

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS FINTECHS: EVIDÊNCIAS NO BRASIL****Leonardo Lelis Rabello***Centro Universitário Fecap***Marina Magalhães De Castro***Centro Universitário Fecap***Rafael Ricardo Silva De Oliveira***Centro Universitário Fecap***Juliano Rodrigues Silva***Centro Universitário Fecap***Resumo**

Esta pesquisa teve por objetivo realizar um estudo descritivo acerca das práticas de Governança Corporativa adotadas por 89 fintechs atuantes no Brasil, com base nas práticas recomendadas pelo IBGC. O estudo, de caráter exploratório e descritivo, encontrou que é baixo o número de fintechs que divulgam diretrizes estatutárias que definam o número de diretores, a nomeação do diretor-presidente e a do presidente do Conselho de Administração, bem como o prazo de mandato e a forma como os avalia. Embora o IBGC recomende a instituição de um Comitê de Auditoria, as empresas da amostra parecem tê-lo substituído pelo Conselho Fiscal, sob as quais, os atributos deste órgão, não deve ser o de assessorar o Conselho de Administração, mas o de fiscalizar os atos da administração. O estudo traz a tona que, embora se constate um crescimento no número de fintechs no Brasil, este setor tem ainda muito a desenvolver quanto à adoção de melhores práticas de governança, o que pode tardar uma possível abrangência delas para mercados onde possam concorrer de igual para igual com instituições financeiras tradicionais onde se requer maior acesso e transparência a informação para o usuário.

Palavras-chave: governança corporativa; fintech; mercado emergente; Brasil

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS *FINTECHS*: EVIDÊNCIAS NO BRASIL****Leonardo Lelis Rabello**

Centro Universitário FECAP - Ciências Contábeis - SP  
rabellolelis@gmail.com

**Marina Magalhães de Castro**

Centro Universitário FECAP - Ciências Contábeis - SP  
marina.mcastro@hotmail.com

**Rafael Ricardo Silva de Oliveira**

Centro Universitário FECAP - Ciências Contábeis - SP  
rafaelricardosp20@gmail.com

**Juliano Rodrigues Silva**

Centro Universitário FECAP - Ciências Contábeis - SP  
julrsilva@gmail.com

**RESUMO**

Esta pesquisa teve por objetivo realizar um estudo descritivo acerca das práticas de Governança Corporativa adotadas por 89 *fintechs* atuantes no Brasil, com base nas práticas recomendadas pelo IBGC. O estudo, de caráter exploratório e descritivo, encontrou que é baixo o número de *fintechs* que divulgam diretrizes estatutárias que definam o número de diretores, a nomeação do diretor-presidente e a do presidente do Conselho de Administração, bem como o prazo de mandato e a forma como os avalia. Embora o IBGC recomende a instituição de um Comitê de Auditoria, as empresas da amostra parecem tê-lo substituído pelo Conselho Fiscal, sob as quais, os atributos deste órgão, não deve ser o de assessorar o Conselho de Administração, mas o de fiscalizar os atos da administração. O estudo traz a tona que, embora se constate um crescimento no número de *fintechs* no Brasil, este setor tem ainda muito a desenvolver quanto à adoção de melhores práticas de governança, o que pode tardar uma possível abrangência delas para mercados onde possam concorrer de igual para igual com instituições financeiras tradicionais onde se requer maior acesso e transparência a informação para o usuário.

**Palavras-chave:** governança corporativa; *fintech*; mercado emergente; Brasil.

**1 INTRODUÇÃO**

Diante de incertezas decorrentes de pressões externa de concorrentes, ou internas com objetivo de antecipar e de perceber vantagens que tal movimento pode proporcionar à empresa, o processo de inovação se revela desafiador. Este processo é cada vez mais internalizado na sociedade com o passar dos anos, principalmente, porque o uso de novas tecnologias torna-se cada vez mais imprescindível à realização de tarefas simples (ou mesmo, complexas); o uso de *smartphones* aproximou isso do usuário, inclusive, o uso da *internet* móvel (Lunardi, Dolci & Wendland, 2013), o que exige uma atenção ainda mais dinâmica e flexível da sociedade (Vianna, 2019).

Um dos principais segmentos da economia brasileira impactado com este avanço é o setor financeiro. Coisas simples ao setor bancário, tradicionalmente conhecido, como disponibilizar serviços sem que haja a exigência do cliente se deslocar, a de enfrentar filas,

sobretudo, a de ficar refém do horário de funcionamento e do atendimento presencial, parecem impossíveis de imaginá-las hoje em dia. Neste sentido, a tecnologia catalisa oportunidades pouco exploradas para um ambiente como esse e introduz soluções como forma de agregar valor ao consumidor comum de serviços bancários, porém, cada vez mais exigente (Cumming & Schwienbacher, 2018). Logo, o processo de unir serviços financeiros com o uso da tecnologia fez cunhar o termo *fintech* (do inglês *financial technology*).

Só no Brasil, já são mais de 600 *fintech* atuantes, o que só vem crescendo – no último ano foi de 33% (FintechLab, 2019). A principal entidade representativa do setor bancário brasileiro (Federação brasileira dos bancos – Febraban) já concentra equipes de trabalho e de disseminação a favor de iniciativas voltadas para os projetos de desenvolvimento de soluções tecnológicas disruptivas, como as *fintech*, por meio de materiais impresso, pesquisas, exposição, congressos e seminários. Tão logo, isso tudo tende a direcionar órgãos reguladores e fiscalizadores no país a estabelecer uma forma de tratar estes novos entrantes no mercado financeiro e de capitais nacional.

As *fintech* surgem então com o objetivo de estabelecer um processo inovador e disruptivo de múltiplos ganhos, porém, de muitas incertezas e conflitos também, em que, um dos motivos para essa desconfiança é o papel da regulação dos mercados financeiros junto ao interesse social, seja pela ausência de monitoramento de órgãos fiscalizadores, seja pelo aumento do risco sistêmico (Cumming & Schwienbacher, 2018; Sayari & Marcum, 2018).

Dentre os conflitos mais comuns que se espera encontrar, os de falhas naturais decorrentes da interação humana, como aqueles entre acionista (principal) e executivo (agente) da empresa, são os mais comuns (Fama & Jensen, Jensen & Meckling, 1976; Verrechia, 2001). Sobretudo, com o surgimento, crescimento e evolução das *fintech* num ambiente fortemente regulado como o setor financeiro, todavia, aquém dos marcos regulatórios que as empresas financeiras, tradicionalmente conhecidas do público, têm, a adoção de boas práticas de Governança Corporativa (GC), que derivada da própria Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), apresenta uma diversidade de cuidados e de procedimentos como forma de mitigar possíveis conflitos.

Logo, a instituição de conselho de administração, de estrutura de propriedade, de conselho fiscal, de comitês de risco e de auditoria e de acordos de acionistas são exemplos de boas práticas de GC (Silva, A. L. P., Bueno, Lana, Koetz & Marcon, 2015), principalmente em um mercado emergente como o do Brasil, na forma como cada uma interage com diferentes estruturas de governanças, tamanhos e segmentos (Silva & Leal; 2005; Black, Carvalho & Sampaio, 2014; Silva, J. R., Silva, A. F. & Chan, 2019).

Apesar da aparente relevância deste segmento para o cenário local, pouco se sabe a respeito da estrutura administrativa das *fintech*, principalmente em um mercado emergente como o nosso, mostrando-se pouco explorado por acadêmicos, porém, de grande potencial informativo para a literatura. A presente pesquisa pretende lançar foco para essa nova oportunidade, ainda que poucos ou nenhum estudo nacional contribua para a pesquisa na área.

Segundo Black et al. (2014), no início da década passada, o crescimento, a estabilidade e o grau de investimento da economia brasileira, tanto para o país quanto para muitas empresas trouxeram muitos impactos positivos para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional, em que se viu um crescente número de empresas a, não só abrir capital, mas também aderir à diferentes índices de governança no mercado acionário brasileiro (Nível 1 e 2 e Novo Mercado – B3), dentre os principais: maior preferência do investidor às empresas listadas nestes índices e maior valor da empresa. Parte se justifica pelo fato de que empresas listadas nos mais altos níveis (N1, N2 e NM) são as que já apresentavam maior qualidade da informação contábil antes da adoção do IFRS no Brasil, e ainda as mantém (Black et al., 2014); parte pela redução da assimetria informacional (Sampaio, Netto, Silva & Schiozer, 2017), fato que contribui para uma avaliação mais assertiva do analista mercado perante seu público.

Em pesquisas internacionais, ainda que incipientes, apresentam resultados acerca de nichos de atuação das *fintech* bastante específicos, como os de *Venture Capital* (Cumming & Schwienbacher, 2018), outras discutem a importância da estrutura de governança nas empresas e mostram como elas são fundamentalmente distintas em estruturas empresariais jovens em relação às de maior tamanho e de melhor adaptação ao mercado, inclusive, variando de país para país ao redor do mundo (Armitage, Hou, Sarkar & Talaulicar, 2017; Bjørnskov & Foss, 2013; Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2002; Luo & Junkunc, 2008; Wright, Westhead & Ucbasaran, 2007), porém pouco se sabe a respeito da aplicação dessas estruturas em um mercado com forte poder regulatório (Blind, 2012; Bozkaya & Kerr, 2014; Braun, Eidenmüller, Engert & Hornuf, 2013; Dharmapala & Khanna, 2016; Hornuf & Schwienbacher, 2017; Levine, Lin & Shen, 2015; Wang, L. & Wang, S., 2012), ou mesmo, como o que em emergentes (Sayari & Marcum, 2018) ou o do Brasil.

Logo, com base nos estudos precedentes, pretende-se **realizar um estudo descritivo acerca das práticas de governança corporativa adotadas pelas *fintech* atuantes no Brasil**. Esta pesquisa se mostra relevante uma vez que pesquisas recentes discutem a importância da estrutura de governança nas empresas, porém, incipiente nas de estrutura fundamentalmente jovens e distintas do senso comum à maioria das pessoas.

Pretende-se, portanto, com a presente pesquisa, chamar atenção para uma discussão acerca das evidências empíricas recentes que sugerem que o nível e a abrangência da estrutura de governança em empresas, como nas *fintech*, podem ser impactados pelo nível de regulação presente no ambiente que atuam e favorecer o desenvolvimento de novas tecnologias (Cumming & Schwienbacher, 2018).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 *Fintech*

Toma-se para esta pesquisa, a definição do termo *fintech* (empresas que oferecem serviços financeiros por meio de plataformas tecnológicas), como aquela relativa à aplicação de soluções financeiras disruptivas e inteligentes que desenvolvem produtos e/ou serviços disponíveis por meio do uso de tecnologia associada com plataformas *online*, celulares e demais estruturas físicas de processamento de dados e conectados com a rede mundial de computadores (*www*), e que buscam atingir resultados associados com ganho de escala (de forma disruptiva e frequentemente de menor custo do que as observadas em bancos tradicionais) (Armitage et al., 2017; Bjørnskov & Foss, 2013; Djankov et al., 2002; Luo & Junkunc, 2008; Wright et al., 2007).

A *internet* e a telefonia móvel juntas tem desfrutado de um crescimento enorme nos últimos tempos. A integração dessas duas tecnologias acarretou o termo conhecido hoje como *internet* móvel. Quando usadas em conjuntos, tanto para telefonia como para áreas computacionais portáteis (*laptop*, *smartphone*, *tablet* etc.) é possível atingir níveis de mobilidade, comodidade e um avanço tecnológico jamais visto antes (Lunardi et al., 2013).

Lunardi et al. (2013) afirmam que o uso da *internet* móvel nas organizações, embora crescente, ainda se encontra em seu estágio inicial e com grandes projeções para o futuro. É junto desta onda que as *fintech* surgem com força e com uma proposta, não só de recriar produtos e/ou serviços bancários existentes, mas de inová-los também. Além deste, a aplicabilidade do conceito *fintech* acompanha um termo muito utilizado em conceitos tecnológicos e de empreendedorismo: a inovação disruptiva.

Dentro de uma visão mais abrangente, é possível afirmar que este modelo de negócio presta serviços financeiros para pessoas e empresas, a qual foca em soluções personalizadas, de forma acessível e de baixo custo, por meio de inovações tecnológicas disruptivas (Vianna, 2019).

Outro termo associado às *fintech* é *startup*. Para a Associação Brasileira de *Startups*, estas são empresas de base tecnológica, com um modelo de negócio replicável e com potencial de crescimento, que possuem elementos de inovação e trabalham em condições de extrema incerteza. Uma empresa de tecnologia digital que se encontre em uma etapa inicial de seu modelo de negócio possui um grande potencial de crescimento, em que algumas encontraram oportunidades de negócio frente às instituições financeiras tradicionais. Tão logo, as *startups* juntam tecnologia com o financeiro, e com o passar do tempo, o termo *fintech* passou a caracterizar o segmento das *startups*, responsáveis por inovar no segmento de serviços financeiros e com processos baseados em tecnologia (Cumming & Schwienbacher, 2018) para serviços como conta corrente, cartão de crédito e débito, empréstimos pessoais e corporativos, pagamentos, investimentos, seguros entre outros.

Por se tratar de um mercado ainda novo, é de difícil investigação. Trabalhos realizados com o objetivo de esclarecer melhor a aplicabilidade dos conceitos para com as atividades realizadas pelas *fintech* surgiram, principalmente, pós crise de 2008 e a medição dos impactos regulatórios decorrentes do surgimento delas dentro do sistema financeiro atual somente a partir de 2016 (Vianna, 2019), com a resolução nº 4.480/16 e 4.456/18 do Banco Central do Brasil. Logo, a comparação entre os intermediários financeiros tradicionais com essa nova era com as *fintech* é inevitável (Faria, 2018), fato pela qual põe-se sob investigação de que forma os clientes e o sistema bancário estão reagindo diante deste novo cenário. Muito embora, não seja este o foco desta pesquisa, aqui pretende-se lançar uma luz para algumas das características que mais pode servir de futuras inferências no tocante a estrutura de governança e o impacto que isso pode causar no valor das empresas.

Uma grande barreira imposta às *fintech* é a de internacionalizar suas atividades para outros países. De acordo com o estudo de Wright et al. (2007) sobre as políticas que interferem a internacionalização de SMEs (*Small and Medium-sized Enterprises* – tradução livre: Pequenas e Médias Empresas), novas empresas de pequeno e médio porte precisam lidar com as dificuldades que encontram no início de suas atividades por serem novas no mercado, sobretudo, pequenas e inexperientes, além de, também, precisarem de um maior investimento para obter informações, conhecimentos e aprendizados qualificados para se tornarem possivelmente uma internacionalização positiva. O mesmo autor conclui ainda que os proprietários dessas SMEs se tornam muito inseguros e preocupados com o risco que enfrentarão por conta das barreiras operacionais. Além disso, grandes organizações que detêm o poder de dominar os mercados podem colocar muitas SMEs em desvantagens.

As iniciativas políticas que buscam incentivar a internacionalização desde o início podem, em geral, ser mais eficazes se focarem nas SMEs que oferecem produtos que são comercializáveis, em particular, produtos inovadores de alta tecnologia (Wright et al., 2007). Dado o ciclo de vida relativamente mais curto dos produtos de alta tecnologia, as SMEs podem maximizar suas receitas entregando seus produtos em vários mercados internacionais. Os métodos das melhores práticas de internacionalização de negócios relatados por INVs (*International New Ventures*) bem-sucedidos podem ser mais amplamente divulgados para ajudar outros INVs em potencial. Os formuladores de políticas também devem incentivar os empreendedores a considerar oportuno o alcance real de seu mercado (Wright et al., 2007).

Nesta linha, existe uma desconexão regulatória relevante quando se fala de *fintech* que é difícil de se resolver por se tratar de algo novo e que tem a velocidade dos avanços tecnológicos a seu favor. É o que mostra Vianna (2019), ao identificar esse problema e sugerir que as *sandboxes* regulatórias, como instrumento baseado em experimentalismo, sejam capazes de mitigar o problema dessa desconexão e permitir que se faça teste de produtos e serviços inovadores em um ambiente controlado e mediante supervisão de um regulador, possibilitando assim, reduzir assimetria informacional entre esses e os agentes de mercado.

Segundo Faria (2018), as *fintech* ainda não possuem os mesmos níveis de maturidade das instituições financeiras tradicionais e ainda não possuem escala suficiente para atingir os mesmos níveis de eficiência operacional dos intermediários financeiros tradicionais, mesmo assim, elas possuem um enorme potencial de crescimento. Logo, o cenário para as instituições financeiras tradicionais, em contraponto às *fintech*, é de atenção no médio/longo prazo diante de novos intermediários financeiros, de uso tecnológico potencial, de flexibilidade legal e o de inovação de produtos e serviços existentes, bem como o de criação de novos a um custo acessível.

Usando uma base de dados com 64 países e mais de 200.000 dados de empresas, Haddad e Hornuf (2016) avaliam o porquê de alguns países terem um maior crescimento de *startups* com foco em mudanças e inovações no setor financeiro do que em outros. De acordo com os autores, as *fintech* se formam por conta de cinco características principais: i) países com um mercado de capitais mais desenvolvido, por conta da facilidade de financiamento e pelo fato de que um mercado de ações mais movimentado traz oportunidade para *fintech*; ii) países com tecnologia de ponta, pois há mais interesses de construir modelos de negócio com foco em tecnologia sobre uma infraestrutura mais robusta e tecnológica; iii) países com mais assinaturas de linhas telefônicas celulares, por conta da forma prática que as *startups* em *fintech* atuam e suprem a necessidade das pessoas; iv) países com o setor financeiro enfraquecido, pois há a falta de confiança em instituições financeiras, fazendo com que os consumidores estejam mais propensos a novas empresas entrando no setor; e v) diante de um volumoso mercado de trabalho no país, quanto maior sua população, maior o número de empreendedores e a força de trabalho, logo, maior a oferta de *startups* e, portanto, o de *fintech*.

Os autores ainda afirmam que os EUA são o maior mercado de *fintech* seguido respectivamente pelo Reino Unido, Canadá, Índia e Alemanha. Na mesma linha, Cumming e Schwienbacher (2016) exploram o aumento do investimento de *Venture Capital* (VC) em *fintech* após a crise de 2008 para criar uma correlação com o aumento do crescimento no setor. Em sua pesquisa, analisam que os investimentos de VC em *fintech* são maiores em países sem grandes centros financeiros e que os investimentos têm uma origem mais acentuada de pequenas parcerias privadas de VCs.

Sobretudo, as VCs brasileiras desempenham uma enorme responsabilidade para os passos iniciais das *fintech*, alguns até mesmo oferecem serviços de treinamentos básicos para aumentar as chances de sucesso (FintechLab, 2018). Grandes instituições financeiras como *Monashees+* e *Redpoint eVentures* demonstram investir em diversas *fintech*. O total investido destas empresas já supera R\$ 1 bilhão. De acordo com Cumming e Schwienbacher (2016), essa prática é mais comum em países sem grandes centros financeiros e com pouca experiência em investimentos em VC. Motivo pela qual pode-se justificar relevante concentração de recursos investido neste país.

## 2.2 Governança Corporativa (GC)

Dados do *World Business Environment Survey* (*World Bank's*) apresentam como a burocracia impede o desenvolvimento de 9123 empresas privadas entre 72 países emergentes. O clima de investimento, impedimentos financeiros, governança corporativa para estratégias políticas e condições institucionais em relação às práticas de corrupção permite compreender como é importante a GC dentro das organizações privadas, principalmente porque a abrangência e a influência política estão associadas a processos burocráticos mais rígidos, o que impacta diretamente na forma como as companhias de países emergentes são geridas. Todos estes impactos, se bem compreendidos, podem contribuir para melhoria da transparência das informações contábeis para usuários externos e internos.

Segundo o IBGC (2015), as melhores práticas de GC deve incentivar o uso consciente dos efetivos instrumentos de governança com foco na ética e na transparência das informações para os usuários dela e permitir melhor processo de tomada de decisões.

O arcabouço teórico aplicado aos princípios de GC pressupõe razão de existência das firmas em detrimento da maximização de seus lucros, em que sempre haverá custos de agência quando há custos esforços cooperativos entre duas ou mais pessoas (Jensen & Meckling, 1976). Dificilmente, uma única pessoa, ao mesmo tempo, investe (principal) e conduz (agente) uma empresa, sobre a qual, sempre haverá custos de agência que a impede de obter lucro máximo.

Neste caso, acionistas poderão expropriar riqueza dos credores assumindo riscos demasiadamente elevados via uso de capital de terceiros. No caso de a firma estar sob risco de insolvência (à beira da falência), os acionistas tendem a não aportar mais capital e, conseqüentemente, forçar a firma a encontrar outras formas de financiamento com o objetivo de proteger seus recursos próprios (Jensen & Meckling, 1976; Sayari & Marcum, 2018). Como solução para os conflitos de interesses entre administradores e acionistas e entre acionistas e credores, os mesmos autores afirmam que é possível diminuí-los de diferentes maneiras, porém, sempre envolvendo custos para um ou ambas as partes, entre elas: monitorar, restringir ações via contrato, elaborar relatórios periódicos, realizar auditorias e criar um sistema de incentivos que alinhe os interesses das partes divergentes.

E é justamente o sistema de monitoramento que explica o motivo da existência do conselho de administração, do conselho fiscal, da auditoria independente e, conseqüentemente, da GC, sob a qual tem como foco principal garantir que os ideais de executivos de alto nível estejam equiparados com os do principal (Hitt, Ireland & Hokisson, 2008), em que se busca obter garantias para que os contratos sejam cumpridos.

Neste ponto, o IBGC é referência no Brasil e periodicamente divulga o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento de melhores sistemas de governança nas organizações com o objetivo de contribuir para o melhor desempenho e longevidade das instituições. E, parte dessa contribuição, surge de iniciativas do próprio IBGC e da Fundação Getúlio Vargas (FGV) que, segundo Black et al. (2014), trazem à luz da teoria de governança o fato de que investidores tendem a investir em empresas com os mais altos níveis de governança, logo, de interesse das próprias empresas.

Logo, acredita-se que não seria diferente encontrar os mesmos resultados em *fintech*, a ponto de um dia buscarem abrir capital e a aderir aos mais altos níveis de governança daquele mercado. Para tanto, a proposta deste estudo é justamente o de levar, ao conhecimento da literatura acadêmica, quais são as principais características de GC identificadas nas *fintech* brasileiras e lançar uma discussão acerca do horizonte que se espera atingir com o desenvolvimento das melhores práticas em uma estrutura nova e de pouco (ou nenhum) conhecimento a respeito.

Parte da contribuição acadêmica vem de iniciativas do próprio IBGC e da Fundação Getúlio Vargas (FGV) que, segundo Black et al. (2014), trazem à luz da teoria de governança o fato que investidores tendem a investir em empresas com os mais altos níveis de governança, logo, de interesse das próprias empresas. Acredita-se, portanto, que não seria diferente encontrar os mesmos resultados em *fintech* a ponto de um dia buscarem abrir capital e a aderir aos mais altos níveis de governança daquele mercado. A proposta deste estudo é justamente o de levar, ao conhecimento da literatura acadêmica, quais são as principais características de GC adotadas pelas *fintech* brasileiras e lançar uma discussão acerca do horizonte que se espera atingir com o desenvolvimento das melhores práticas em uma estrutura nova e de pouco (ou nenhum) conhecimento a respeito.

Para capturar as variáveis de melhores práticas de GC nas *fintech*, esta pesquisa se utiliza das iniciativas recomendadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC,

2015) para identificar as melhores práticas de GC contidas na estrutura organizacional das *fintech* brasileiras, via informações que elas próprias registram em seus Contrato/Estatuto Social.

### 3 METODOLOGIA

Esta pesquisa se caracteriza como descritiva no campo teórico-empírico, uma vez que se busca por meio da teoria de Governança explorar e descrever que fatores estão presentes nas estruturas administrativas das *fintech* e quanto disso pode ser discutido a luz das melhores práticas recomendadas pelo IBGC.

#### 3.1 Delimitação, população e amostra

As *fintech* são constituídas sob diferentes propósitos em atender o setor financeiro, entre eles: seguros, investimentos, crédito e empréstimo, criptomoedas, gestão financeira, pagamentos, negociação de dívidas, câmbio e *analytics* e *big data* e multisserviços. Uma *fintech* pode ainda ser uma Sociedade de Crédito Direto (SCD) ou Sociedade Entre Pessoas (SEP), sob as quais são regulamentadas com base na resolução do Banco Central do Brasil, nº 4656/18.

Conforme a 8ª edição do Radar FintechLab (2019), existem 526 *fintech* no Brasil, a qual compõe-se a amostra inicial. Com base Código Civil brasileiro (art. 985), as sociedades limitadas empresariais, devem registrar-se na Junta Comercial. Por conta da disponibilidade de acesso à informação via meios eletrônicos, a busca do registro e arquivamento do Contrato/Estatuto Social de cada *fintech* restringiu-se àquelas arquivadas na Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP – [www.jucesp.sp.gov.br](http://www.jucesp.sp.gov.br)). Por conta da ausência ou indisponibilidade de acesso ao Contrato/Estatuto Social de 437, a amostra final contou com 89 *fintech*, dentre as quais, 90% estão no estado São Paulo (80). A **Tabela 1** mostra a composição de cada uma conforme o setor de atuação.

**Tabela 1. Amostra**

Setor	n
Pagamentos	38
Gestão financeira	27
Empréstimos	24
<b>Total</b>	<b>89</b>

Das 89 *fintech*, a maior parte corresponde ao setor de Pagamentos (38), seguido de Gestão Financeira (27) e Empréstimos (24). Ao longo de 25 anos, o número de empresas vem aumentando, sendo o de 2015, o maior deles (15). Partindo-se dos da data de fundação de cada empresa, o crescimento médio de *fintech* passou de 2 por ano (de 1994 até 2012) para 11 de 2013 até 2017 e de 5 nos últimos anos. Grande parte do crescimento se deve, principalmente, à definição explícita do termo *fintech* que possibilitou empresas de diferentes estruturas a se enquadrarem como uma empresa de tecnologia com foco no atendimento ao público alvo do setor financeiro (Cumming & Schwienbacher, 2018) e maior acesso à recursos e ao conhecimento de alta tecnologia, como *big data* e *blockchain* aplicado às plataformas operacionais, característicos às *fintech*. Por outro lado, há cada vez mais um incentivo e desenvolvimento da estrutura dos mercados financeiros para essas empresas, como que a resolução do Banco Central do Brasil, n. 4656/18 e a n. 4480/16.

Na sequência, realizou-se uma busca das características de estrutura de governança nas 89 *fintech* a partir de seu Contrato/Estatuto Social. Fez-se as análises quanto às práticas de GC adotadas por elas e as recomendadas pelo IBGC (2015). Assim, identificaram-se àquelas com as melhores práticas alinhado com as recomendações.

Muito embora, as *fintechs* estejam desobrigadas a manter o Estatuto/Contrato Social atualizados quanto aos componentes de sua estrutura, acredita-se que, por conta de uma alta exposição dessas empresas perante a investidores em potencial, como os institucionais, os *private equities* ou as próprias *venture capital* (Cumming & Schwienbacher, 2018), manter tais documentos fieis à estrutura atual faz-se necessária<sup>1</sup>.

### 3.2 Definição operacional das variáveis

Acerca dos principais pontos recomendados pelo IBGC (2015), a estrutura do Conselho de Administração (CA), no tocante às estruturas do comitê de auditoria e do conselho fiscal, bem como os sócios e os diretores neles envolvidos devem ter como princípios: i) a transparência e a abrangência da informação, não só econômica e financeira, mas também os decorrentes de fatores intangíveis que norteiam as ações gerenciais que objetivam preservar e otimizar o valor da empresa; ii) a equidade por tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes relacionadas (*stakeholders*) quanto aos direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas; e iii) a responsabilidade corporativa com foco em reduzir externalidades negativas e aumentar as positivas com base no modelo de negócio, a qual o emprego do capital financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental e reputacional devem zelar pela viabilidade econômico-financeira da empresa.

O IBGC (2015) recomenda que algumas práticas que devem ser previstas no Estatuto/Contrato Social para fins de transparência da organização, outras devem estar no Estatuto e devem seguir uma recomendação qualitativa. No Estatuto/Contrato Social da amostra foram coletadas as informações resumidas no **Quadro 1** e explicadas na sequência:

**Quadro 1. Variáveis.**

Variáveis	Descrição da variável
Conselho de Administração	Verificar se o Estatuto/Contrato Social prevê a manutenção de CA.
Número de membros	Número de membros do Conselho de Administração.
Prazo de mandato	Prazo do mandato dos conselheiros.
Nomeação do presidente do conselho	Verificar se há previsão para nomear um presidente para o Conselho de Administração no Estatuto/Contrato Social.
Avaliação do conselho e dos conselheiros	Verificar se há previsão de métodos de avaliação dos conselheiros no Estatuto/Contrato Social.
Comitê de auditoria e conselho fiscal	Verificar se o Estatuto/Contrato Social prevê a criação do Comitê de Auditoria e/ou do Conselho Fiscal.
Responsabilidades e atribuições dos diretores	Verificar se as responsabilidades dos diretores estão previstas no Estatuto/Contrato Social.

#### *Conselho de Administração*

O CA é o órgão colegiado encarregado do processo de decisão de uma organização em relação ao direcionamento estratégico. Ele exerce o papel de guardião dos princípios, valores, objeto social e sistema de governança da organização, sendo seu principal componente. Além de decidir os rumos estratégicos do negócio, compete ao conselho de administração, conforme o melhor interesse da organização, monitorar a diretoria, atuando como elo entre esta e os sócios. Os membros do conselho de administração são eleitos pelos sócios e na qualidade de administradores, os conselheiros possuem deveres fiduciários para com a organização e prestam

<sup>1</sup> Ponto levantado por um dos avaliadores anônimos deste artigo a qual os autores desta pesquisa agradecem.

contas aos sócios nas assembleias. Na forma mais ampla e periódica, também prestam contas aos sócios e às demais partes interessadas por meio de relatórios periódicos.

#### *Número de membros*

Recomenda-se um número ímpar de conselheiros, entre cinco e onze. Esse número pode variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O número de Membros do Conselho de Administração deve ser previsto no Estatuto/Contrato Social.

#### *Prazo do mandato*

O período do mandato do conselheiro não deve ultrapassar dois anos e deve ser previsto no Estatuto/Contrato Social. Deve-se, ainda, permitir a reeleição para construir um conselho experiente e produtivo, desde que não seja automática.

#### *Nomeação do Presidente do conselho*

A nomeação de um presidente para o CA deve ser prevista no Estatuto/Contrato Social. O presidente do conselho tem a responsabilidade de buscar a eficácia e o bom desempenho do órgão e de cada um de seus membros. A coordenação do presidente aliada à diversificação na composição do conselho, ao treinamento contínuo e à avaliação são ferramentas que podem contribuir para uma dinâmica agregadora no conselho de administração.

#### *Avaliação do conselho e dos conselheiros*

Para realizar uma avaliação efetiva do conselho, os conselheiros devem estar comprometidos em identificar os pontos fortes e os de melhoria de cada conselheiro, individualmente, e do conselho, como órgão colegiado. O Estatuto/Contrato Social deve prever o número específico tolerado de ausências nas reuniões antes que o conselheiro seja destituído do cargo.

#### *Comitê de auditoria*

Recomenda-se que a existência e as atribuições do comitê de auditoria estejam previstas no estatuto/contrato social. Deve ser formado, preferencialmente, apenas por conselheiros, e é importante que o coordenador seja, também, independente. A diretoria é o órgão responsável pela gestão da organização, cujo principal objetivo é fazer com que a organização cumpra seu objeto e sua função social. Ela executa a estratégia e as diretrizes gerais aprovadas pelo conselho de administração, administra os ativos da organização e conduz seus negócios. Por meio de processos e políticas formalizados, a diretoria viabiliza e dissemina os propósitos, princípios e valores da organização.

#### *Conselho fiscal*

O conselho fiscal é parte integrante do sistema de governança das organizações brasileiras. Pode ser permanente ou não, conforme dispuser o estatuto. Representa um

mecanismo de fiscalização independente dos administradores para reporte aos sócios, instalado por decisão da assembleia geral, cujo objetivo é preservar o valor da organização. Os conselheiros fiscais possuem poder de atuação individual, apesar do caráter colegiado do órgão.

#### *Responsabilidades e atribuições dos diretores*

As responsabilidades, autoridades e atribuições da diretoria devem ser definidas com clareza e objetividade no estatuto/contrato social, e a diretoria deve ter um regimento interno próprio (aprovado pelo CA) que estabeleça sua estrutura, seu funcionamento e seus papéis e responsabilidades.

#### **4 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS**

O IBGC (2015) recomenda um número ímpar de membros para compor o CA, entre cinco e onze membros e como prazo de mandato, 24 meses. Na **Tabela 2**, das 89 empresas, quase um terço (52 – 58,4%) informam um número exato de membros para compor o Conselho de Administração, com média aproximada de três membros por conselho, sendo que 16 (18,0%) estipulam prazo médio de mandato de 24 meses para esses conselheiros. Mesmo não sendo uma recomendação do IBGC (2015), 28 empresas têm prazo de eleição superior a 24 meses, em que a trienal (23) é a mais presente entre todas, seguida da bienal (17).

Importante destacar, as 50 empresas que informaram possuir um número exato de diretores, 29 seguem a recomendação de manter um número ímpar de diretores independentes, porém apenas quatro seguem a recomendação do IBGC de manter entre cinco e onze membros para compor o CA.

**Tabela 2. Administração e conselho de administração.**

	<i>n</i>	Média	Desvio-padrão	Mín.	Q1	Med.	Q3	Máx.
Número de membros no conselho	52	2,981	1,69	1	2	3	3	9
Prazo de mandato (em meses)	16	24,000	8,76	12	15	24	33	36
Número de Diretores no conselho	50	2,740	1,63	1	2	2	3	9
<i>Periodicidade da Eleição dos diretores</i>	<i>n = 53</i>	<b>anual</b>	<b>bienal</b>	<b>trienal</b>	<b>quadrienal</b>	<b>indeterminado</b>		
		8	17	23	1	4		

Na **Tabela 3**, 19 empresas (21,3%) preveem a nomeação do presidente executivo por meio do CA e 48 (53,9%) delegam responsabilidades e atribuições aos diretores via Estatuto Social. Entretanto, não há previsão estipulada para avaliação dos conselheiros. De acordo com o IBGC (2015), o presidente tem a responsabilidade de buscar a eficácia e o bom desempenho dos seus liderados. Sobretudo, a falta de previsão para nomear o presidente executivo via conselho e a falta de previsão em não avaliar os conselheiros em 70 delas e não tornar as atribuições, pública, bem como as responsabilidades dos diretores via Estatuto Social em 41, abre um grande espaço para desenvolvimento de melhor comunicação e transparência quanto ao que deve ser informado aos *stakeholders*, como também os possíveis riscos associados com cada função do conselho e da presidência da empresa.

**Tabela 3. Estatuto.**

	<i>n</i>	Sim (%)	Não (%)	Sim	Não	<i>n/i</i> <sup>1</sup>
Nomeação do Presidente	19	21,3	-	19	-	70
O presidente do CA é também o CEO da empresa?	7	2,3	5,6	2	5	82

Avaliação dos Conselheiros	19	-	21,3	-	19	70
Possui Comitê de Auditoria?	-	-	-	-	-	89
Responsabilidades e Atribuições dos Diretores	89	53,9	46,1	48	41	-
Possui Conselho Fiscal?	78	33,7	53,9	30	48	11(*)

**Nota:**

<sup>1</sup> busca em todas as 89 *fintechs* da amostra. No campo n/i apresentam-se o número de *fintechs* que não divulgam informações a respeito de cada componente.

(\*) onze *fintech* não informaram se tem ou não 'Conselho Fiscal', no entanto, dizem que implementá-lo é facultativo.

Ainda na **Tabela 3**, 30 *fintech* informaram possuir um Conselho Fiscal (33,7%), enquanto 11 declaram tê-lo apenas de forma facultativa e sem afirmar se o tem de fato ou não. Portanto, 41 (46,1%) das *fintech* de fato o tem ou o preveem para sua estrutura, enquanto 48 (53,9) afirmam que não o tem.

Quanto à segregação de função do presidente do CA e do principal executivo da empresa, houve um baixo número de respondentes (7), em que duas empresas informam tê-lo de forma a não separar as funções de um com a de outro. Embora o IBGC (2015) recomende a não concentração de poder na mesma pessoa que comanda o conselho e o executivo, a forma como as *fintech* atuam pode causar prejuízos a elas, devido a falta de isonomia em supervisionar, via conselho, as atividades do diretor-presidente da empresa. Não apenas a segregação de função é importante, mas, em conjunto com a independência dos diretores do CA, pode resultar em maior valor para a empresa que adota tal procedimento (Black et al., 2015).

Quanto ao Comitê de Auditoria, as empresas não preveem sua criação ou mesmo tê-lo em sua estrutura. De acordo com o IBGC (2015), a existência e atribuições de um comitê como este determina a forma como a empresa deve seguir com as estratégias e a condução do objeto social dela, porém se observa que há uma prevalência por declarar a previsão para instituir apenas o Conselho Fiscal sobre este, todavia, não se identificaram possíveis atribuições como órgão fiscalizador, inclusive, se substituto ao próprio Comitê de Auditoria (**Tabela 3**).

**Tabela 4. Conselho Fiscal.**

Painel A: comitês	n	Média	Desvio-padrão	Mín.	Q1	Mediana	Q3	Máx.
Número de membros do Conselho Fiscal	28	3,071	0,60	2	3	3	3	6

Dentre as 30 empresas que evidenciam ter um Conselho Fiscal, 28 informam um número exato de membros, com média de 3 colaboradores, sendo o mínimo 2 e o máximo, 6 (**Tabela 4**).

Na **Tabela 5**, quanto às principais diretrizes estatutárias informadas pelas empresas, apenas 5 têm um estatuto interno que rege o CA e 86 informam não ter um código de ética. De fato, não é legalmente requerido ter um código de ética, porém, o contexto comportamental enraizado na ética empresarial faz do local de trabalho um ambiente voltado para a colaboração, aprendizagem e empreendedorismo (Birkinshaw, 1995, 1997).

Em se tratando de empresas com o propósito de se firmarem no setor financeiro, concorrendo com grandes instituições, o resultado dessa variável denota baixo interesse das *fintech* por essa prática, o que pode gerar possíveis conflitos de interesses diante de componentes a respeito da transparência, composição e diretriz dos conselhos e dos direitos dos acionistas (Leal, Silva & Iervolino, 2015).

**Tabela 5. Principais diretrizes estatutárias.**

	n	Sim	Não	Sim	Não	n/i
--	---	-----	-----	-----	-----	-----

		(%)	(%)			
A empresa possui estatuto interno que rege o conselho?	19	5,6	15,7	5	14	-
A empresa possui código de ética?	89	3,4	96,6	3	86	-

A **Tabela 6** revela que 87 *fintech* (97,8%) mantém canal de comunicação via rede mundial de computadores (*www*) para divulgar informações a respeito de produtos ou serviços para seus clientes. Por conta de serem organizações voltadas a oferecer ao cliente soluções financeiras, não seria diferente esperar encontrar outro meio de comunicação senão por um ambiente de tecnologia.

**Tabela 6. Relação com clientes e investidores e divulgação.**

	<i>n</i>	Sim (%)	Não (%)	Sim	Não	<i>n/i</i>
Possui <i>webpage</i> em funcionamento?	89	97,8	2,3	87	2	-
Possui comunicação via Relações com Investidores?	89	-	100	-	89	-
Divulga informações financeiras através da <i>webpage</i> ?	89	5,6	94,4	5	84	-

De acordo com o IBGC (2015), não há nenhuma prática que determine a obrigatoriedade de uma empresa divulgar informações financeiras abertamente ao público, porém, nenhuma das pesquisadas buscam manter meio de comunicação com o investidor, talvez pelo fato de ainda não terem aberto capital, ou de fato não enxergar ganho explícito para com a divulgação voluntária (Salotti & Yamamoto, 2008).

## 5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa realizou um estudo descritivo com 89 *fintech* brasileiras, a fim de descrever as principais características de GC informadas por elas, vis-à-vis às práticas de governança recomendadas pelo IBGC. Até onde se sabe, esta é a primeira pesquisa nacional a apontar um estudo pormenor, que aponta que a maioria não segue todos os pontos recomendados por este órgão. Um dos pontos principais foi o baixo resultado quanto às diretrizes estatutária no que tange reger e orientar os caminhos que o CA deve seguir nas ações que definem o número de diretores, a nomeação do diretor-presidente e a do presidente do conselho, bem como o prazo de mandato e a forma como avaliá-los. Muito embora o IBGC demonstre importância da instituição de um Comitê de Auditoria, é o Conselho Fiscal que talvez tenha assumido o papel de ser o interlocutor responsável por assessorar o CA. Todavia, não foi possível identificar as atribuições do Conselho Fiscal como órgão fiscalizador.

A evolução das *fintech* ao longo dos anos é visível, principalmente, quando se analisa um ambiente de uma economia emergente como a do Brasil e do notório desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro com as empresas cada vez mais acessando níveis de governança mais elevados. O estudo implica que, embora se perceba um crescimento das *fintech* ao logo de 25 anos, enquanto o potencial futuro delas esteja em foco em economias de países emergentes, este segmento têm muito ainda a desenvolver em melhores práticas de GC, o que pode tardar um possível desenvolvimento delas em direção a um mercado concorrente que se requeira maior acesso e transparência a informação para o usuário.

Sobretudo, existem certas dificuldades quando se quer informar algo nunca visto anteriormente, que foi, de fato, um grande desafio para esta pesquisa. Um dos motivos foi a escassez ou ausência de informação, dado que empresas de capital fechado estão desobrigada a reportar informações contábeis publicamente. Por conta disso, informações financeiras como: tamanho, receita, lucratividade e patrimônio, e não financeiras, como: número de funcionários e, principalmente, estrutura de governança são quase impossíveis de se levantar. Logo, um grande caminho deve ser trilhado pelas futuras pesquisas acadêmicas acerca das *fintech* brasileiras, em parte pela falta de um banco de dados capaz de reunir todas as informações

necessárias para tal estudo, em parte porque não se pode afirmar se as elas tomarão um lugar de destaque dentro da economia, nem se ao menos irão assumir o lugar de instituições financeiras tradicionais. Parte dessa limitação de nosso estudo poder-se-á mitigá-la via aplicação de uma *survey* em projetos de pesquisas futuros.

Apesar de toda esta dificuldade, as *fintech* possuem um grande diferencial em relação às instituições financeiras tradicionais existentes, como no trato da aplicação de tecnologia às plataformas de contato com o cliente, extremamente avançadas e ágeis e como produtos e serviços são ofertados e, conseqüentemente, o impacto positivo gerado para os resultados, dado menor custo de transação.

Logo, ainda que as *fintech* tenham um grande caminho a percorrer, no ambiente legal já são observadas algumas iniciativas positivas, como as do Banco Central do Brasil, da CVM e da Febraban. Apesar de não ser fácil regulamentar uma *fintech* (ou pelo menos caracterizá-la como tal), existem algumas orientações como as do IBGC que, se incorporadas, podem atenuar certos entraves jurídicos e de interesse decorrentes do conflito de agência. Por isso, é importante entender a importância da GC dentro dessas organizações, principalmente, quanto às questões estratégicas, às boas práticas de gestão, às políticas institucionais, à cultura e à transparência para os usuários internos e externos. Aderí-las não significa, necessariamente, que a organização está blindada contra todos os riscos de mercado, mas é um primeiro passo para alinhá-las aos valores pactuados com as recomendações deste órgão.

## REFERÊNCIAS

- Armitage, S., Hou, W., Sarkar, S., & Talaulicar, T. (2017). Corporate governance challenges in emerging economies. *Corporate Governance: An International Review*, 25(3), 148–154. <https://doi.org/10.1111/corg.12209>
- Birkinshaw, J. M. (1995). *Entrepreneurship in multinational corporations: the initiative process in foreign subsidiaries*. The University Western of Ontario, Canada. Retrieved from <https://ir.lib.uwo.ca/digitizedtheses/2523>
- Birkinshaw, J. (1997). Entrepreneurship in multinational corporations: the characteristics of subsidiary initiatives. *Strategic Management Journal*, 18(3), 207–229. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199703\)18:3<207::AID-SMJ864>3.0.CO;2-Q](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199703)18:3<207::AID-SMJ864>3.0.CO;2-Q)
- Bjørnskov, C., & Foss, N. (2013). How strategic entrepreneurship and the institutional context drive economic growth. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 7(1), 50–69. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=85872122&lang=pt-br&site=ehost-live>
- Black, B. S., Carvalho, A. G. de, & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176–195. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004>
- Blind, K. (2012). The influence of regulations on innovation: a quantitative assessment for OECD countries. *Research Policy*, (41)2, 391–400. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=70949961&lang=pt-br&site=ehost-live>

- Bozkaya, A., & Kerr, W. R. (2014). Labor regulations and European venture capital. *Journal of Economics & Management Strategy*, (23)4, 776–810. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=99045349&lang=pt-br&site=ehost-live>
- Braun, R., Eidenmüller, H., Engert, A., & Hornuf, L. (2013). Does charter competition foster entrepreneurship? A difference-in-difference approach to European company law reforms. *Journal of Common Market Studies*, 51(3), 399–415. <https://doi.org/10.1111/jcms.12003>
- Cumming, D. J., & Schwienbacher, A. (2018). Fintech venture capital. *Corporate Governance: An International Review*, 26, 374–389. <https://doi.org/10.1111/corg.12256>
- Dharmapala, D., & Khanna, V. (2016). The Costs and Benefits of Mandatory Securities Regulation: Evidence from Market Reactions to the JOBS Act of 2012. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 1(1), 139–186. <https://doi.org/10.1561/108.00000004>
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2002). The regulation of entry. *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 1–37. <https://doi.org/10.1162/003355302753399436>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Faria, E. (2018). *Fintechs de crédito e intermediários financeiros: uma análise comparativa de eficiência*. Universidade de São Paulo. Retrieved from <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12142/tde-07012019-112337/publico/CorrigidoEmerson.pdf>
- FintechLab. (2017, November 24). Novo Radar FintechLab mostra crescimento de 36% no número de fintechs do Brasil. Retrieved March 5, 2020, from FintechLab website: <https://fintechlab.com.br/index.php/2017/11/24/novo-radar-fintechlab-mostra-crescimento-de-36-no-numero-de-fintechs-do-brasil/>
- FintechLab. (2018, August 13). Novo Radar FintechLab mapeia mais de 400 iniciativas. Retrieved March 5, 2020, from FintechLab website: <https://fintechlab.com.br/index.php/2018/08/13/novo-radar-fintechlab-mapeia-mais-de-400-iniciativas/>
- FintechLab. (2019, June 12). 8ª edição do Radar Fintechlab registra mais de 600 iniciativas. Retrieved March 2, 2020, from FintechLab website: <https://fintechlab.com.br/index.php/2019/06/12/8a-edicao-do-radar-fintechlab-registra-mais-de-600-iniciativas/>
- Haddad, C., & Hornuf, L. (2019). The emergence of the global fintech market: economic and technological determinants. *Small Business Economics*, 53(1), 81–105. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-9991-x>
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. E. (2008). *Administração estratégica: competitividade e globalização*. Cengage Learning.

- Hornuf, L., & Schwienbacher, A. (2017). Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*, 49(3), 579–593. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9839-9>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa* (5 ed.). São Paulo: IBGC. Retrieved from <https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21138/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>
- 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.
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C., & Iervolino, P. A. (2015). One decade of evolution of Corporate Governance practices in Brazil. *Relatório COPPEAD*, 421(1), 27.
- Levine, R., Lin, C., & Shen, B. (2015). *Cross-border acquisitions and labor regulations* (21245 No. 21245). *NBER Working Paper Series*. Cambridge. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w21245>
- Lunardi, G. L., Dolci, D. B., & Wendland, J. (2013). Internet móvel nas organizações: fatores de adoção e impactos sobre o desempenho. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(6), 679–703. <https://doi.org/10.1590/s1415-65552013000600004>
- Luo, Y., & Junkunc, M. (2008). How private enterprises respond to government bureaucracy in emerging economies: the effects of entrepreneurial type and governance. *Strategic Entrepreneurship Journal*, 2, 133–153. <https://doi.org/10.1002/sej>
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *R. Cont. Fin. - USP*, 19(48), 37–49.
- Sampaio, J. O., Netto, H. G., Silva, V. A. B., & Schiozer, R. (2017). *Mandatory IFRS adoption, corporate governance and firm value in Brazil*.
- Sayari, N., & Marcum, B. (2018). Reducing risk in the emerging markets: Does enhancing corporate governance work? *BRQ Business Research Quarterly*, 21(2), 124–139. <https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.01.002>
- Silva, A. L. P., Bueno, G., Lana, J., Koetz, C. M., & Marcon, R. (2015). Uns mais iguais que outros: a relação entre concentração de propriedade e os acordos de acionistas. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3), 85–104. Retrieved from <http://www.spell.org.br/documentos/ver/38298/uns-mais-iguais-que-outros--a-relacao-entre-concentracao-de-propriedade-e-os-acordos-de-acionistas>
- Silva, J. R., Silva, A. F. da, & Chan, B. L. (2018). Enterprise risk management and firm value: evidence from Brazil. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55, 1–17. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1460723>
- Silva, A. L. C. da, & Leal, R. P. C. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. *RBF - Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1–18. <https://doi.org/10.2139/ssrn.726261>

- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Vianna, E. A. B. Regulação das *fintechs* e *sandboxes*. 2019. 167 f. Dissertação (Mestrado em Direito)-Escola de Direito do Rio de Janeiro da Fundação Getúlio Vargas – FGV. Rio de Janeiro, 2019
- Wang, L., & Wang, S. (2012). Economic freedom and cross-border venture capital performance. *Journal of Empirical Finance*, 19(1), 26–50. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2011.10.002>
- Wright, M., Westhead, P., & Ucbasaran, D. (2007). Internationalization of small and medium-sized enterprises (SMEs) and international entrepreneurship: A critique and policy implications. *Regional Studies*, 41(7), 1013–1030. <https://doi.org/10.1080/00343400601120288>