser românticos com 'cultura' quando a Stripe está montando um time de 100 pessoas para a América Latina. Velocidade é a única coisa que importa agora".

Lúcia rebateu, com a voz firme. "Marcos, 'cultura' não é romantismo, é o nosso principal ativo! É por isso que nosso produto tem a melhor experiência do usuário do mercado. Nossos times têm autonomia para criar. O *playbook* da GGP, com seus comitês de aprovação e metas trimestrais, vai transformar nosso time de P&D em um departamento de banco. Vamos perder as pessoas que nos trouxeram até aqui. Vamos perder a alma para ganhar um corpo que não saberemos como mover."

Marcos suspirou, impaciente. "Almas não pagam salários nem orçamentos de marketing de oito dígitos. Lúcia, o risco de sermos irrelevantes em 24 meses é muito maior do que o risco de termos que nos adaptar a um novo sócio".

Sofia ouvia os dois argumentos, ambos dolorosamente válidos. A lógica fria de Marcos contra a paixão visceral de Lúcia. O motor e o coração da PayZap estavam em conflito direto, e a decisão final era sua.

Guia para Análise dos Anexos

Para subsidiar a tomada de decisão, os cinco anexos a seguir foram preparados. Cada um oferece uma perspectiva diferente e complementar sobre o dilema:

- Anexo 1 - Quadro Comparativo das Propostas de Investimento: Este é o resumo executivo do dilema. Ele apresenta, lado a lado, os termos financeiros (aporte, *valuation*) e de governança (controle, vetos) de cada oferta, permitindo uma visualização clara do *trade-off* central do caso.
- Anexo 2 - Projeções Simplificadas de Receita Anual: Este anexo quantifica o potencial de crescimento em cada cenário. As projeções ilustram a aceleração que o capital da GGP poderia proporcionar, tornando tangível a discussão sobre o valor da "velocidade" no mercado de fintechs.
- Anexo 3 - Análise do Cenário Competitivo: O documento oferece o contexto externo, mapeando os principais concorrentes na América Latina. Ele serve para avaliar a urgência e a intensidade da competição, ajudando a ponderar o risco de uma expansão mais lenta versus o risco de uma parceria mais controladora.
- Anexo 4 - Perfil Resumido dos Investidores-Chave: Este anexo adiciona a dimensão humana à análise. O perfil e o histórico dos gestores de cada fundo fornecem insumos para avaliar a compatibilidade cultural e o tipo de parceria que se estabeleceria, para além dos termos contratuais.
- Anexo 5 - Proposta de Alocação dos Recursos (Use of Proceeds): Este documento detalha onde o dinheiro será gasto. Ele traduz os valores do aporte em capacidade de execução, mostrando de forma concreta o que a PayZap ganharia ou deixaria de fazer em áreas como marketing, tecnologia e aquisições em cada um dos cenários.
- Anexo 6: Demonstrativo de Resultados Simplificado (DRE) - Último Ano Fiscal (2024): Este anexo detalha o DRE do último ano fiscal da PayZap, mostrando o resultado líquido do exercício.

Com base na narrativa e na análise aprofundada destes documentos, você, no papel de Sofia Oliveira, deve agora formular sua decisão e preparar-se para defendê-la.

36º ENANGRAD

Anexos

Anexo 1: Quadro Comparativo das Propostas de Investimento

Característica	Global Growth Partners (PE)	Inova Capital (VC)
Tipo de Investidor	Fundo de Private Equity Internacional	Consórcio de Venture Capital Nacional
Aporte Financeiro	R\$ 500 milhões	R\$ 300 milhões
Participação Acionária	25%	20%
Valuation Post-Money	R\$ 2 bilhões	R\$ 1,5 bilhão
Assentos no Conselho	2 assentos (com direito a voto)	1 assento (observador)
Direitos de Veto	Orçamento anual, aquisições > R\$ 10M, contratação de C-Levels, mudanças no estatuto.	Apenas em eventos de liquidez (venda da empresa, IPO).
Exigências de Gestão	Substituição do CFO; implementação de <i>playbook</i> de gestão e metas trimestrais rígidas.	Manutenção da equipe atual; confiança na gestão existente.
Foco Estratégico	Expansão global acelerada visando IPO na NASDAQ em 5 anos.	Consolidação no Brasil e expansão gradual na América Latina.
Cláusulas Relevantes	<i>Tag Along</i> , <i>Drag Along</i> , Preferência de Liquidez 2x, Cláusulas de Diluição por Performance.	<i>Tag Along</i> , <i>Drag Along</i> , Preferência de Liquidez 1x.

Anexo 2: Projeções Simplificadas de Receita Anual (em milhões de R\$)

Ano	Cenário 1: Com GGP	Cenário 2: Com Inova Capital
2025	R\$ 150	R\$ 140
2026	R\$ 400	R\$ 280
2027	R\$ 900	R\$ 500
2028	R\$ 1.800	R\$ 850

Anexo 3: Análise do Cenário Competitivo – Mercado de Pagamentos para PMEs (América Latina, 2025)

Concorrente	Origem	Principal Mercado	Valuation Estimado / Última Rodada	Diferenciais Competitivos
Stripe	EUA	Global	US\$ 65 bilhões	Plataforma tecnológica robusta; foco em desenvolvedores; ampla aceitação global.
Mercado Pago	Argentina	América Latina	(Parte do Mercado Livre: ~US\$ 80B)	Integração com o maior ecossistema de e-commerce da região; forte marca e base de usuários.
Incumbentes (Cielo, Rede, etc.)	Brasil	Nacional	(Variado)	Extensa rede de distribuição física; relacionamento de longo prazo com grandes varejistas.
AndesPay	Chile	Chile, Colômbia	US\$ 500 milhões	Conhecimento profundo do mercado andino; agilidade regulatória local.
PayZap (Posição Atual)	Brasil	Brasil	(Valuation em negociação)	Foco exclusivo em PMEs; experiência do usuário superior; plataforma de gestão integrada.

Nota: A velocidade de expansão é vista por analistas do setor como o fator crítico para capturar o mercado nos próximos 24 meses, antes da consolidação em torno de 2 ou 3 grandes players.

Anexo 4: Perfil Resumido dos Investidores-Chave

Investidor	Fundo	Perfil
David Richardson	Managing Partner, Global Growth Partners (GGP)	Com MBA pela Wharton School e ex-diretor do Goldman Sachs, David é conhecido no Vale do Silício por sua abordagem "hands-on" e foco implacável em métricas. Liderou a reestruturação de três empresas de tecnologia, levando-as a IPOs de sucesso na NASDAQ. Seu lema é: "Capital é commodity; execução disciplinada é tudo". Em seus conselhos, é famoso por questionar orçamentos e exigir planos de ação detalhados.
Juliana Costa	Sócia-Fundadora, Inova Capital	Engenheira formada pelo ITA, Juliana fundou uma startup de logística (LogTech) em 2012 e a vendeu para uma gigante global em 2018. Desde então, tornou-se uma das investidoras-anjo mais ativas do Brasil e fundou a Inova Capital com a missão de apoiar fundadores com "capital inteligente". Atua como mentora em diversas startups de seu portfólio e valoriza a autonomia da gestão. Seu lema é: "Apostamos no jóquei, não apenas no cavalo".

Anexo 5: Proposta de Alocação dos Recursos (Use of Proceeds) – Primeiros 24 Meses (em milhões de R\$)

Área de Investimento	Cenário 1: GGP (R\$ 500M)	Cenário 2: Inova Capital (R\$ 300M)	Observações
Desenvolvimento de Produto & P&D	120	90	O cenário GGP permite a criação de times dedicados para cada novo país; o cenário Inova exige um time mais centralizado.
Marketing & Aquisição de Clientes (LatAm)	200	80	Aporte da GGP possibilita campanhas de marketing massivas e simultâneas em 3 países; Inova foca em um país por vez.
Estrutura de Pessoal (Contratações-Chave)	80	60	GGP exige a contratação de executivos C-level com experiência internacional imediata (maior custo); Inova permite o desenvolvimento de talentos internos.
Capital de Giro e Regulatório	50	40	Aporte maior da GGP oferece um colchão de liquidez mais robusto para as novas operações.
M&A (Pequenas Aquisições Estratégicas)	50	30	O cenário GGP permite a aquisição de pequenas fintechs locais para acelerar a entrada nos mercados-alvo (<i>acqui-hiring</i>).
Total	500	300	-

Anexo 6: Demonstrativo de Resultados Simplificado (DRE) - Último Ano Fiscal (2024) (Valores em milhões de R\$)

Receita Bruta de Serviços	95,0
(-) Impostos sobre Vendas	(15,0)
= Receita Operacional Líquida	80,0
(-) Custo dos Serviços Prestados (Infraestrutura, Pessoal de Suporte)	(22,0)
= Lucro Bruto	58,0
(-) Despesas Operacionais	
<i>Despesas com Vendas e Marketing</i>	(45,0)
<i>Despesas com Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)</i>	(20,0)
<i>Despesas Gerais e Administrativas</i>	(15,0)
= Lucro Operacional Antes de Juros e Impostos (EBIT)	(22,0)
(-) Despesas Financeiras Líquidas	(2,0)
= Prejuízo Antes do Imposto de Renda (LAIR)	(24,0)
(+) Crédito Fiscal (IR/CSLL sobre prejuízo)	0,0*
= Prejuízo Líquido do Exercício	(24,0)

Notas de Ensino

Fonte dos Dados

Este caso é uma obra de ficção, construída a partir de situações, dilemas e dados reais observados no ecossistema de fintechs e startups no Brasil. As informações foram consolidadas com base na análise de relatórios de mercado (Distrito, Crunchbase), notícias públicas sobre rodadas de investimento e entrevistas informais com fundadores e investidores do setor, garantindo o realismo e a aplicabilidade pedagógica do dilema apresentado. Os nomes da empresa e dos personagens são fictícios para preservar a confidencialidade e permitir a liberdade narrativa.

Objetivos de Aprendizagem

Este caso foi elaborado para desenvolver nos estudantes a capacidade de:

1. **Analisar fontes de financiamento para startups:** Diferenciar as características, vantagens e desvantagens de investimentos via *Private Equity* e *Venture Capital* em estágios de crescimento (*growth stage*).
2. **Avaliar o trade-off entre valuation e controle:** Compreender as implicações de ceder controle acionário e gerencial em troca de um maior aporte financeiro e *valuation*.
3. **Aplicar conceitos de Finanças Corporativas:** Discutir o impacto da decisão na estrutura de capital da empresa, custo de capital e criação de valor para o acionista.
4. **Conectar estratégia financeira e estratégia de negócio:** Analisar como as decisões de financiamento impactam diretamente a viabilidade e a velocidade de uma estratégia de internacionalização.
5. **Entender mecanismos de Governança Corporativa:** Identificar como cláusulas contratuais (direitos de veto, assentos no conselho) moldam o poder e a tomada de decisão em empresas de capital fechado.

Público-Alvo e Disciplinas Recomendadas

O caso é recomendado para estudantes de graduação (últimos períodos) e pós-graduação (MBA e Mestrado) em Administração, Economia e Engenharia de Produção. Pode ser aplicado nas seguintes disciplinas:

- Finanças Corporativas
- Gestão Financeira Estratégica
- Internacionalização de Empresas

- Empreendedorismo e Inovação
- Estratégia Empresarial
- Finanças Internacionais

Plano de Aula Sugerido

A aplicação do caso pode seguir um roteiro de 90 minutos:

1. **Preparação Prévia (Individual):** Os alunos devem ler o corpo do caso e os anexos, preparando respostas individuais para as questões de discussão.
2. **Discussão em Pequenos Grupos (30 minutos):** Em sala, os alunos são divididos em grupos de 4-5 pessoas para debaterem as questões e consolidarem uma posição sobre qual caminho Sofia deveria seguir.
3. **Debate em Plenária (50 minutos):** O instrutor modera a discussão com a turma toda. Recomenda-se o uso de um quadro branco para listar os prós e contras de cada proposta e conectar os argumentos dos alunos com os conceitos teóricos. O instrutor deve atuar como provocador, questionando as premissas e aprofundando a análise.
4. **Fechamento e Síntese (10 minutos):** O instrutor resume os principais aprendizados do caso, formaliza os conceitos teóricos discutidos e apresenta possíveis desfechos para a situação, sem necessariamente apontar uma "resposta certa".

Questões para Discussão

1. Qual é o dilema central enfrentado por Sofia Oliveira? Quais são os principais fatores quantitativos e qualitativos que ela deve considerar?
2. Analise os prós e contras de cada proposta de investimento (GGP e Inova Capital) sob a ótica de (a) Sofia e Marcos, (b) a equipe da PayZap e (c) os investidores existentes.
3. Do ponto de vista da teoria de Finanças Corporativas, como cada proposta afeta a estrutura de capital e o custo de capital da PayZap? Discuta com base nas teorias de *Pecking Order* e *Trade-Off*.
4. Considerando a Teoria da Agência, quais são os principais conflitos de interesse que podem surgir entre Sofia (agente) e os investidores da GGP (principal)? Como os mecanismos de governança propostos pela GGP tentam mitigar esses conflitos?
5. Qual estratégia de financiamento está mais alinhada com o objetivo de uma rápida internacionalização? Existe um desalinhamento entre o ritmo de crescimento desejado e os recursos oferecidos pela Inova Capital?

6. Se você estivesse na posição de Sofia, qual decisão tomaria? Justifique sua resposta, estruturando um plano de ação para os 100 primeiros dias após o recebimento do aporte.

Análise das Questões e Fundamentação Teórica

A discussão em sala de aula deve ser enriquecida pela aplicação de conceitos teóricos.

- **Questão 1 e 2 (Análise do Dilema e Stakeholders):** O dilema central transcende a simples troca de *valuation* por controle; ele encapsula um conflito fundamental entre visões de criação de valor. A proposta da GGP alinha-se a uma lógica de maximização do valor para o acionista (financeiro), focada em métricas, eficiência e uma saída rápida via IPO. A proposta da Inova Capital, por outro lado, valoriza a preservação de ativos intangíveis, como a cultura organizacional e a capacidade de inovação orgânica, alinhando-se à Visão Baseada em Recursos (VBR) da firma. Segundo Barney (1991), a vantagem competitiva sustentável da PayZap não reside apenas em seu capital, mas em seus recursos valiosos, raros e difíceis de imitar, como sua cultura de agilidade (um recurso organizacional) e a visão de sua fundadora (um recurso humano). A discussão deve levar os alunos a ponderar se a injeção de capital da GGP, embora financeiramente superior, não acabaria por destruir os próprios recursos que tornaram a empresa valiosa em primeiro lugar, conforme explorado por Teece, Pisano, & Shuen (1997) na teoria das capacidades dinâmicas.
- **Questão 3 (Estrutura de Capital):** A decisão de financiamento da PayZap é um caso clássico para a aplicação das teorias de estrutura de capital. A Teoria do Pecking Order (Myers & Majluf, 1984) postula que as empresas preferem uma hierarquia de fontes de financiamento para mitigar a assimetria de informação: primeiro capital interno, depois dívida e, por último, emissão de novas ações (*equity*). Como uma startup em fase de crescimento com fluxo de caixa negativo (Anexo 6), a PayZap já esgotou as primeiras opções e necessita de *equity*. O dilema, então, pode ser visto como uma escolha entre dois tipos de *equity* com diferentes níveis de "custo" informacional e de controle. A oferta da GGP, embora com um *valuation* maior, vem com exigências de monitoramento intenso, que podem ser interpretadas como um sinal de que o novo investidor possui menos confiança na gestão atual para operar sem supervisão. A Teoria do Trade-Off, por sua vez, sugere que a estrutura de capital ótima equilibra os benefícios fiscais da dívida com os custos de falência. Embora não se aplique diretamente (pois ambas as ofertas são de *equity*), o princípio do equilíbrio pode ser usado metaforicamente: Sofia deve equilibrar o "benefício" de um maior aporte (GGP) com os "custos de agência" e de perda de flexibilidade estratégica.
- **Questão 4 (Teoria da Agência e Governança):** Este é o cerne teórico do caso. O problema de agência (Jensen & Meckling, 1976) emerge da separação entre

a propriedade (o principal, i.e., os investidores) e o controle (o agente, i.e., Sofia). Os investidores da GGP, como "principais", não têm certeza de que Sofia, como "agente", sempre tomará decisões que maximizem o retorno deles. Para mitigar esse risco, eles propõem um contrato com fortes mecanismos de governança: assentos no conselho, poder de veto e metas rígidas. Estes são "custos de monitoramento" (*monitoring costs*) impostos pelo principal para controlar o agente. A oferta da Inova Capital, em contraste, representa uma relação de agência com menores custos de monitoramento, baseada na confiança e no alinhamento prévio de interesses. A discussão pode ser aprofundada com a literatura de contratos de *Venture Capital* (Kaplan & Strömberg, 2003), que mostra como cláusulas como preferência de liquidez e direitos de controle são usadas para alocar poder e retornos financeiros em situações de incerteza, exatamente como a vivida pela PayZap.

- **Questão 5 (Estratégia de Internacionalização):** A escolha do parceiro financeiro tem um impacto direto e inescapável no modelo de internacionalização da empresa. A proposta da GGP, com seu capital massivo e *playbook* rígido, força a PayZap a adotar uma estratégia de "Born Global". Esta abordagem, descrita por Knight & Cavusgil (2004), é caracterizada por um comprometimento rápido e significativo com mercados internacionais, viabilizado por recursos abundantes e uma orientação global desde o início. O risco é a alta queima de caixa e a dificuldade de adaptação a múltiplos contextos locais simultaneamente. A proposta da Inova Capital, com menos recursos, alinha-se mais ao Modelo de Uppsala (Johanson & Vahlne, 1977), que prevê uma internacionalização incremental, na qual a empresa entra em um mercado, aprende com ele (reduzindo a "distância psíquica") e só então usa esse aprendizado para se expandir para o próximo. O debate em sala deve focar se o setor de fintechs (Anexo 3), com sua dinâmica de "o vencedor leva tudo" (*winner-takes-all*), permite a abordagem cautelosa de Uppsala ou se a única estratégia viável é a de alto risco do "Born Global".
- **Questão 6 (Tomada de Decisão):** Não há uma resposta "correta", mas sim uma resposta mais bem fundamentada. Uma decisão pela GGP seria justificada por uma lógica de estratégia competitiva e financeira, priorizando a velocidade para capturar o mercado e maximizar o *valuation* de saída, aceitando os custos de agência e o risco de desintegração cultural (Schein, 2010) como um "mal necessário". A justificativa se basearia na crença de que a vantagem competitiva da PayZap pode ser codificada e escalada por meio de processos, e não depende exclusivamente de sua cultura idiossincrática. Uma decisão pela Inova Capital seria fundamentada pela Visão Baseada em Recursos (Barney, 1991), argumentando que o valor de longo prazo da PayZap reside em seus recursos intangíveis (cultura, agilidade, conhecimento tácito da equipe) e que uma expansão mais lenta, porém orgânica, preservaria essa fonte de vantagem competitiva, mesmo que isso signifique um menor valor de mercado no curto prazo. A resposta do aluno deve, portanto, revelar sua própria

filosofia sobre como o valor é criado e sustentado em uma empresa de tecnologia.

Experiência de Aplicação do Caso (Teste Piloto)

O caso foi submetido a um teste piloto em uma turma de 40 alunos de um MBA em Finanças, na disciplina de *Venture Capital e Private Equity*. A aplicação seguiu o plano de aula sugerido de 90 minutos. A discussão foi intensa e a turma ficou nitidamente dividida. Cerca de 60% dos alunos defenderam a proposta da Global Growth Partners (GGP), enquanto 40% optaram pela Inova Capital.

- **Argumentos pró-GGP:** O grupo majoritário focou na análise estratégica e competitiva (Anexo 3), argumentando que a janela de oportunidade para a expansão na América Latina era curta e que apenas o capital e a agressividade da GGP poderiam garantir a liderança de mercado. Eles defenderam que os riscos de governança poderiam ser "gerenciados" e que a "profissionalização" da gestão era um passo natural e necessário para uma empresa que visava um IPO.
- **Argumentos pró-Inova Capital:** A minoria defendeu sua posição com base na Teoria da Agência e na importância da cultura organizacional (Anexo 4). O principal argumento era que a perda de controle e a imposição de uma nova cultura destruiriam o principal diferencial da PayZap: sua agilidade para inovar. A análise do Anexo 6 (DRE) foi usada por este grupo para argumentar que a empresa já possuía um modelo de negócio promissor, não necessitando de uma intervenção tão drástica.

Principais Insights Pedagógicos:

1. O "ponto de virada" para muitos alunos foi a análise conjunta dos Anexos 4 (Perfil dos Investidores) e 5 (Uso dos Recursos). A conexão entre o perfil "agressivo" de David Richardson e a alocação maciça de capital em marketing tornou o *trade-off* muito mais claro do que apenas analisar os números isoladamente.
2. A discussão sobre as cláusulas do Anexo 1 (Preferência de Liquidez 2x, por exemplo) gerou grande aprendizado, pois muitos não tinham familiaridade com o impacto prático desses termos.

Recomendações para o Instrutor:

- Incentive os alunos a quantificar o custo da perda de controle. Pergunte: "Se a cultura da GGP reduzir a velocidade de inovação em 20%, como isso afeta as projeções de receita do Anexo 2?".
- Desafie o grupo pró-GGP a criar um plano concreto para mitigar os conflitos de agência com o novo sócio.

- Utilize o DRE (Anexo 6) para calcular o *burn rate* mensal (R\$ 24 milhões / 12 = R\$ 2 milhões/mês) e o *runway* de cada proposta (R\$ 300M / R\$ 2M = 150 meses vs R\$ 500M / R\$ 2M = 250 meses, *ceteris paribus*), mostrando como ambos os aportes resolvem o problema de caixa no curto prazo, tornando a decisão ainda mais focada nos aspectos estratégicos e de governança.

Referências

- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 145-168.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johanson, J., & Vahlne, J.-E. (1977). The Internationalization Process of the Firm: A Model of Knowledge Development and Increasing Foreign Market Commitments. *Journal of International Business Studies*, 8(1), 23-32.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *The Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
- Knight, G. A., & Cavusgil, S. T. (2004). Innovation, organizational capabilities, and the born-global firm. *Journal of International Business Studies*, 35(2), 124-141.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Schein, E. H. (2010). *Organizational Culture and Leadership* (Vol. 2). John Wiley & Sons.
- Teece, D. J., Pisano, G., & Shuen, A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management. *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533.