

GOVERNANÇA CORPORATIVA EM FINTECHS

THIAGO LUIZ PIETSCHMANN
MUST UNIVERSITY (FLÓRIDA/EUA)

GRACIELLA MARTIGNAGO
MUST UNIVERSITY (FLÓRIDA/EUA)

GOVERNANÇA CORPORATIVA EM FINTECHS

1 Introdução

A governança corporativa é o sistema e o conjunto de mecanismos que são utilizados na gestão da organização para garantir sua transparência, perenidade e o equilíbrio de interesses entre todos os envolvidos e afetados pelas decisões. Por mais que adotar a governança não seja garantia de atingimento de metas e objetivos, sem ela, seguramente as organizações encontram mais dificuldades no seu caminho, principalmente quando adotam uma estratégia de crescimento via captação de recursos externos ou quando existem muitos sócios e interessados no resultado da organização.

Kreuzberg e Vicente (2019) apresentam um estudo bibliométrico que mostra que a expansão das pesquisas e conceitos sobre governança corporativa ganhou impulso principalmente após as crises econômicas e escândalos corporativos dos anos 2000 e que o interesse pelo assunto de governança se dá, sobretudo, pela assimetria de informações entre os diversos *stakeholders* e muitas empresas que precisam captar recursos no mercado externo desenvolvem processos de governança. Para Silveira (2006), a confiança dos investidores é fundamental para captação de recursos e a governança é imprescindível para que as firmas possam viabilizar seus empreendimentos.

Para Najaf *et al.* (2021), recentes casos como o da *Wirecard* em 2020 trazem à tona a importância e a relevância da adoção de instrumentos de governança corporativa em organizações de todos os tamanhos, sobretudo daquelas que detêm informações, atuam em setores altamente regulados e operam com recursos de investidores externos. Neste caso da *Wirecard*, os auditores externos da *fintech* com sede na Alemanha não foram capazes de monitorar adequadamente as contas da organização, o que provocou um rombo significativo além de impactar a economia do país e os negócios de parceiros como a Visa e a Mastercard. Restou comprovado que não foi possível detectar as anomalias das contas em função de um esquema elaborado pelo CEO da organização, além da auditoria ter registrado que as *fintechs* operam de maneira diferente das organizações não-*fintechs* e enfrentam mais problemas de governança. O caso se destaca, ainda, porque *fintechs* põem em risco a economia e podem ser geradores de importantes crises financeiras.

Como qualquer *startup*, as *fintechs* são organizações com perfil empreendedor que adotam tecnologias como meio de operacionalizar e baratear suas operações e têm potencial de escalar seus negócios. Deste modo, é importante compreender os estágios evolutivos das *fintechs* e quais mecanismos de governança podem e devem ser adotados em cada um desses momentos.

Por operarem no sistema financeiro, estão sujeitas às regulações impostas pelos supervisores do mercado. Tais regulações geralmente obrigam as *fintechs* a adotarem precocemente mecanismos de governança, seja para o credenciamento da operação, como para aquisição de recursos no mercado, o que viabiliza o capital necessário para operar no sistema financeiro, aumenta o risco do investimento e incorpora novos atores que não necessariamente irão participar da gestão do negócio, mas indiretamente obrigam a adoção de mecanismos de controle e transparência no processo decisório.

Considera-se, então, que o contexto no qual operam as *fintechs*, faz com que este tipo de organização precise ser atrativa aos investidores externos ainda jovem e, com isso, tenha que mudar as estruturas e sistemas que levam à maior formalização e complexidade organizacional, ao mesmo tempo em que se mantém com capacidade criativa para inovar em um ambiente afetado por constantes transformações tecnológicas e que atuam sob forte regulação

governamental, o que faz dessas empresas um caso específico de firmas que operam no mercado.

Enquanto isso, o tema guarda relevância na medida em que o modelo de negócios das *fintechs* é bastante novo e tem potencial significativo, sobretudo quando analisado pelo ponto de vista de sua interferência e participação no sistema financeiro global, o que gera riscos e oportunidades para todos os *stakeholders*, desde os reguladores até os investidores, passando pelos fornecedores de tecnologia, *Big Techs*, colaboradores e não menos importantes, os consumidores.

Neste trabalho, apresenta-se a literatura que trata da governança corporativa de *fintechs* sob a ótica da teoria da agência, a fim de estruturar os conceitos e mostrar uma pesquisa de campo, sob a forma de estudos de casos de *fintechs* atuantes no mercado brasileiro e, eventualmente, no internacional, buscando compreender a relação entre os mecanismos de governança corporativa, sua adoção ao longo das fases de maturação das *fintechs* e sua influência na captação de recursos via *Venture Capital*.

Parte-se do pressuposto que muitas *fintechs* não adotam os mecanismos de governança corporativa definidos e sugeridos na literatura e, por isso, correm riscos desnecessários do ponto de vista operacional e estratégico e considera-se que, ao adotarem mecanismos de governança corporativa de forma adequada, as *fintechs* teriam um diferencial competitivo para captação de recursos através de investimentos de risco conhecidos como *Venture Capital*.

Investidores, sobretudo fundos de investimentos, consideram em suas análises em *fintechs*, as métricas financeiras, mas, também, acredita-se que incluem em sua análise de risco, o uso de mecanismos de governança corporativa, seja para dar mais segurança na gestão, como para garantir transparência na aplicação dos recursos e na tentativa de mitigar conflitos de agência.

Além disso, um terceiro pressuposto para a realização desta pesquisa é que o regulador, em função do risco sistêmico ao mercado financeiro, tem grande influência na adoção de instrumentos de governança, que passam a ser adotados ainda em estágio de maturação precoce em relação a outras *startups* do mercado.

Este trabalho busca, portanto, responder a seguinte pergunta de pesquisa: como se desenvolve a governança de *fintechs*, organizações que operam em um mercado regulado e inovador, ao longo dos diferentes estágios de desenvolvimento dessas organizações? Tem-se como objetivo apresentar os elementos de governança corporativa desenvolvidos pelas *fintechs* nos seus diversos estágios de desenvolvimento organizacional, considerando que em determinado momento há a participação de *venture capital* na estrutura de propriedade e capital.

O tema governança corporativa, por mais que tenha avançado nas últimas décadas, ainda carece de pesquisas que envolvam firmas que atuam em ambientes de inovação e regulados ao mesmo tempo, sobretudo no mercado brasileiro (Asensio *et al*, 2019). Este estudo contribui com os avanços das pesquisas nessa área como forma de estimular a captação de investidores, facilitar com que as firmas se adequem às regulamentações dos supervisores neste mercado específico e, ainda, garantam estímulo à criatividade e ao desenvolvimento de novas soluções tecnológicas e financeiras, condições básicas do próprio modelo de negócio *startup* e *fintech*.

O trabalho divide-se em cinco seções, além dessa introdução. Na segunda seção apresenta-se a fundamentação teórica de governança corporativa, sua evolução ao longo dos anos, mostra-se a relação do tema no contexto de organizações inovadoras, como os mecanismos de governança estão relacionados ao tamanho e estágios de desenvolvimento das organizações. Ainda nesta seção, conceitua-se as organizações do tipo *fintech*, descreve-se como surgiram e atuam no cenário global e como os órgãos reguladores dividem esse mercado em organizações pequenas, médias e grandes. Na quarta seção são descritos os procedimentos metodológicos adotados nessa pesquisa e, na sequência, são apresentados os resultados e discussões seguidos das conclusões deste estudo.

2 Fundamentação Teórica

Para Fama e Jansen (1983), as organizações são um conjunto de contratos escritos e não escritos que definem as regras a serem seguidas por todos os entes envolvidos tais como gestores, conselheiros, colaboradores, investidores, clientes, entre outros. Estes contratos têm como objetivo definir os critérios de desempenho esperados e as recompensas previstas. Neste contexto, surge a governança corporativa que pode ser vista como processos, modelos e mecanismos para melhorar a tomada de decisão, como o adequado monitoramento dos resultados e a melhor alocação de recursos possível (Kreuzberg e Vicente, 2019).

Para o IBGC (2019, p.8) – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – “Governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”. A governança corporativa é capaz de ajudar as empresas a ir mais longe e alavancar o valor do negócio, sendo regida por quatro princípios básicos da governança: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (IBGC, 2019)

Hilb (2016) traz um conceito que denominada de “Nova Governança Corporativa”, com um viés mais abrangente e que compreende os interesses dos diversos *stakeholders*, entes tais como clientes e funcionários, ausentes do centro do debate acadêmico, segundo o autor. Deste modo, sua colaboração aponta para uma estrutura situacional que impacta na governança. Em relação ao ambiente externo, o autor enfatiza que a governança sofre influência da cultura nacional, industrial e organizacional. Enquanto em relação ao ambiente interno das organizações, a governança sofre com a influência do tamanho e da complexidade da empresa, do nível de internacionalização e das próprias ambições do conselho.

A teoria da agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), se desenvolve, sobretudo, na relação entre proprietários e gestores, sendo que os proprietários delegam a tomada de decisões aos gestores, que podem ter interesses diferentes dos proprietários. Essa divergência de interesses pode levar a problemas de agência, como o risco moral e o conflito de interesses. Deste modo, fica evidente a necessidade de compreender quais são as principais estruturas de propriedade, especialmente para identificar quais mecanismos de governança fazem sentido a cada caso concreto. Isso porque é sabido que a adoção de mecanismos de governança corporativa gera custos significativos para a organização, portanto, é imprescindível implantá-los considerando critérios baseados na estrutura de propriedade própria da organização.

Entre as principais características da governança corporativa que devem ser observadas estão a formação da estrutura de propriedade e controle, a estrutura de capital, a existência ou não de conselho de administração, a política de remuneração, a competição no mercado de produtos, a competição no mercado de mão de obra dos gestores, a existência de um mercado de aquisições hostis e a publicação de relatórios regulares pelas companhias (Silveira, 2006). Silveira (2006) enfatiza a importância da estrutura de propriedade da organização e a relação com seu desempenho. Em seu estudo bibliométrico, apresenta a tese de que por mais que instintivamente se espere que a pulverização da propriedade impacte o desempenho, estudos de campo refletem o contrário, corroborando a hipótese de que a estrutura de propriedade é uma variável endógena sem influência no desempenho corporativo. Os resultados são consistentes em apontar que por mais que os conflitos de agência possam aumentar com a pulverização da estrutura de propriedade, os benefícios levam a vantagens compensatórias, de modo que a estrutura de propriedade deve ser definida de forma a maximizar o desempenho da organização, já que concentrar demais a estrutura societária também pode trazer riscos de agência e de assimetria de informação.

2.1 Governança Corporativa em *Fintechs*

A nomenclatura *fintech* passou a ser recorrente no Brasil, sobretudo na primeira década dos anos 2000, com a democratização do acesso à internet tanto para organizações como para usuários finais. Para o Banco Central do Brasil (2020), *fintechs* são empresas que introduzem inovações no mercado financeiro por meio de uso intensivo de tecnologia, gerando potencialmente novos modelos de negócio. Enquanto para McWaters e Galaski (2017), pesquisadores do Fórum Econômico Mundial, *fintech* é definida como uma pequena e nova entrante na prestação de serviços financeiros e os autores destacam que essas empresas usam novas tecnologias para oferecer produtos e serviços financeiros.

No Brasil, o Banco Central (2020), regulador do sistema financeiro nacional, considera que existem várias categorias de *fintechs*, com destaque para as de crédito, de pagamento, de gestão financeira, de empréstimo, de investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas, câmbio e de multisserviços. Além disso, o regulador aponta como os principais benefícios das *fintechs* o aumento da eficiência e a concorrência no mercado, além da celeridade nas transações, a diminuição da burocracia, a redução dos custos de crédito e a inovação.

Na medida em que *fintechs* são organizações que começam pequenas e tendem a crescer de forma acelerada, com poder potencial de interferência no sistema financeiro dos países, atuam em um ambiente extremamente regulado, possuem amplo poder sob dados dos usuários, atuam em um contexto que demanda a adoção de políticas de governança, não só para captação de recursos, como também para garantia de suas atividades de maneira transparente e segura para todos os *shareholders* e *stakeholders*.

Haan e Vlahu (2016) apresentam alguns elementos que mostram a diferença entre a governança corporativa em instituições financeiras e em instituições não-financeiras. Os autores destacam como diferencial das instituições financeiras a regulamentação, a estrutura de capital e a alta alavancagem e a complexidade e opacidade das estruturas de negócios.

Em relação à regulamentação, destaca-se que falhas que ocorrem em empresas do setor financeiro podem ter consequências graves em função de sua posição de intermediação e da sua participação no sistema de pagamentos do país. Um ambiente regulado força a instituição a adotar políticas de governança, inclusive porque o regulador exige altas somas de capital para dar autorização de funcionamento à uma instituição regulada, o que obriga, sobretudo, organizações menores a fazerem rodadas de captação para garantir capital suficiente para sua autorização de funcionamento, o que aumenta a exposição ao risco do investidor externo. Com isso, as *fintechs* passam a ter que lidar com investidores externos e um ambiente super regulado mesmo que se encontrem com porte pequeno, sejam uma *startup*, o que reforça a necessidade de adoção de bases sólidas de governança corporativa para garantir a boa execução dos recursos e dos interesses dos investidores (Haan e Vlahu, 2016; Hilb, 2016).

O IBGC (2019) afirma que a governança corporativa ajuda a pavimentar o caminho das *startups* e das *scale-ups* tanto para um desenvolvimento mais rápido e mais longo como para garantir acesso a melhores condições de financiamento e captação de recursos. Muitas *fintechs*, por sua vez, compreendem uma categoria de *startup* relacionadas aos serviços financeiros. Três elementos fundamentais que compõe o ambiente das *fintechs* de pequeno porte, com repercussões para o sistema de governança corporativa dessas organizações são a regulação, o porte, e a inovação. As *fintechs* são empresas que enfrentam a necessidade constante de equilibrar os elementos e mecanismos da governança corporativa, que de praxe promovem estabilidade burocrática e processual à organização, com à necessidade de inovação da organização criada pelo ambiente competitivo. O IBGC (2021) aponta como uma das dificuldades da adoção da governança em organizações com forte orientação para inovação – *fintechs* inclusas – é que as estruturas engessadas não são feitas para “pensar a inovação”, o que

por fim, poderia tolher os processos que estimulam a adoção de novas tecnologias ou processos eventualmente ainda não formalizadas e que poderiam ser considerados muito arriscados para a organização.

Além disso, sabe-se que enquanto *startup*, as *fintechs* passam por fases de desenvolvimento, como descrito por IBGC (2019). As fases e elementos de governança necessários são representados no quadro 1 a seguir:

Quadro 1 – Fases da *startup*, estágios de desenvolvimento da governança e seus elementos

Fase da <i>Startup</i>	Característica principal	Principais Elementos de governança recomendados
Ideação	<ul style="list-style-type: none"> Estágio embrionário 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Definição de papéis dos fundadores; ✓ Definição de investimentos iniciais e participações futuras; ✓ Definição de opções de entrada e saída de sócios; ✓ Acordo de fundadores; ✓ Propriedade intelectual das criações;
Validação	<ul style="list-style-type: none"> Mínimo Produto Viável Teste de mercado Início de fase de captação 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Constituição societária ✓ Regras para término da sociedade; ✓ Meios de resolução de conflitos; ✓ Regras de entrada de novos sócios; ✓ Relação com conselheiros; ✓ Controles internos e relação com investidores e prestação de contas;
Tração	<ul style="list-style-type: none"> <i>Product Market Fit</i> (produto validado) Expansão de clientes Aumento de receitas 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Definição de alçadas de decisão ✓ Separação de posições de sócios e executivos; ✓ Estruturação de conselhos consultivos e de administração; ✓ Evolução de práticas de controle, transparência e prestação de contas; ✓ Estrutura planejamentos e gestão orçamentária.
Escala	<ul style="list-style-type: none"> Empresa estabelecida Expansão geográfica Crescimento em ritmo acelerado Expansão de mercados e/ou produtos 	<ul style="list-style-type: none"> • Consolidar práticas de governança; • Código de conduta e postura ética; • Plano de sucessão • Órgãos de fiscalização e controle e prestação de contas; • Conselho fiscal, comitês de auditoria, gerenciamento de riscos; • Aprimorar relação com investidores; • Estabelecer conselhos atuantes.

Fonte: Adaptado de IBGC (2019).

Observa-se, portanto, que na medida que uma *fintech* aproxima-se da fase de escala, as práticas de governança corporativa devem estar consolidadas, com acordos e códigos de conduta formalizados, planos de sucessão definidos, órgãos de fiscalização implementados e áreas de relação com investidores estruturadas, além de conselhos de administração e fiscalização devidamente implementados.

No que compete à governança em setores inovadores e dinâmicos, Hilb (2016) trata especificamente do papel e composição conselho de administração. Para o autor, a posição competitiva da organização deve impactar na própria formação e orientação do conselho, o que impõe a reflexão sobre o estágio e a orientação da organização como condição de formação do *board*. Isto é, o conselho pode ter uma orientação estratégica mais voltada para o empreendedorismo, ou pode ter uma função de controle e supervisão, o que desestimularia a inovação. De fato, esta tese também está ancorada no estágio de ciclo de vida da organização.

Como a *fintech* está no estágio de começo e crescimento, precisa adotar um perfil empreendedor no seu conselho até que adquira uma posição competitiva forte no mercado.

Hilb (2016) aponta que compreender o estágio de desenvolvimento da organização é fundamental para definição do tamanho do conselho de administração da organização. Najaf *et al.* (2021) destacam que a dualidade do CEO dentro das *fintechs* deteriora a governança, justamente por sua pouca necessidade de recursos humanos iniciais, o que corrobora seu início em escala reduzida, e aponta que o fato de serem mais focadas no crescimento financeiro do que na governança faz com que tenham um fraco desempenho na construção de seus mecanismos de controle, o que leva à conclusão de que se faz necessária uma atuação governamental para regulamentar e supervisionar o redesenho de estruturas garantistas. Najaf *et al.* (2021) destacam, também, quatro áreas críticas, sobretudo no universo *fintech*, quais sejam: a política anti má-conduta, os diretores de conselhos que são sobrecarregados por diversos cargos em conselhos diferentes, o que o impede de dar a devida atenção em cada organização, a dualidade do CEO, que também ocupa o cargo de presidente do conselho e a incapacidade das firmas de auditoria externa de detectar fraudes ou distorções nas contas.

3. Metodologia de pesquisa

A pesquisa realizada foi qualitativa, exploratória, descritiva, indutiva, além de interpretativa. Optou-se por uma pesquisa qualitativa, de caráter exploratório, dada a limitação teórica sobre governança corporativa em ambientes de inovação constantes, sobretudo direcionado para o campo de atuação das *startups* orientadas para o setor financeiro. Como sugere Godoy (1995), o estudo qualitativo é o mais indicado quando estamos lidando com problemas pouco conhecidos e se busca o entendimento do fenômeno como um todo, na sua complexidade. A pesquisa qualitativa, como é essencialmente descritiva, tanto no processo de obtenção de dados, quanto na disseminação de resultados, permite que o pesquisador resgate o processo e o compreenda (Taylor e Bogdan, 1998).

A pesquisa desenvolvida foi indutiva, pois não pretendeu testar teorias, mas partiu de dados particulares e constatados, para a construção de inferências e proposições. Houve a observação dos fenômenos com a finalidade de se descobrir as causas e relações e a compreensão de padrões (Taylor e Bogdan, 1998; Lakatos e Marconi, 2008). A partir da perspectiva e da interpretação dos participantes (Miller e Friesen, 1982) identificou-se como se desenvolvem as diferentes fases de desenvolvimento das *fintechs* estudadas, conforme proposição do IBGC (2019).

Importante destacar que a pesquisa qualitativa se concentra nos significados, não com a frequência de um fenômeno que é estudado no seu contexto social (Van Maanen, 1983). Logo, buscou-se “a subjetividade, cujos elementos estão implicados simultaneamente em diferentes processos constitutivos do todo, os quais mudam em face do contexto em que se expressa o sujeito concreto (Rey, 2002, p. 51).

A estratégia de pesquisa utilizada foi o estudo de casos múltiplos. Como destaca Yin (2009), o estudo de caso consiste em “uma pesquisa empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro do contexto da vida real, quando as fronteiras entre o fenômeno e o contexto não são evidentes, e que múltiplas fontes de evidências são utilizadas” (Yin, 2009, p. 23). A apreciação do contexto e a obtenção de uma riqueza de dados são os pontos fortes do estudo de caso (Yin, 2009) e necessários para o alcance do objetivo deste trabalho, dado que os mecanismos de governança se alteram de acordo com o contexto interno e externo, conforme apresentados pela literatura. Com a estratégia de estudo de caso o pesquisador pode compreender como a governança desenvolveu-se em uma instância singular, historicamente situada, e identificando a interação dos fatores de várias ordens que criam determinada

configuração do sistema de governança corporativa, o que permitiu a ilustração e a geração de proposições teóricas (Godoy, 1995; Yin, 2009).

As amostras foram definidas intencionalmente, como propõe Merriam (2002), ao se identificarem “*outlier companies*” que apresentam situações em que certos atributos são salientados ou evidenciados. Nesta pesquisa foram selecionadas empresas consideradas relevantes por já terem passado por todas ou a maioria das fases de desenvolvimento propostas por IBGC (2019) e se relacionado com o órgão regulador via processo de aceleração na aceleradora LIFT, coordenada pela Fenabac e pelo Banco Central do Brasil, além de outras acelerações nacionais e internacionais. Observou-se o tamanho da empresa (número de empregados e faturamento); o tipo de *fintech*; a disponibilidade dos gestores chaves em fornecerem informações por meio de entrevistas sobre temas estratégicos, sobretudo a participação de membros da administração principal da empresa.

Foram entrevistadas ao longo desta pesquisa três *fintechs* em estágios diferentes e com experiências bastante diversas no processo de evolução comercial. Todas elas atuaram no mercado de *fintechs* pelo menos nos últimos 4 anos, inclusive passaram pelo período da pandemia registrado entre os anos de 2020 e 2021. Duas das empresas trabalham com tecnologias para dados do *open finance*, enquanto uma atua no segmento de crédito e análises ESG. As três *fintechs* foram fundadas entre 2019 e 2020. Todas contam com uma estrutura de administração com o papel de CEO, CTO e um responsável pela área comercial, além de um time de técnicos desenvolvedores. As *fintech* A e C não passaram de 20 colaboradores até o momento da entrevista, enquanto a *fintech* B chegou a ter 27 pessoas no time. Todas as entrevistadas atingiram a marca de faturamento de até, aproximadamente, R\$1,5 milhão por ano. O autor optou por omitir os nomes das *fintechs* para preservar suas operações já que todas estão ativas no mercado. Todas as empresas que participaram da pesquisa atuam diretamente com o desenvolvimento de soluções tecnológicas no mercado financeiro, portanto, são consideradas *fintechs*. Duas *fintechs* atuam com dados do *open finance*. A terceira, presta serviços de operações de crédito e análise de ESG nas organizações.

Este trabalho apoiou-se em fontes primárias e fontes secundárias de dados. Os dados foram coletados por entrevistas, além de anotações de campo. Partiram de enfoques de interesse amplos e foram se tornando mais específicos no transcorrer da investigação. Ao todo, foram feitas três entrevistas formais com duração de cerca de uma hora, sendo uma com cada *fintech*. Além disso, todas elas deixaram o canal e comunicação aberto para novos questionamentos informais, que foram feitos para complementar a visão de negócio de cada uma delas ao longo da evolução da pesquisa. Optou-se pela entrevista não estruturada por oferecer perspectivas possíveis para que o informante alcance a liberdade e a espontaneidade necessárias, enriquecendo a investigação.

As entrevistas, pelo caráter estratégico das questões, foram realizadas com altos executivos da organização. Iniciadas as primeiras entrevistas, as subsequentes foram identificadas através de “*snowballing*” (Yin, 2009). Foram entrevistados os fundadores de cada uma das *fintechs*, todos eles em cargo de *c-level*. Após a leitura e releitura de cada entrevista transcrita, elas foram codificadas e desenvolveu-se tabelas analíticas para navegar através dos dados. Foram desenvolvidas macro categorias usadas como guias nas entrevistas e foram cronologicamente organizados. Dentro dessas macro categorias, foram identificadas unidades menores de eventos. Portanto, as seguintes etapas foram seguidas para a análise de dados: a) leitura das entrevistas; b) codificação das entrevistas; c) leitura e releitura das entrevistas codificadas; d) agrupamento dos relatos em quadros temáticos; e) preenchimento dos quadros temáticos; f) estruturação dos textos referentes a cada tema, tendo como referência os quadros temáticos; g) análise e interpretação dos resultados; h) confecção do texto final.

A leitura e releitura de cada entrevista compreendeu a primeira etapa da fase pós-campo. Concluída a transcrição de cada entrevista, identificou-se temas relevantes relacionados a

governança corporativa em *fintechs*. Na etapa da codificação das entrevistas foram construídas categorias que orientaram o tratamento dos dados coletados. Com a leitura e releitura das entrevistas codificadas, identificou-se a importância das categorias encontradas no texto. Na sequência, os relatos foram agrupados em quadros temáticos, que consistiram na criação de um conjunto de categorias afins, identificadas no momento da leitura e releitura dos protocolos. Depois foram preenchidos os quadros temáticos com considerações, nas margens do texto, a respeito de trechos que aparentaram relevância para o estudo. A sexta etapa compreendeu a estruturação dos textos referentes a cada tema, tendo como base os quadros temáticos. A sétima fase compreendeu a análise e interpretação dos resultados, um processo em que foram consolidados, reduzidos e interpretados o que foi dito pelos entrevistados. Os resultados das análises das entrevistas foram comparados à teoria vigente. Por fim, foi elaborado o texto final da análise dos dados coletados nesta pesquisa.

Para a classificação das *fintech* em cada fase de desenvolvimento utilizou-se a escala TRL (*Technology Readiness Level*). Esta é uma ferramenta amplamente utilizada para avaliar o nível de maturidade e prontidão tecnológica de uma tecnologia ou inovação. A escala é composta por nove níveis conforme a figura 2, cada um representando um estágio específico no desenvolvimento de uma tecnologia, desde a pesquisa inicial até a sua comercialização. A escala foi criada pela NASA na década de 1970 para avaliar o progresso de seus projetos de pesquisa e desenvolvimento através de uma escala de prontidão tecnológica e, desde então, tem sido amplamente adotada por outras agências governamentais, empresas privadas e universidades em todo o mundo.

Os nove níveis da escala podem ainda ser equiparados com o ciclo de vida das *fintechs* e, em cada nível, são necessárias ações e suportadas necessidades para o desenvolvimento do negócio. Cada nível é descrito por Dunbar (2015). A escala TRL é útil para avaliar o potencial de sucesso e o desenvolvimento de uma tecnologia ou de uma *fintech* e para guiar decisões de investimento e desenvolvimento. O modelo de maturidade de *startups* proposto pelo IBGC (2019) também pode ser equiparado com a escala TRL. A partir da escala de maturidade definida pelo IBGC (2019) foram criadas perguntas de identificação da real aderência com a fase, os instrumentos de governança utilizados em cada período, uma composição de informações sobre tamanho e faturamento, visando principalmente confirmar a escala sugerida pelo SEBRAE (2013), e perguntas sobre uso e aplicabilidade dos mecanismos de governança sugeridos na literatura. Além disso, também foi possível fazer uma equiparação com a necessidade de recursos e o momento de oportunidade de investimento, considerando a necessidade de recurso e o potencial interesse de investidores externos no negócio.

4. Análise e discussão dos resultados

Constatou-se que nenhuma das *fintechs* entrevistadas adotou o padrão sugerido pelo IBGC (2019) referente de elementos de governança para cada fase de maturidade. Nem mesmo a que teve participação em um programa de seis meses de governança orientado para *fintechs* do próprio Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, uma espécie de incubação realizada pelo instituto para suportar e orientar organizações do tipo *startup* no quesito governança corporativa.

As empresas apresentam ritmos de desenvolvimento diferentes no que diz respeito às fases e adaptação aos cenários críticos que se apresentaram. Uma delas teve crescimento bastante significativo em todas as fases, de ideação até a escala. Outra teve estagnação de crescimento na fase de tração, enquanto a terceira teve um crescimento bastante acelerado no início de suas operações, entre a fase de ideação e tração, e depois acabou tendo dificuldades operacionais na escala, em boa medida por fragilidades no desenvolvimento da governança corporativa.

Foram identificadas as seguintes características sobre a governança das *fintechs* pesquisadas de acordo com as suas fases de desenvolvimento:

4.1 Ideação

Conhecimento sobre governança: Na fase da ideação, identificou-se que os fundadores destas organizações entrevistadas tinham *backgrounds* semelhantes no que diz respeito à experiência com governança. A maioria deles já havia passado por instituições com sistemas de governança complexos e sofisticados em organizações anteriores, inclusive estruturas de consultorias globais e bancos tradicionais. Portanto, a falta de conhecimento não se constituiu em uma barreira para a não adoção.

Constatou-se que todas implementaram Conselhos Consultivos, mas com resultados diversos. Para a empresa A, o conselho não foi efetivo por falta de compromisso e comprometimento dos integrantes. Para empresa B, o conselho foi efetivo, devido ao perfis complementares e com *backgrounds* diversos dos fundadores, uma colaboração orientada para resolução de problemas. Para a *fintech* C, o conselho permitiu uma divisão clara de funções entre os fundadores no estágio de ideação.

Estrutura de Capital: Todas as entrevistadas adotaram uma estrutura semelhante de aporte na fase de ideação, usando investimentos próprios como base na fundação da empresa.

Relacionamento com o Regulador: As *fintech* B e C optaram por se aproximar do regulador já na fase de ideação, antes mesmo de estruturar e validar o produto. Para a *fintech* B, se aproximar do regulador foi tão importante que participar do laboratório do Banco Central seria uma condição de continuidade do negócio. Entretanto, por mais que todos tenham passado pelo Laboratório de Inovação Financeira e Tecnológica, aceleração orientada para os estágios TRL 3 a 6, coordenada pelo Banco Central do Brasil e pela Federação Nacional de Associações dos Servidores do Banco Central, nenhum deles foi compelido a alterar suas estruturas de governança nesta fase. O que mostra o caráter consultivo e não impositor ou limitador do programa em relação a este quesito. Neste laboratório são feitas considerações quanto a definição do produto, tecnologias a serem utilizadas e, principalmente, uma visão regulatória para definir o escopo de atuação. Ao mesmo tempo, todos relataram que a aceleração foi crucial para seus modelos de negócio, de modo que todos saíram desta fase com seus produtos mais bem definidos e com um direcionamento mercadológico mais estabelecido.

Acordo de sócios: As *fintechs* B e C tiveram discussões sobre entrada e saída de sócios logo no início das operações e todas as entrevistadas definiram a propriedade intelectual das soluções tecnológicas que fossem criadas, transferindo a propriedade para a pessoa jurídica. Exceto a *fintech* C, nenhuma outra formalizou acordo de fundadores na fase de ideação. Segundo os entrevistados, a relação de proximidade e amizade entre os sócios fundadores pode ter gerado a arriscada flexibilidade nesse quesito.

Rede de empresas: Cabe ressaltar que todas as *fintechs* entrevistadas sentiram-se compelidas a se aproximar de instituições como associações de *startups* e de *fintechs*. Isso permitiu o compartilhamento de conhecimento. A *fintech* B relatou que essa proximidade também foi importante na medida em que há, de certa forma, uma visão colaborativa entre os fundadores das diversas *fintechs*, o que permitiu a troca de experiências e de suporte entre os associados.

Estrutura de Propriedade e Controle: Conforme sugerido pela literatura, na fase de validação, todos estavam com seus MVP prontos. E todos receberam ofertas de rodadas de investimento neste estágio. Todas as *fintechs* entrevistadas passaram por acelerações com *equity*, o que permitiu estruturar e desenvolver melhor os seus produtos através do aporte

oferecido pela aceleradora. Todas elas relataram que tiveram ganhos tecnológicos e de negócios após passar pelas acelerações nesta fase. Enquanto isso, a *fintech* A relatou certo arrependimento por não ter aceitado ofertas de aporte em rodadas de investimento já nessa fase, o que depois provocou falta de recursos e rearranjo financeiro em fases posteriores. Nenhuma delas adotou mudanças significativas em suas estruturas societárias, mesmo com rodadas iniciais de captação. Os investimentos que foram feitos nesta fase tiveram como base contratos de mútuo conversível, uma modalidade bastante aceita nesse mercado e que se configura como uma opção de conversão do investimento em cotas em fases mais avançadas ou retorno do investimento à uma taxa de correção previamente combinada.

4.2 Validação

Conselho Consultivo: Na fase de validação, todas as entrevistadas relataram que a tomada de decisão se dava de forma democrática, mas somente a *fintech* A formou um conselho consultivo desde o início de suas operações. Para o gestor da área comercial, tinham um conselheiro mais experiente nesta temática como *advisor*, e assim sucessivamente, em cada área funcional. Neste conselho consultivo, foi definido que não haveria remuneração, entretanto, seria concedido um percentual do *captable* da organização. O que a seguir, mostrou-se ineficiente em função dos compromissos e da falta de independência dos conselheiros.

Sobre independência de conselheiros, nenhuma das organizações entrevistadas apresentou preocupação com a adoção de conselheiros independentes em nenhuma das fases de maturidade, o que aponta certo desalinhamento com a literatura. Em todas as entrevistadas, os conselheiros desta estrutura, mesmo que informais, eram os próprios fundadores, que também atuavam em suas áreas funcionais na organização.

No caso da *fintech* A, única a adotar uma estrutura de conselho consultivo, os indicados foram selecionados pela própria capacidade profissional e temática, captados pela rede de relacionamentos das associações. Entretanto, todos eles tinham um percentual do negócio em troca desta colaboração, o que na visão do entrevistado não foi o modelo adequado já que não adotaram uma posição de independência que permitisse o correto alinhamento com as necessidades e desafios que se apresentaram.

Relatórios de Desempenho: Sobre prestação de contas, todos relataram adotar instrumentos formais de prestação de contas, cada uma à sua regularidade, sobretudo para informar aos investidores sobre a situação financeira, sobre os planejamentos de ação e sobre o *pipeline* comercial, já partir da fase de ideação.

Papel do Investidor-anjo: As *fintechs* que receberam aporte de investidores anjos e *pre-seed* relataram que parte do compromisso de investimento se daria em forma de dedicação profissional, conhecido como *smart money*, ou seja, haveria certo compromisso dos investidores em apoiar e suportar determinadas frentes de trabalho como expansão comercial, por exemplo, sendo esta a principal área funcional de interesse dos investidores, segundo relatado.

4.3 Tração

Na fase de tração, todas as *fintechs* já haviam passado por diversas acelerações, já tinham clientes e faturavam, aproximadamente, R\$1.2M/ano cada uma. Nenhuma delas citou ter documentos formais de definição de alçada de decisão. Nenhuma delas estruturou conselhos formais e não fizeram separação entre executivos e sócios. Entretanto, em função da complexidade e da sofisticação da governança dos clientes destas instituições, geralmente organizações participantes do sistema financeiro nacional, todas foram obrigadas a adotar

instrumentos complexos de *compliance*, proteção e governança de dados, políticas de segurança da informação e diligências relacionadas. Isso reforça claramente a tese de que as *fintechs* são pressionadas desde as fases iniciais, já na aquisição dos primeiros clientes, a adotar instrumentos de governança que outras *startups* só precisariam em estágios mais avançados, ou seja, a *fintech* é impactada pela regulação mesmo que indiretamente. Mesmo que até esta fase nenhuma das entrevistadas tenha relatado pressão ou imposição direta do regulador para adotar esses instrumentos.

Em que pese, por serem obrigadas pelos clientes, e estes clientes por sua vez, serem regulados pelo Banco Central, há uma relação indireta entre essa adoção, já que em muitas determinações regulatórias o Banco Central impõe que as instituições financeiras obriguem seus prestadores de serviço a adotar políticas de proteção de dados, LGPD, *compliance*, entre outros.

A suposição de que as acelerações ou os investidores exigiriam estruturas formais de governança, sobretudo nas fases iniciais de captação como investimento anjo, *pré-seed*, *seed*, e até mesmo em negociações iniciais com *Venture Capital*, não se comprovou. Isto porque no caso da *fintech C*, em sua rodada de investimentos, a provocação partiu mais do conselho consultivo do que dos próprios investidores, enquanto no caso das outras *fintechs* entrevistadas, foi relatada que “nenhum” investidor perguntou formalmente sobre instrumentos de governança. O relato indica que os investidores estão focados apenas no *runway* no *burn rate* e na geração de caixa. Todas essas métricas são puramente financeiras e não indicam capacidade de gestão do time de operação, por mais que indiquem o “tempo de vida” e a taxa de queima de dinheiro, respectivamente. Com isso, todas as *fintechs* entrevistadas acabaram focadas nestas métricas e não adotaram instrumentos formais de governança até serem exigidas formalmente por clientes ou pelo regulador.

Se por um lado pode parecer bom para as partes que tenham o foco apenas na visão financeira, já que reduz o espectro da análise, por outro, alguns casos como o relatado pela *fintech A* demonstram que a não adoção de instrumentos básicos como o acordo de fundadores, onde ficam claras as responsabilidades, direitos e obrigações dos sócios fundadores, e acordo de sócios, onde são definidas as possibilidades de entrada e saída de atuais e novos parceiros de negócio, a definição de papéis dos agentes e o processo de tomada de decisão, pode aumentar o risco para o investidor externo, significativamente, sobretudo se este investidor não participa da operação e da gestão do negócio, caso relatado em todos os cenários analisados, já que nenhuma das *fintechs* adotou uma vaga no conselho administrativo para os seus investidores, clara indicação de potencial risco de conflito de agência e assimetria de informação.

4.4 Escala

Apenas uma das *fintechs* entrevistas posicionou-se e identificou-se na fase de escala. As outras duas se autointitulam na fase de tração por não terem ganhado mercado de forma consistente.

Esta *fintech*, mesmo estando na fase de escala, ainda não adotou alguns dos mecanismos formais de governança sugeridos pela literatura, destacadamente pelo IBGC, em sua operação. Na prática, o risco maior encontra-se no fato de não ter instrumentos formais de entrada e saída de sócios, plano de sucessão, formação de conselhos, comitês e órgãos de controle ou aprimoramento da relação com investidores, o que se mostrou relevante no caso da incorrência de anormalidades ou desentendimentos entre sócios, como foi constatado por ter ocorrido nas outras *fintechs* entrevistadas. No caso de uma saída abrupta de um dos fundadores, seja por condição intransponível como de saúde, bem como por negociação de outra posição no mercado, por exemplo, a instituição poderia correr riscos desnecessários e prolongar disputas entre sócios. Nesta mesma linha, todas as *fintechs* relataram que a “relação de amizade” entre os fundadores permitia a confiança. Entretanto, uma delas teve problemas com um sócio que precisou sair da organização e colocou em risco todo o investimento feito. Outra relatou

problemas clássicos de alinhamento de visões entre os fundadores, sobretudo no planejamento e acompanhamento de execução das ações da organização. Se, por um lado, o risco está na mão da *fintech* pela adoção ou não dos mecanismos sugeridos na literatura, por outro, os investidores estão “comprando” um risco maior do que o efetivamente calculado já que não estão avaliando efetivamente a capacidade de gestão e a estrutura de governança das organizações.

Não foi possível estabelecer, portanto, uma relação direta entre a fase da *startup* e sua característica principal e os mecanismos de governança sugeridos pelo IBGC como modelo ideal a ser seguido. Mecanismos sugeridos para serem adotados em um estágio embrionário foram adotados na fase de tração, por exemplo, e não acompanhados com outros mecanismos próprios para essa fase. Enquanto isso, foram negligenciados instrumentos básicos e até mesmo considerados de baixo custo, como contratos, documentos, acordos formais de sócios, que poderiam dar mais segurança jurídica e operacional ao negócio e que sua não adoção gera riscos desnecessários.

No quadro 2 abaixo, apresenta-se um resumo das características da governança de cada *fintech* entrevistada de acordo com as fases de desenvolvimento da startup.

Quadro 2 – Características da governança das *fintechs*

Fases	A	B	C
<i>Ideação</i>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Definição de papéis dos fundadores; ✓ Propriedade intelectual das criações; ✓ Constituição societária ✓ Estruturação de conselhos consultivos e de administração; 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Propriedade intelectual das criações; 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Propriedade intelectual das criações; ✓ Constituição societária
<i>Validação</i>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Estrutura planejamentos e gestão orçamentária. ✓ Consolidar práticas de governança; ✓ Código de conduta e postura ética; ✓ Relação com conselheiros; ✓ Definição de investimentos iniciais 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Constituição societária ✓ Estrutura planejamentos e gestão orçamentária. ✓ Consolidar práticas de governança; ✓ Código de conduta e postura ética; ✓ Definição de investimentos iniciais 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Relação com conselheiros; ✓ Evolução de práticas de controle, transparência e prestação de contas; ✓ Estrutura planejamentos e gestão orçamentária. ✓ Consolidar práticas de governança; ✓ Código de conduta e postura ética;
<i>Tração</i>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Aprimorar relação com investidores; 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Aprimorar relação com investidores; ✓ Evolução de práticas de controle, transparência e prestação de contas; 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Aprimorar relação com investidores; ✓ Evolução de práticas de controle, transparência e prestação de contas;
<i>Escala</i>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Não se aplica. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Consolidar práticas de governança; ✓ Conselho fiscal, comitês de auditoria, ✓ Órgãos de fiscalização e controle e prestação de contas; 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Não se aplica

Fonte: Elaborado pelo autor

A partir dos dados coletados nesse estudo propõe-se que:

Proposição 1: Os fundadores das *fintechs* não reconhecem a efetividade do modelo de governança por estágios desenvolvimento da startup. Constatou-se que, por mais que exista conhecimento sobre governança corporativa por parte dos fundadores das *fintechs* entrevistadas, não há clareza sobre quais os mecanismos são realmente efetivos para os seus

negócios, sobretudo atrelados a cada estágio de desenvolvimento inicial da empresa. A percepção dos entrevistados ainda é de que a governança é para estruturas organizacionais maiores e não reconhecem o valor gerado por mecanismos de governança que podem ser adotados desde a fase de ideação de uma *startup*.

Proposição 2: A adoção de mecanismos de governança corporativa não está relacionada ao potencial de captação de recursos no caso das *fintechs*. Constatou-se que a governança atrai os investidores, mas não é condição para o aporte de investimento. Portanto, a governança não se comprovou como um diferencial competitivo. Foi possível constatar que os investidores não questionaram as empresas sobre mecanismos de governança ao longo das fases de desenvolvimento das *fintechs*. Isso não quer dizer que não haja certa imposição na hora do fechamento efetivo do negócio, tendo sido constatado que os próprios investidores, na medida em que reportam para estruturas cada vez mais sofisticadas de governança, caso concreto dos fundos de investimento, *Venture Capitals* e *Corporate Venture Capitals*, impõe determinada adoção de instrumentos alinhados com suas estruturas. Porém, nas conversas iniciais, nenhuma das *fintechs* entrevistadas relatou qualquer tipo de questionamento relacionado especificamente à governança. Destacadamente, nada relacionado a adoção de conselhos, de instrumentos de prestação de contas ou de alçada de decisão, focando suas análises quase que exclusivamente nas métricas financeiras e na “sensibilidade” empática entre o analista e fundadores de *fintechs*. O que, surpreendentemente, mostra uma assunção de risco por parte dos investidores muito maior do que o mapeado anteriormente, já que não há uma análise estruturada sobre o modelo de gestão, os possíveis conflitos entre sócios, o alinhamento de planejamento estratégico e outros instrumentos básicos de governança corporativa, ficando a análise apenas na observação empírica dos dados.

Proposição 3: O regulador não sugere a adoção de instrumentos de governança ao longo das fases de desenvolvimento das *fintechs*, mesmo que em ambiente de incubação.

O regulador, de forma geral, não impõe ou sugere a adoção de nenhum tipo de mecanismo de governança às *fintechs*, empresas que atuam em um ambiente caracterizado pela regulação. Desta proposição surgem duas variações de análise dos fatos apurados nas entrevistas, quais sejam: a) As *fintechs* podem prestar serviços para instituições reguladas do sistema financeiro nacional. Quando isso ocorre, cabe à contratante – cliente da *fintech* – impor mecanismos de governança e controlar a adoção e as diligências sobre eles. Foi possível notar que ao atender instituições reguladas, há, por parte das *fintechs*, a adoção de mecanismos sofisticados de governança corporativa como políticas de privacidade, de segurança de dados, criação de canais de denúncia entre outros instrumentos. b) Ao solicitar o registro de instituição regulada, oportunidade que ocorre geralmente na fase de escala e traz consigo a possibilidade de atendimento de clientes maiores com retornos equivalentes, aí sim, e somente aí, o regulador impõe a adoção de mecanismos de governança corporativa. Porém, boa parte destes mecanismos não são os “catalogados” como os convencionais, como criação de conselhos, definição de propriedade intelectual, relação com conselheiros, entre outros, mais sim, aqueles processos que garantem a preservação de dados, LGPD, canais de denúncia e outros relacionados ao próprio risco sistêmico das operações, o que reforça a ideia de que *fintechs* têm características diversas na adoção de instrumentos de governança em comparação com outras organizações.

Proposição 4: Os clientes impõem a adoção de determinados mecanismos de governança.

Os clientes das *fintechs* é que passam a ser os “garantidores” para o mercado e para o regulador, de que a *startup fintech* está aderente às questões relacionadas a dados, segurança da informação, código de ética e conduta, entre outros.

A partir dos dados identificados nesse estudo, na figura 1, apresenta-se uma framework de instrumentos de governança para cada fase de desenvolvimento das *fintechs* enquanto *startups*.

Figura 1 – Instrumentos de governança X Fases de maturidade

Ideação
<ul style="list-style-type: none">• Acordo de fundadores• Definição de participação futura e investimentos• Definição de Propriedade intelectual
Validação
<ul style="list-style-type: none">• Constituição Societária clara• Regras claras para término da sociedade• Regras claras de entrada e saída de novos sócios e investidores com redistribuição de cotas• Definição de conselho informal de administração
Tração
<ul style="list-style-type: none">• Conselho de Administração e Alçada de decisão• Papéis claros dos fundadores• Definição de políticas de compliance, proteção de dados• Código de ética e de conduta• Instrumentos de prestação de contas e transparência• Conselho de Advisors independentes• Estrutura de planejamento de curto prazo
Escala
<ul style="list-style-type: none">• Comitês de auditoria• Comitês de gerenciamento de risco financeiro e gestor• Aprimoramento do relacionamento com investidores• Prestação de contas formal• Plano de sucessão• Estrutura de planejamento de médio e longo prazo• Adição de conselheiros independentes no conselho de administração• Órgãos de prestação de contas de fiscalização e auditoria

Fonte: Elaborado pelo autor

5. Considerações Finais

A governança corporativa tem ganhado relevância após as crises econômicas e escândalos corporativos recentes, mas ainda carece de estudos sobretudo para startups, em especial as *fintechs*, que estão em um ambiente regulado e inovador (Asensio *et al*, 2019). Com o objetivo de contribuir com a análise da governança corporativa no contexto das *fintechs*, este estudo mostrou como se desenvolvem os mecanismos de governança de *fintechs* ao longo dos diferentes estágios de desenvolvimento dessas organizações, considerando que em determinado momento houve a participação de *venture capital* na estrutura de propriedade e capital.

Após a descrição do desenvolvimento da governança para estudos de casos selecionados, constatou-se que as empresas não seguiram as prescrições apresentadas pelo modelo sugerido pela literatura pois os fundadores das *fintechs* não reconhecem a efetividade do modelo de governança por estágios desenvolvimento da startup e há percepção dos entrevistados de que a governança é para estruturas organizacionais maiores. Logo, os sócios não reconhecem, sobretudo na ideação, o valor gerado por mecanismos de governança.

Identificou-se, também, que a adoção de mecanismos de governança corporativa não está relacionada ao potencial de captação de recursos no caso das *fintechs*. Os investidores não

questionaram as empresas sobre mecanismos de governança ao longo das fases de desenvolvimento das *fintechs*. Quanto ao regulador, ao longo do desenvolvimento da start-up, desde a ideia até a escala, observou-se que não impõe a adoção de instrumentos de governança, o que vem a ocorrer em fases posteriores a um processo de incubação, quando a empresa atua dentro do sistema financeiro nacional. Verificou-se que a pressão por governança, no contexto das *fintechs*, ocorreu por parte do cliente da *fintech*, sobretudo se uma instituição financeira de maior porte, membro do sistema financeiro nacional, que passa a exigir adesão dos fornecedores a políticas de privacidade, de segurança de dados, entre outros instrumentos.

A governança corporativa é um importante instrumento de gestão e mitigação de riscos em qualquer estágio organizacional. Entretanto, não existe um melhor modelo de adoção dos mecanismos de governança para *fintechs*. Este trabalho contribui, portanto, para que reguladores e aceleradoras, que tem papel fundamental na orientação para a governança, possam avaliar a adoção da *framework* com mecanismos de governança.

Como sugestão para próximos estudos, identifica-se a necessidade de compreender, do ponto de vista do investidor, quais são as métricas analisadas para a tomada de decisão de investimento e como eles medem o risco do recurso aplicado nas *fintechs startups*, na medida em que, eventualmente, não observam os instrumentos de governança corporativa sugeridos pela literatura. Ao mesmo tempo, nesta nova linha de pesquisa, seria possível testar a hipótese se os investidores e analistas de investimento não estão correndo riscos excessivos em suas análises de investimento.

6. Referências Bibliográficas

Asensio-López, D., Cabeza-García, L., & González-Álvarez, N. (2019). Corporate governance and innovation: a theoretical review. *European Journal of Management and Business Economics*, 28(3), 266–284. DOI: <https://doi.org/10.1108/EJMBE-05-2018-0056>

Banco Central do Brasil. (2018). Resolução Nº 4.656, de 26 de abril de 2018. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf. Acessado em: 09/05/2023

Bergamini Junior, S. (2005). Controles internos como um instrumento de governança corporativa. URI: <http://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/13474>

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social. (n.d.). *Guia do financiamento*. Acessado em 26 de Março, 2023, Disponível em:

<https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/porte-de-empresa>

Dunbar, B. (2015,). Technology readiness level. NASA. Disponível em: https://www.nasa.gov/directorates/heo/scan/engineering/technology/technology_readiness_1_evel Acessado em: 09/05/2023.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.

Godoy, A. (1995) Pesquisa Qualitativa: tipos fundamentais. *Revista de Administração de empresas*. São Paulo, v. 35, n.3, p.20-29.

De Haan, J., & Vlahu, R. (2016). Corporate governance of banks: A survey. *Journal of Economic Surveys*, 30(2), 228-277. DOI: <https://doi.org/10.1111/joes.12101>

- Hilb, M. (2016). *New Corporate Governance*. Management for Professionals. Springer, Berlin, Heidelberg. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-662-49060-0_7
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, (2019). *Governança corporativa para startups & scale-ups* / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2019. (Série IBGC Segmentos).
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5ª edição. São Paulo, SP.
- IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, (2021). *Governança e Inovação: Uma Abordagem Integrada* / organizado por Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. - São Paulo, SP.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1919). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. In *Corporate Governance* (pp. 77-132). Gower.
- Kreuzberg, F., & Vicente, E. F. R. (2019). Para onde estamos caminhando? Uma análise das pesquisas em governança corporativa. *Revista de Administração Contemporânea*, 23, 43-66. DOI: <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019170381>
- McWaters, R. J., & Galaski, R. (2017). Beyond *fintech*: A pragmatic assessment of disruptive potential in financial services. In *World Economic Forum*. August. Retrieved www.weforum.org (Vol. 2, No. 1).
- Merriam, S. (2002). *Introduction to qualitative research*, Jossey-Bass.
- Miller, D.; Friesing, P. H. (1982) The Longitudinal Analyses Of Organizations: A Methodological Perspective. *Management Science*, V. 28, N. 9, P. 1013-1033, Set.
- Najaf, K., Chin, A., & Najaf, R. (2021). Conceptualising the corporate governance issues of fintech firms. In *The fourth industrial revolution: implementation of artificial intelligence for growing business success* (pp. 187-197). Springer, Cham. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-030-62796-6_10
- Nakagawa, F. (n.d.). Veja Tudo o que aconteceu no Rombo da Americanas E Saiba o que Ainda está por vir. *CNN Brasil*. Retrieved February 10, 2023, from <https://www.cnnbrasil.com.br/business/veja-tudo-o-que-aconteceu-no-rombo-da-americanas-e-saiba-o-que-ainda-esta-por-vir/>
- SEBRAE (2013). Anuário do Trabalho na Micro e Pequena Empresa 2013. Brasília, DF, DIEESE, 2013 (6ª). Retrieved February 20, 2023, from https://www.sebrae.com.br/Sebrae/Portal%20Sebrae/Anexos/Anuario%20do%20Trabalho%20Na%20Micro%20e%20Pequena%20Empresa_2013.pdf
- Silveira, A. D. M. D. (2006). Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. *Tese de Doutorado*. Universidade de São Paulo.
- Silveira, A. D. M. D. (2002). Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. *Tese de Doutorado*. Universidade de São Paulo).
- Taylor, S.; Bogdan, R. (1998) *Introduction To Qualitative Research Methods: A Guidebook And Resource*. Ny: John Wiley&Sons, Inc.
- Van Maanen, J. (1983) *Qualitative Methodology*. Bh; Sage.
- Yin, R. (2009) *Case Study Research: Design And Methods*, 4th Ed., Thousand Oaks: Sage, 2009.