FAMÍLIAS EMPRESÁRIAS & O FUTURO

RI
RELAÇÕES COM INVESTIDORES
www.revistaRI.com.br

MATURIDADE DA LIDERANÇA
TRANSFORMANDO O HUMANO EM VALOR

por **LUCIANA TANNURE**

nº306
NOV 2026
ISSN 1982-1824
R$ 20,00



EM PAUTA

O **padre** e as **finanças** da **PUC-Rio**
MILAGRE OU GOVERNANÇA?

Em 2022, o padre **Anderson Antonio Pedroso**, tomou posse como reitor da **PUC-Rio**, encontrando uma instituição, que **vinha perdendo**, havia quase uma década, cerca de **R$ 60 milhões** por ano na sua atividade principal, o ensino e a pesquisa. Três anos depois, a Universidade fechou 2025 com **superávit** de **R$ 80,9 milhões**, chegando em setembro de 2026 à R$ **114 milhões**, com mais de **R$ 400 milhões** em caixa.

por **MARCELO MURILO**

DE GERAÇÃO **EM GERAÇÃO**

Toda casa **tem Dexco.**





Dexco 75 anos

Com uma história iniciada em 1951, a Dexco se consolidou como a maior casa de marcas do Brasil para construção, reforma e decoração.

Essa trajetória reúne diferentes competências — metais e louças sanitárias, painéis de madeira, pisos laminados e vinílicos, negócios florestais, revestimentos cerâmicos, concreto arquitetônico e superfícies de alto desempenho – conectadas por um único propósito: **Soluções para melhor viver.**

@dexco.oficial dexcosa www.dex.co

Deca Portinari Hydra Duratex Castelatto Ceusa Durafloor

RI
nº 306 • Novembro 2026



04 Ponto de Vista
Maturidade da Liderança: transformando o humano em valor
POR LUCIANA TANNURE

08 Em Pauta
O padre e as finanças da PUC-Rio: Milagre ou Governança?
POR MARCELO MURILO

18 Orquestra Societária
Famílias Empresárias & o Futuro: Governança, Propósito e Prosperidade
POR CIDA HESS, MÔNICA BRANDÃO E JOSÉ CARLOS PARANHOS

26 IBGC Comunica
Famílias Empresárias: o equilíbrio de um sistema em movimento
POR SILVIA PEDROSA

30 Diversidade
A estratégia que levou a Porto à liderança entre os Conselhos femininos do país
POR DANIELA PENNA

32 Voz do Mercado
FIDCs em 2026: o novo mapa regulatório de crédito privado
POR JOÃO PEDRO NASCIMENTO

38 Criação de Valor
O risco financeiro que o EBITDA não consegue mostrar
POR OSCAR MALVESSI

42 Contabilidade
IFRS 18 na pauta do Conselho: mesmo lucro, outra história
POR RENATA BANDEIRA

46 Espaço APIMEC Brasil
O mínimo que o Analista de Investimentos precisa saber sobre CBPS 01 e CBPS 02
POR EDUARDO FLORES

48 Gestão de Riscos
Quando a verdade chega degradada ao mercado: Risco Cibernético, Risco Institucional e Reputação
POR GIANFRANCO MUNCINELLI

50 Fundos de Investimentos
Partes relacionadas em FIE: a regra que protege contra um conflito que mudou de lugar
POR RODRIGO CAVENAGUI E LUCAS GERMANO

56 Educação Financeira
Dignidade até o fim: o direito de decidir sobre a própria morte
POR JURANDIR SELL MACEDO

61 IBRI Notícias
Madrona Advogados destaca o papel do Prêmio APIMEC IBRI no desenvolvimento do mercado de capitais
POR RODNEY VERGILI

71 Opinião
O juro alto nos EUA e a fome de capital da Inteligência Artificial
POR RODRIGO CERVEIRA



REVISTA **RI** ©
É uma publicação mensal da IMF Editora Ltda.
Av. Erasmo Braga, 227 - sala 511
20020-000 - Rio de Janeiro, RJ
Tel.: (21) 2240-4347
ri@imf.com.br
www.revistaRI.com.br

Publisher e Diretor Editorial: Ronnie Nogueira | **Presidente do Conselho:** Ronaldo A. da Frota Nogueira (1938-2017)
Conselho Editorial: André Vasconcellos, Cida Hess, Eduarda La Rocque, Eliane Lustosa, Fábio Henrique de Sousa Coelho, Jurandir Macedo, Marcelo Mesquita, Mônica Brandão, Ricardo Amorim, Roberto Teixeira da Costa, Sonia Consiglio e Thomás Tosta de Sá

Projeto Gráfico: DuatDesign

Os artigos aqui publicados não pretendem induzir a nenhuma modalidade de investimento. Os dados e reportagens são apurados com todo o rigor, porém não devem ser considerados perfeitos e acima de falhas involuntárias. Os artigos assinados são de responsabilidade exclusiva de seus autores. É proibida a reprodução desse volume, ou parte do mesmo, sob quaisquer meios, sem a autorização prévia e expressa da IMF Editora.



É NO DIA A DIA E COM A NOSSA ENERGIA QUE A VIDA ACONTECE.

A Cemig investe em tecnologia, na ampliação das redes, na geração de energia limpa, trabalhando para levar energia de qualidade para seus clientes e geração de valor para os acionistas.

CEMIG

Saiba mais em **ri.cemig.com.br**

MATURIDADE DA LIDERANÇA

TRANSFORMANDO O HUMANO EM VALOR

Há momentos em que uma decisão não pode esperar. A concorrência se movimentou, o caixa exige disciplina, a equipe pede direção e o conselho quer clareza. Há dados, cenários e especialistas disponíveis. Ainda assim, chega um instante em que nenhuma planilha decide sozinha. É preciso escolher sob pressão e com informação incompleta. É nesse ponto que a competência técnica encontra o seu limite e surge a pergunta que deveria estar no centro de toda conversa sobre valor: o que o mercado realmente avalia quando olha para uma empresa?

por **LUCIANA TANNURE**

A resposta passa pelos números, naturalmente, e também, pelas pessoas que produzem esses números, interpretam os sinais e tomam decisões quando o caminho mais seguro ainda não está visível. Investidores, conselheiros e demais stakeholders procuram compreender quem está no comando e como essa liderança decide em situações de pressão. Também avaliam se essa liderança tem maturidade para sustentar uma estratégia, reconhecer um risco, corrigir uma rota e preservar a confiança quando o ambiente muda.

Essa reflexão dialoga com o tema escolhido para o Congresso do IBGC em 2026: "O ser humano na liderança da transformação". Em um ambiente marcado pela inteligência artificial, pela disseminação de novas tecnologias, pela comunicação em alta velocidade e por impactos que vão dos riscos geopolíticos às mudanças no comportamento dos consumidores, falar de transformação é também perguntar quem conduz a mudança, com quais valores e responsabilidades, e como prepara a organização para um futuro ainda não delineado.

A maturidade da liderança é um ativo de governança porque influencia a qualidade das decisões, a capacidade de sucessão, a gestão dos riscos humanos e a confiança necessária para transformar estratégia em resultado.

A reflexão sobre o papel das lideranças na criação de valor, no fortalecimento da cultura e na construção de organizações mais preparadas para o futuro se faz presente. Ao revisitar o artigo "Líder Triple A: a relação que agrega valor sustentável nas organizações", publicado na Revista RI em março de 2024, percebo a evolução desse modelo como referência metodológica para o desenvolvimento de líderes. O Líder Triple A, apresentado como um arquétipo baseado

Quando a liderança reconhece riscos, distribui autonomia, estimula divergências qualificadas e prepara sucessores, a organização reduz sua dependência de indivíduos, melhora a qualidade das decisões e aumenta sua capacidade de sustentar resultados. É por essa via que uma competência humana se converte em valor organizacional. É nesse contexto que a maturidade da liderança ganha real importância para investidores e assume papel central na governança, que envolve a qualidade das decisões, a capacidade de lidar com conflitos de interesse, a solidez da sucessão e o modo como a organização transforma poder em responsabilidade.

em Autoconhecimento, Adaptabilidade e Aprimoramento contínuo, evolui agora para o modelo Triple A Ampliado. No modelo Triple A Ampliado, as três dimensões originais - Autoconhecimento, Adaptabilidade e Aprimoramento contínuo - são ampliadas por Atitude e Ambidestria. As primeiras sustentam a consciência e a evolução do líder; as duas últimas conectam essa evolução à ação e à capacidade de equilibrar desempenho presente e construção do futuro.

Avanço para investigar uma questão complementar: como a maturidade da liderança se torna um ativo de governança, reduz riscos e sustenta a confiança de quem investe?

Ao longo de mais de três décadas de carreira em telecomunicações, aprendi que muitos riscos relevantes surgem na rotatividade de talentos, na inovação que não avança, nos ambientes sem diversidade cognitiva, na reunião em que ninguém diverge e na sucessão, tantas vezes deixada em segundo plano. Esses sinais têm efeito econômico. Uma liderança que centraliza retarda decisões; uma liderança que pune o erro esconde futuros acertos; uma liderança que não forma sucessores ameaça a continuidade do negócio.

Quando a liderança reconhece riscos, distribui autonomia, estimula divergências qualificadas e prepara sucessores, a organização reduz sua dependência de indivíduos, melhora a qualidade das decisões e aumenta sua capacidade de sustentar resultados. É por essa via que uma competência humana se converte em valor organizacional. É nesse contexto que a maturidade da liderança ganha real importância para investidores e assume papel central na governança, que envolve a qualidade das decisões, a capacidade de lidar com conflitos de interesse, a solidez da sucessão e o modo como a organização transforma poder em responsabilidade. Governança também é comportamento humano.

Essa mudança também aparece no modo como investidores e demais stakeholders analisam a capacidade de execução e a continuidade da estratégia. Resultados, indicadores e fatos relevantes continuam sendo indispensáveis. Mas, para além desses dados, os investidores procuram entender como as decisões são tomadas, quem as sustenta e se a liderança consegue transformar o que promete em entrega. A comunicação corporativa revela muito nesse processo. Não apenas pelo que informa, mas também pela forma como apresenta escolhas, reconhece dificuldades e responde aos questionamentos. É nesse espaço que surgem sinais sobre a qualidade da gestão, a consistência da cultura e os valores que orientam a empresa. Uma estratégia bem desenhada e metas ambiciosas não bastam. A credibilidade se confirma na coerência entre o discurso e a conduta dos líderes, especialmente quando surgem pressões, adversidades e dilemas éticos.

Maturidade de liderança não é idade, cargo nem uma personalidade ideal. É a capacidade de perceber o próprio comportamento, compreender o contexto e escolher uma resposta adequada ao propósito do negócio. Organizações maduras desenvolvem líderes conscientes e consistentes, capazes de reconhecer seus padrões, escutar melhor e assumir responsabilidade pelo impacto que produzem. Em estágio mais desenvolvido, esses líderes também se tornam transformadores: não ignoram a realidade nem dependem de discursos inspiradores, mas mobilizam pessoas e constroem respostas para problemas que ainda não estavam totalmente formulados.

Líderes transformadores conseguem enxergar novas possibilidades, são capazes de mobilizar pessoas e construir respostas que ainda não estavam prontas. A maturidade de um líder não elimina a pressão. Ela amplia a capacidade de agir, de inovar em si mesmo, aprender rápido, errar e corrigir na mesma velocidade, decidir com clareza, responder pelo impacto da sua presença e conduzir transformações sem perder de vista o propósito da organização.

Há ainda uma competência decisiva para a liderança contemporânea: a ambidestria. Ela é a capacidade de executar o que sustenta o resultado de hoje e, ao mesmo tempo, explorar o que poderá sustentar o resultado de amanhã. O líder maduro sustenta a tensão entre os dois movimentos. Define prioridades, protege a execução e cria espaço para experimentar.

Essa capacidade tem relação direta com risco e valor. Uma empresa que só executa pode perder relevância. Uma empresa que só explora pode consumir recursos sem entregar resultados. A liderança precisa fazer perguntas difíceis: quais riscos estamos aceitando? O que ainda não estamos enxergando? Que decisão preserva a saúde do negócio agora sem comprometer sua capacidade de existir depois? É nesse equilíbrio entre tecnologia, ética, cultura e propósito que se constroem organizações realmente preparadas para o futuro.

Minha tese é que a tecnologia pode ajudar a transformar maturidade em prática, desde que seja utilizada como meio, e não como substituta da relação humana. Isso exige avaliar comportamentos observáveis, construir trilhas de desenvolvimento personalizadas e acompanhar a evolução por meio de avaliações, feedback estruturado e indicadores de retenção, clima e sucessão. O objetivo não é produzir uma pontuação definitiva sobre a maturidade de alguém, mas ampliar a qualidade das decisões e verificar se o desenvolvimento está gerando efeitos no negócio.

Para o mercado de capitais, essa abordagem ganha relevância quando permite evidenciar que a organização conhece suas capacidades, reconhece seus riscos humanos e investe na continuidade da estratégia. A maturidade da liderança aparece naquilo que permanece quando o líder deixa a sala: a qualidade das decisões, a autonomia das pessoas, a clareza dos critérios e a disposição de enfrentar a realidade. O líder que desenvolve pessoas deixa um ativo que sobrevive a ele. Forma profissionais capazes de assumir responsabilidades, enfrentar incertezas e liderar melhor do que foram liderados. Essa é uma das formas mais consistentes de criar valor no longo prazo e de transformar propósito em legado.

Por isso, a pergunta que todo conselho deveria fazer não é apenas “quanto essa liderança entregou neste ano?”. Também deveria perguntar: que líderes essa liderança está formando? E, talvez, uma pergunta ainda mais reveladora: que impacto permanecerá quando ela não estiver mais presente?

No fim, a confiança do mercado tende a se fortalecer em empresas que demonstram saber governar-se. E governar-se é, antes de tudo, uma capacidade humana. A maturidade da liderança é o elo que transforma estratégia em decisão, decisão em resultado e resultado em confiança. É também o que permite que a tecnologia avance sem desumanizar, que a cultura sustente a mudança, que a ética oriente o crescimento e que a organização esteja preparada não apenas para sobreviver ao futuro, mas para construí-lo. **RI**



LUCIANA TANNURE
Especialista em estratégia de expansão de negócios e inovação. Mentora empresarial e de carreira, Conselheira consultiva certificada, Co-head do Innovation and Technology Committee 30% Club Brazil e membro da Comissão de Governança, Empresas Familiares e PME da Board Academy. Executiva Sênior com mais de 30 anos de experiência em empresas nacionais e multinacionais e atual Head de Relacionamento na Eletronet para o setor elétrico. Engenheira pela PUC-RJ com MBA em Gestão Empresarial pela FGV e pós-graduação em Finanças Corporativas e TI.
luciana.tannure@gmail.com



Duas potências. Uma energia que **transforma o futuro.**

A **CTG Brasil** une a experiência global e a capacidade de investimento de um dos maiores grupos de energia do mundo ao potencial do setor elétrico brasileiro.

Da modernização de grandes usinas hidrelétricas à expansão da geração eólica e solar, investimos em tecnologia, inovação e eficiência para contribuir com uma matriz energética cada vez mais diversificada, segura e sustentável.

Com visão de longo prazo e compromisso com o desenvolvimento do país, impulsionamos a transição energética e geramos valor para toda a sociedade.

CTG Brasil

MAIS QUE ENERGIA.
ENERGIA LIMPA.

Conheça mais sobre a CTG Brasil:

O PADRE & AS FINANÇAS PUC-RIO

MILAGRE OU GOVERNANÇA?

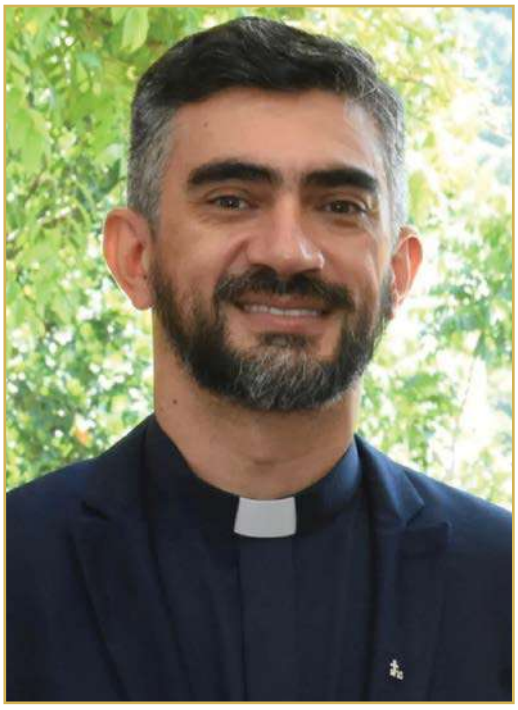


Em 30 de junho de 2022, o padre jesuíta **Anderson Antonio Pedroso**, doutor em História da Arte Contemporânea, com ênfase em Estética Filosófica, mestre em Filosofia Estética e professor no departamento de Artes e Design, tomou posse como reitor da **PUC-Rio - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**. Encontrou uma instituição "no vermelho", que vinha perdendo, havia quase uma década, cerca de R$ 60 milhões por ano na sua atividade principal, o ensino e a pesquisa. Encontrou também 200 cartões corporativos em uso. Três anos depois, a PUC-Rio fechou 2025 com superávit de R$ 80,9 milhões, contas aprovadas por auditoria independente sem ressalvas, e chegou em setembro de 2026 à R$ 114 milhões, com mais de R$ 400 milhões em caixa, que nas palavras dele já cobre dois anos de operação. **A imprensa chamou isso de milagre.**

por **MARCELO MURILO**

Universidades com a mesma crise, na mesma cidade, tiveram finais opostos. A diferença não estava no dinheiro que recebiam, e sim nas regras que se impuseram antes de precisar delas.

A poucos quilômetros dali, a mesma década contou outra história. A Universidade Gama Filho e a UniverCidade foram descredenciadas pelo MEC em 2014 e tiveram a falência da mantenedora decretada em 2016. A Universidade Candido Mendes, fundada em 1902, entrou em recuperação judicial em 2020. Perda de alunos, recessão e pandemia atingiram todas da mesma forma. O desfecho, não. A tese deste artigo é que a variável que separou quem sobreviveu de quem fechou não foi a fonte do dinheiro, nem o prestígio, nem a sorte. Foi a Governança.



PE. ANDERSON ANTONIO PEDROSO

A TEMPESTADE FOI A MESMA PARA TODOS

O ensino superior brasileiro tem hoje 10,23 milhões de matrículas, e 79,8% delas estão no setor privado, segundo o Mapa do Ensino Superior 2026 do Semesp, analisado em nota técnica da Associação Nacional de Educação Católica (ANEC). O dado mais revelador do mesmo levanta-

mento é a concentração: apenas 1,4% das mantenedoras reúnem 47,1% das matrículas. Grupos com escala, ensino a distância e aquisições seguidas ocuparam o mercado. As instituições comunitárias, confessionais e filantrópicas, que a própria ANEC descreve como vítimas de uma "invisibilidade institucional", ficaram com estruturas mais caras, compromissos sociais maiores e menos margem para errar.

O perfil das instituições mudou junto. Entre 2014 e 2024, os centros universitários passaram de 21,4% para 42% das instituições privadas, um modelo mais leve, com mais autonomia e menos estrutura, segundo o mesmo levantamento. Quem carrega o custo de uma Universidade completa, com pesquisa, pós-graduação e extensão, disputa aluno com quem não carrega.

A evasão completa o quadro. No presencial privado, ela foi de 26,6% em 2024, contra 21,4% na rede pública, de acordo com o mesmo Mapa. Cada aluno que sai leva consigo uma mensalidade que já estava no orçamento.

O setor público enfrentou a sua versão da mesma tempestade. As três universidades estaduais paulistas vivem, desde 1989, de uma fatia fixa de 9,57% do ICMS do Estado de São Paulo. Quando a recessão de 2014 a 2016 derrubou a arrecadação, o dinheiro encolheu sem que a folha encolhesse junto.

No Rio de Janeiro, a crise fiscal do Estado interrompeu os repasses à UERJ. E as federais, que dependem do orçamento da União, convivem com cortes recorrentes: para 2026, o Congresso aprovou uma redução de R$ 488 milhões, ou 7,05%, nos recursos discricionários das 69 universidades federais, segundo a Andifes.

A tabela mostra o ponto de partida do argumento. Dentro de cada linha, as instituições sofreram a mesma pressão. Se o ambiente explicasse tudo, os desfechos dentro de cada linha seriam parecidos. Não foram.

NÃO FOI MILAGRE: A ANATOMIA DA VIRADA

A história da PUC-Rio começa antes do padre Anderson Antonio Pedroso. Desde 2015, segundo reportagem do UOL (out.2025), a Universidade perdeu cerca de 30% dos alunos, e a partir de 2017 as mensalidades deixaram de cobrir os gastos. O pior ano foi 2018, com déficit de R$ 37,2 milhões, de acordo com o NeoFeed. Em uma década, a atividade-fim acumulou um desequilíbrio próximo de R$ 600 milhões, pela conta da própria universidade, e o buraco foi sendo coberto com o consumo de reservas.

O que veio depois não tem nada de sobrenatural, e a ordem dos passos é a parte mais instrutiva.

O primeiro movimento foi enxergar. Uma consultoria de porte médio levantou os problemas, e uma auditoria externa estava entre as primeiras medidas da nova gestão, segundo a Exame. Diagnóstico feito de fora tem uma vantagem que nenhuma equipe interna consegue reproduzir: não deve nada a ninguém da casa.

O reitor resumiu o espírito da fase numa frase dita ao NeoFeed: *"Precisa ter coragem para tomar algumas decisões."* A coragem, no caso, veio depois do número, e não antes. Primeiro a Universidade soube onde estava. Depois decidiu.

O segundo foi planejar. A Universidade construiu o Planejamento Estratégico 2024-2030, com participação da comunidade, e um Plano Diretor Financeiro que separou, nas palavras do relato oficial, o essencial do desperdício.

TABELA 1 | TRÊS FONTES DE DINHEIRO, A MESMA PRESSÃO

Fonte de receita	Exemplos	Pressão da década	Margem de manobra
Mensalidade	PUC-Rio, Gama Filho, Candido Mendes	Perda de alunos, evasão de 26,6% no presencial privado, concorrência de grupos com escala	Alta, se houver gestão: preço, custo e portfólio são decisão própria
Imposto vinculado	USP, Unicamp, Unesp (9,57% do ICMS paulista)	Queda da arrecadação na recessão de 2014 a 2016	Média: receita garantida, mas a folha é rígida
Repasse do Tesouro	UERJ (Estado do Rio), federais (União)	Atraso de repasse no Rio. Corte de R$ 488 mi nas federais em 2026	Baixa: a receita é decidida fora da universidade

Fonte: Semesp, Mapa do Ensino Superior 2026, via ANEC, Nota Técnica 004/2026. Andifes, nota de 23/12/2025. Elaborado pelo autor.

O terceiro foi medir por unidade. Quando o reitor tomou posse, 70% dos departamentos davam prejuízo. Hoje, cerca de um terço ainda gasta mais do que arrecada, segundo o UOL. Controle por unidade não é detalhe contábil. É o que permite discutir cada curso com números, e não com a força política de quem o defende.

O quarto foi instalar alçadas e controles. Vieram controladoria, programa de integridade, escritório de processos, novo modelo de compras e política de contratos. As compras médias e grandes passaram a ser analisadas pela equipe e aprovadas pelo reitor. Os cartões corporativos caíram de 200 para 17, com uso de cartões pré-pagos. A troca do plano de saúde economizou R$ 4 milhões por ano, e os funcionários de menor salário passaram a pagar cerca de R$ 10 por mês, segundo o UOL. O detalhe importa: a conta da reorganização não foi mandada para quem ganha menos.

O quinto foi trazer olhos de fora. O Conselho de Desenvolvimento, que existia no papel e não funcionava, foi reativado com 33 integrantes, entre eles o ex-presidente do Banco Central **Armínio Fraga**, e passou a se reunir a cada quatro meses, segundo o NeoFeed. A partir de 2027, a auditoria passará a ser feita por uma das quatro maiores firmas do mundo.

O resultado aparece nos números que a própria universidade divulgou e submeteu a auditoria.

Repare na linha das bolsas. A virada não foi feita contra a missão. Segundo o relatório de 2025, a oferta de bolsas socioeconômicas cresceu cerca de 135%, e quase metade dos alunos estuda com algum desconto. Universidade que quebra não dá bolsa. Foi a governança que pagou a missão, e não o contrário. O reitor resumiu assim: "*Mais do que a lógica empresarial, eu trouxe a boa prática de gestão para a universidade*".

> **Governança não é estatuto bonito. É quem aprova o quê, quem confere, e quem tem coragem de cortar o privilégio que todos viam e ninguém mexia.**

O QUE A GOVERNANÇA AINDA NÃO RESOLVEU

Um caso contado só pelo lado bom vira propaganda, e o leitor desta revista sabe ler um balanço. Há três pontos que a narrativa do milagre deixa de fora.

TABELA 2 | PUC-RIO: ANTES E DEPOIS

Indicador	Antes	Depois
Resultado global	Déficit de R$ 37,2 mi (2018)	Superávit de R$ 80,9 mi (2025, auditado). R$ 114 mi até set/2026
Déficit da atividade-fim	Cerca de R$ 60 mi por ano (média de 2015 a 2023)	R$ 31,2 mi (2025)
Departamentos no prejuízo	70% (2022)	Cerca de um terço (2025)
Cartões corporativos	200	17, mais cartões pré-pagos
Receita de projetos patrocinados e convênios		R$ 400,5 mi (2025, alta de 29,2%)
Bolsas		4.204, ou 44,9% dos alunos (2025)
Auditoria	Externa, porte não informado	Sem ressalvas em 2025. Uma das quatro grandes a partir de 2027

Fonte: PUC-Rio, Relatório Executivo de Resultados 2025. NeoFeed, 12/10/2026. UOL, 12/10/2025. Exame, 26/09/2026.
Números informados pela própria instituição.

O primeiro é o mais importante: o ensino ainda perde dinheiro. O Relatório Executivo de 2025 informa que a atividade-fim, ensino e pesquisa, fechou o ano com déficit de R$ 31,2 milhões. É metade da média histórica, um avanço real, mas ainda é déficit. O superávit global de R$ 80,9 milhões vem de outras linhas: projetos patrocinados e convênios, que somaram R$ 400,5 milhões, e "recursos próprios", que cresceram 51,6%, para R$ 303,9 milhões.

O segundo é que a composição desse superávit não está publicada com detalhe. O próprio reitor afirmou à Exame que "*as pesquisas patrocinadas não trazem para nós lucro*". Se a pesquisa patrocinada não gera margem e o ensino é deficitário, a origem exata do resultado, seja taxa de administração de projetos, receita financeira sobre um caixa maior ou outra fonte, é uma pergunta legítima que os números divulgados não respondem.

O terceiro é a divergência nos números de caixa. A reportagem do UOL de outubro de 2025 falava em reservas de cerca de R$ 292 milhões. O NeoFeed cita R$ 304 milhões em dezembro de 2025 e R$ 437 milhões no primeiro semestre de 2026, e o reitor falou em cerca de R$ 400 milhões em junho. Provavelmente são conceitos diferentes, caixa, reserva e caixa livre, medidos em datas diferentes. Para um analista, quatro números para a mesma coisa são um convite à cautela.

Nada disso desfaz a virada. Muda a sua leitura. A governança não fechou o modelo de negócio da PUC-Rio. Ela comprou tempo, recuperou a capacidade de investir e devolveu a confiança de quem financia projetos. É exatamente o que se espera dela: não resolver o problema estrutural por decreto, mas criar as condições para que ele seja enfrentado com caixa, dados e credibilidade, e não em desespero.

A MESMA CIDADE, OUTRO FIM

Se a PUC-Rio é o caso de quem atravessou a tempestade, o Rio de Janeiro oferece, no mesmo setor e na mesma década, os casos de quem não atravessou.

A Universidade Gama Filho e o UniverCidade eram mantidos pelo Grupo Galileo entre 2011 e 2014. Em janeiro de 2014, o MEC descredenciou as duas instituições, citando insolvência e queda de qualidade. Em março do mesmo ano, o grupo pediu recuperação judicial com dívida estimada em mais de R$ 1,5 bilhão. A Justiça revogou o benefício, por falta de atividade empresarial e de patrimônio disponível, e decretou a falência em maio de 2016, segundo a Agência Brasil. Uma CPI da Assembleia Legislativa do Rio chegou a

> **A Candido Mendes abriu uma porta que os tribunais ainda não fecharam. Só isso já mudou o risco de crédito de toda universidade, fundação e hospital sem fins lucrativos do país.**

tratar de alegações de gestão fraudulenta e desvio de recursos, que aqui ficam registradas como alegações, e não como conclusões. Em dezembro de 2024, oito anos depois da falência, a massa falida ainda tinha mais de 5.100 credores e dívida de R$ 395 milhões, e só então 1.156 ex-funcionários começavam a receber até R$ 15 mil cada, segundo o Diário do Rio. O custo de uma universidade que quebra não fica no balanço da mantenedora. Fica com o professor, o técnico e o aluno que perdeu o diploma no meio do caminho.

A Universidade Candido Mendes seguiu outro caminho, e ele interessa diretamente a quem trabalha com mercado de capitais. Depois de uma expansão entre 2012 e 2014, quando chegou a atender 24 mil alunos, e da recessão que veio em seguida, segundo a própria universidade, a instituição pediu recuperação judicial em 2020, num processo com valor de causa de R$ 400 milhões e assessoria financeira da Deloitte. Em setembro daquele ano, a 6ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Rio confirmou, por quatro votos a um, que uma associação sem fins lucrativos podia usar o instrumento, numa decisão descrita na época como inédita. Em 2024, o Ministério Público pediu a conversão em falência. Em 2025, o tribunal homologou o quarto aditivo ao plano, e a universidade segue funcionando.

A consequência é técnica. Até 2020, o credor de uma associação sem fins lucrativos trabalhava com a premissa de que ela não teria acesso à recuperação judicial. O precedente abalou a premissa. O Grupo Educacional Metodista pediu recuperação em 2021, e o Cruzeiro, ainda como associação, em 2022. Mas a questão não está pacificada: o Superior Tribunal de Justiça admitiu provisoriamente o caso Metodista em 2022, e a Justiça gaúcha depois decidiu que as associações do grupo não podiam usar a recuperação judicial. Para

o credor, a própria incerteza já é risco. Para bancos, fundos de crédito e investidores que emprestam ao terceiro setor, governança deixou de ser assunto de reputação e passou a ser assunto de recuperabilidade do crédito.

DINHEIRO GARANTIDO NÃO GARANTE NADA

Seria cômodo concluir que a mensalidade obriga à disciplina e que a universidade pública, com dinheiro garantido, está protegida. Os casos públicos mostram o contrário.

A USP recebe 5,03% do ICMS paulista. A receita é vinculada por lei e não depende de vestibular. Ainda assim, a partir de 2011 a folha de pagamento passou a superar a receita de forma permanente, segundo tese defendida na própria FEA-USP. Em 2014, a folha consumia cerca de 105% dos repasses do ICMS, segundo o Tribunal de Contas do Estado. Em maio, os reitores das três estaduais paulistas congelaram os reajustes salariais, e a USP passou a consumir as reservas.

A resposta veio em forma de regra. Em 7 de março de 2017, o Conselho Universitário aprovou, por 52 votos a 32, os Parâmetros de Sustentabilidade Econômico-Financeira. A norma limitou a despesa com pessoal a 85% dos repasses do Estado, com vigência a partir de 2022, criou uma reserva patrimonial de contingência e tornou obrigatório o planejamento plurianual. A aprovação foi conturbada e criticada por parte de professores, funcionários e estudantes, o que é próprio de toda regra que limita gasto. Para 2026, a USP aprovou orçamento de R$ 9,41 bilhões, com a folha em 84,1% dos recursos do Tesouro e uma reserva projetada de R$ 2,9 bilhões, o equivalente a três folhas mensais.

A UERJ é o espelho. Sem receita própria relevante e sem reserva, a Universidade Estadual do Rio de Janeiro dependeu inteiramente dos repasses de um Estado em colapso fiscal. No fim de 2016, o salário de novembro passou a ser pago em parcelas, e o de dezembro e o décimo terceiro atrasaram. As aulas só voltaram em 10 de abril de 2017, depois de três a quatro meses de paralisação. O orçamento de 2017 previa R$ 1,136 bilhão, e R$ 515,8 milhões haviam sido repassados até agosto, segundo a Secretaria de Fazenda do Estado, citada pelo portal Vermelho. A evasão, que era de 300 a 400 alunos por ano, dobrou em 2016, segundo o Jornal do Brasil.

Nas federais, o Tribunal de Contas da União mediu a Governança diretamente. No levantamento de 2018, 86% das instituições de ensino superior ficaram abaixo de 5, numa escala de 0 a 10. A Universidade Federal de Lavras teve a melhor nota, mesmo com o 38º maior orçamento. A UFRJ, dona do maior orçamento, teve a pior, empatada com a Universidade Federal de Roraima, segundo a Gazeta do Povo. No mesmo ano, em 2 de setembro, o Museu Nacional, administrado pela UFRJ, foi destruído por um incêndio. A UFRJ informou que seu orçamento, sem a folha, caiu de R$ 461 milhões em 2016 para R$ 388 milhões em 2018, e o reitor disse que a dotação do museu era de cerca de R$ 340 mil para um custo de manutenção de perto de R$ 7 milhões. Ministros do governo lembraram que o museu era responsabilidade da universidade, que tem autonomia para executar o próprio orçamento. As duas coisas podem ser verdade ao mesmo tempo, e é isso que torna o caso didático: o corte de orçamento é causa, e a forma como a universidade distribuía o que tinha também é.

TABELA 3 | OS PARES LADO A LADO

Instituição	Fonte de receita	Crise	Resposta	Desfecho
PUC-Rio	Mensalidade e projetos	Perda de 30% dos alunos. Déficit de R$ 37,2 mi em 2018	Diagnóstico externo, plano, controle por unidade, alçadas, conselho externo	Superávit de R$ 80,9 mi em 2025. Ensino ainda deficitário
Gama Filho e UniverCidade	Mensalidade	Insolvência e queda de qualidade	Recuperação judicial negada	Descredenciamento em 2014. Falência em 2016
Candido Mendes	Mensalidade	Expansão de 2012 a 2014 e recessão. Causa de R$ 400 mi	Recuperação judicial, com assessoria da Deloitte	Em recuperação desde 2020. Funcionando
USP	ICMS vinculado (5,03%)	Folha a cerca de 105% dos repasses em 2014	Teto de pessoal de 85% e reserva, aprovados em 2017	Reserva de R$ 2,9 bi (três folhas) em 2026
UERJ	Repasse do Estado do Rio	Colapso fiscal do Estado em 2016 e 2017	Sem instrumento próprio	Salários parcelados, meses sem aula, evasão dobrada
UFLA e UFRJ	Orçamento da União	Queda do custeio	Governança medida pelo TCU em 2018	UFLA com a melhor nota. UFRJ com a pior e o Museu Nacional destruído

Fontes: PUC-Rio. NeoFeed. Agência Brasil. Conjur. TJ-RJ. Jornal da USP, 08/03/2017 e 11/11/2025. Gazeta do Povo, 29/09/2019. Revista Pesquisa FAPESP, out/2018. Elaborado pelo autor.

O mesmo levantamento do TCU encontrou, no conjunto da administração federal, dois terços das organizações sem estrutura adequada para as funções básicas de governança, e poucas medindo o desempenho da alta gestão. Na época, o Ministério da Educação chegou a anunciar a intenção de usar o índice como um dos critérios para distribuir recursos entre as universidades. A ideia é a mesma que o mercado de crédito aplica há décadas: quem governa melhor, recebe com mais confiança. Com o corte de R$ 488 milhões aprovado para 2026, a pergunta voltou a ser concreta. Quando o dinheiro encolhe, a universidade federal que mede resultado por unidade escolhe onde cortar. A que não mede, corta onde a pressão é menor.

Há um limite que precisa ser dito com a mesma clareza. A UERJ não teria pago salários com uma boa política de compras, porque o dinheiro não chegava. Governança não substitui receita. E a USP mostra que regra aprovada não é regra cumprida: a própria universidade estimou que a folha fechou 2025 em 85,5% dos repasses, acima do teto que ela mesma criou. A regra serve para disparar a conversa difícil a tempo, e não para dispensá-la.

AS CINCO PEÇAS QUE SE REPETEM

Quando se coloca lado a lado quem atravessou a década, aparecem as mesmas cinco peças, em instituições com fontes de dinheiro, naturezas jurídicas e culturas completamente diferentes.

A primeira é o diagnóstico feito de fora. A PUC-Rio começou por consultoria e auditoria externa. Quem se diagnostica sozinho tende a encontrar a causa do problema em quem não está na sala.

> **Regra que limita o gasto se aprova na bonança. Na crise, ela não passa.**

A segunda é a regra que limita o gasto antes da crise. O teto de folha da USP e o plano diretor financeiro da PUC-Rio têm a mesma função: tirar uma decisão impopular do calor do momento e colocá-la numa regra aprovada com antecedência.

A terceira é o controle por unidade. Sem saber qual departamento, curso ou campus dá prejuízo, toda discussão de corte vira disputa de força. Com o número, vira gestão.

A quarta é a reserva. A USP guarda três folhas. A PUC-Rio fala em caixa para dois anos de operação. Reserva é o que transforma uma crise de receita em problema administrável, em vez de colapso, e é exatamente o que faltou à UERJ.

A quinta são os olhos de fora: conselho com gente independente, auditoria de primeira linha, prestação de contas a uma assembleia. É a peça que mantém as outras quatro funcionando quando a gestão muda.

TABELA 4 | A PEÇA NA UNIVERSIDADE E O SEU EQUIVALENTE NA COMPANHIA ABERTA

Peça	Na universidade	Na companhia aberta
Diagnóstico de fora	Consultoria e auditoria externa na posse do reitor	Avaliação independente do conselho. Due diligence em mudança de gestão
Regra que limita o gasto	Teto de pessoal de 85% na USP. Plano diretor financeiro na PUC-Rio	Política de endividamento, limite de alavancagem, política de dividendos
Controle por unidade	Resultado por departamento e por curso	Informação por segmento (CPC 22 e IFRS 8). Orçamento por unidade de negócio
Reserva	Três folhas na USP. Caixa de dois anos na PUC-Rio	Política de caixa mínimo. Gestão de liquidez aprovada pelo conselho
Olhos de fora	Conselho de 33 externos. Auditoria grande. Conselho Fiscal e Assembleia	Conselheiros independentes, comitê de auditoria, auditoria independente, conselho fiscal

Elaborado pelo autor

A ordem também importa. Pelo relato da própria gestão, a PUC-Rio começou por saber onde estava, com consultoria e auditoria, e só depois fez o plano. A auditoria das quatro grandes, a peça mais visível, fica para 2027, quando os números já estão de pé. Instituições em crise costumam fazer o contrário: anunciam o Conselho estrelado primeiro, porque é a peça que aparece, e deixam para depois a planilha por departamento, porque é a peça que dói. O Conselho sem os números vira plateia. Os números sem o Conselho viram relatório que ninguém cobra. As cinco peças só funcionam juntas, e na sequência certa.

Uma ressalva de método. Escolher quem sobreviveu e procurar nele a Governança pode inventar uma causalidade que não existe, é o velho viés de sobrevivente. Os pares deste artigo não são prova estatística. São ilustração. Mas a ilustração é consistente: em seis instituições de três modelos de financiamento diferentes, as cinco peças aparecem em quem atravessou e faltam em quem não atravessou.

IMPLICAÇÕES PRÁTICAS

Leitores desta revista sentam, além do Conselho de uma companhia aberta, no Conselho de uma universidade, fundação, escola ou hospital, quase sempre como voluntários. É ali que estas lições valem primeiro.

Para o conselheiro dessas instituições, cinco perguntas cabem na próxima reunião. Quem fez o último diagnóstico de fora, e quando? Existe alguma regra aprovada que limite a folha ou o endividamento, e qual o gatilho que a dispara? A instituição sabe o resultado de cada unidade, curso ou serviço? Quantos meses de operação a reserva cobre? E quem, no Conselho, não deve nada à gestão?

Para o credor e o investidor, o precedente da Candido Mendes mudou a análise. Emprestar a uma associação sem fins lucrativos exige olhar o que se olharia numa companhia: demonstrações auditadas sem ressalva, resultado da atividade principal separado do resultado de projetos e aplicações, política de reserva e existência de órgão independente que fiscalize. Um superávit global pode esconder uma operação principal deficitária, como mostra a própria PUC-Rio.

Para o CFO e o diretor de Relações com Investidores, a lição mais útil está no calendário. A USP aprovou o teto em 2017 para valer em 2022. A PUC-Rio fez o plano antes de ter o resultado. A regra que protege a empresa na crise precisa ser negociada quando ainda há folga, porque é só aí que ela parece desnecessária o bastante para ser aprovada.

“Para o credor e o investidor, o precedente da Candido Mendes mudou a análise. Emprestar a uma associação sem fins lucrativos exige olhar o que se olharia numa companhia: demonstrações auditadas sem ressalva, resultado da atividade principal separado do resultado de projetos e aplicações, política de reserva e existência de órgão independente que fiscalize. Um superávit global pode esconder uma operação principal deficitária, como mostra a própria PUC-Rio.”

Para o gestor de recursos, há um mercado nascente. A Lei 13.800, de 2019, regulou os fundos patrimoniais no Brasil, e só a partir dela as universidades públicas puderam criar os seus formalmente. A Unesp, a Unicamp e a USP fizeram isso em 2020. O pioneiro, Amigos da Poli, ligado à Escola Politécnica da USP, nasceu em 2011. Ainda assim, um levantamento de 2022 contava 19 fundos patrimoniais universitários no país, com patrimônio somado de quase R$ 106 milhões, segundo boletim da própria USP. É menos do que a reserva de uma única universidade. Um fundo patrimonial não substitui a reserva, porque a lei proíbe usá-lo para pagar despesa corrente de instituição pública. Mas ele só atrai doador e gestor sério quando a instituição apoiada tem as cinco peças. Governança é a condição de entrada desse mercado, e não o seu resultado.

E para todos, uma observação sobre a missão. A PUC-Rio aumentou as bolsas enquanto cortava cartões corporativos. A disciplina financeira não brigou com o propósito. Foi ela que o financiou.

> A PUC-Rio não foi salva por um milagre. Foi salva por um diagnóstico de fora, um plano, um controle por unidade, alçadas, uma reserva e um conselho com gente independente. Peças sem glamour, montadas uma a uma, que ninguém fotografa quando estão sendo construídas. O mesmo conjunto aparece na USP depois de 2014 e falta na Gama Filho, na Candido Mendes, na UERJ e no Museu Nacional.

CONCLUSÃO

A PUC-Rio não foi salva por um milagre. Foi salva por um diagnóstico de fora, um plano, um controle por unidade, alçadas, uma reserva e um conselho com gente independente. Peças sem glamour, montadas uma a uma, que ninguém fotografa quando estão sendo construídas. O mesmo conjunto aparece na USP depois de 2014 e falta na Gama Filho, na Candido Mendes, na UERJ e no Museu Nacional.

A tempestade da década passou por todas. A fonte do dinheiro mudou a força do vento, não o desfecho. O que definiu quem continua de pé foi uma decisão anterior à crise: governar antes de precisar.

Milagre é o nome que damos à Governança que ninguém viu sendo construída. **RI**

NOTA METODOLÓGICA E FONTES PRINCIPAIS

- Os números da PUC-Rio foram informados pela própria instituição, no Relatório Executivo de Resultados 2025 e em entrevistas. As demonstrações contábeis completas não foram localizadas publicamente. A composição do conselho de desenvolvimento consta apenas da reportagem do NeoFeed.
- O levantamento de governança do TCU citado é de 2018. O índice foi substituído pelo iESGo em 2024, e as notas não são comparáveis entre os dois instrumentos.
- Os pares de comparação ilustram a tese e não constituem prova estatística. Alegações de CPI sobre o Grupo Galileo são registradas como alegações.
- Data de corte dos dados: 20/10/2026.
- PUC-Rio, Relatório Executivo de Resultados 2025 e PUC Urgente, 17/08/2026. NeoFeed, 12/10/2026. Exame, 26/09/2026. UOL, 12/10/2025 (reproduzido pela APUC). Vatican News, 18/06/2026. CNBB, 17/06/2026.
- Semesp, Mapa do Ensino Superior 2026, via ANEC, Nota Técnica 004/2026. Andifes, nota de 23/12/2025.
- Agência Brasil, 09/05/2016 (Grupo Galileo). Wikipédia, Galileo Educacional (dívida estimada no pedido de recuperação). Diário do Rio, 23/12/2024 (massa falida da Gama Filho).
- UERJ: Brasil de Fato, 13/01/2017 e 10/04/2017. Vermelho, 07/08/2017, com dados da Secretaria de Fazenda do Rio. Jornal do Brasil, 14/06/2017.
- Candido Mendes: Conjur, 02/09/2020. Migalhas, 03/09/2020. Comunicado da universidade, 11/05/2020. TMA Brasil, 07/03/2024. TJ-RJ, 2025. Grupo Metodista: Conjur e STJ, 2022, e TJ-RS.
- USP em 2014: Tribunal de Contas do Estado de São Paulo, contas de 2014. FEA-USP, 03/11/2016.
- UFRJ: nota da universidade e entrevistas do reitor, setembro de 2018 (Jornal do Brasil, Folha Vitória). Conjur, 02/09/2020, e TJ-RJ (Candido Mendes).
- Jornal da USP, 08/03/2017 e 11/11/2025. Jornal do Campus, outubro de 2015. Resolução USP 7344, de 30/05/2017.
- Gazeta do Povo, 29/09/2019 (levantamento de governança do TCU de 2018). Revista Pesquisa FAPESP, outubro de 2018 (Museu Nacional).



MARCELO MURILO
é Co-Fundador e VP de Inovação e Tecnologia do Grupo Benner, Palestrante, Mentor, Conselheiro, Membro da Comissão de Tecnologia do movimento 30% Club Brazil, Embaixador da Board Academy BR, Colunista da HSM Management e da Revista RI e Especialista do Gerson Lehrman Group e da Coleman Research.
marcelo.murilo@benner.com.br

MARCELO
MURILO

Quer saber a verdade sobre como se tornar conselheiro de empresas?

Um guia completo e passo a passo para quem quer fazer a transição do executivo ao conselheiro com método, posicionamento e visão prática, entendendo os bastidores, desenvolvendo as competências certas e construindo uma trajetória de impacto,

sem ilusões.



24/11/2026, 19:00

Livraria da Vila

Shopping Iguatemi JK, São Paulo

Use o QR Code ao lado para mais informações, ou acesse leitor.marcelomurilo.com.br

FAMÍLIAS EMPRESÁRIAS & O FUTURO

GOVERNANÇA, PROPÓSITO E PROSPERIDADE

"*O ser humano na liderança da transformação*", tema central do **27º Congresso do IBGC**, em 7 e 8 de outubro no WTC em São Paulo, trouxe uma provocação oportuna para as famílias empresárias brasileiras: "Em um mundo cada vez mais orientado por tecnologia, dados e inteligência artificial, o verdadeiro diferencial competitivo continua residindo no letramento do ser humano e na qualidade de suas decisões".

por **CIDA HESS**, **MÔNICA BRANDÃO** e **JOSÉ CARLOS PARANHOS**

Para além da preservação patrimonial, o desafio contemporâneo das famílias proprietárias é construir mecanismos de governança capazes de harmonizar interesses, preparar sucessores, fortalecer vínculos e assegurar que o propósito do fundador permaneça relevante diante das transformações que atravessam gerações.

Nesse contexto, o IBGC Famílias consolida-se como um importante ecossistema catalisador, promovendo uma governança que não apenas protege ativos, mas também cultiva legados e cria as condições para a prosperidade das empresas familiares.

Em 7 e 8 de outubro último, participamos intensamente dos dois dias do 27º Congresso do IBGC, presencialmente e *online*, de Belo Horizonte, capturando, em cada apresentação, painel ou *breakout session*, momentos de *networking* e *insights* valiosos para compartilharmos nesta edição 306.

No ambiente corporativo contemporâneo, poucas questões são tão estratégicas quanto a longevidade das empresas familiares. Em um País onde aproximadamente 90% das organizações possuem origem ou controle familiar e respondem por cerca de 65% do PIB e 75% dos empregos formais, o futuro da economia brasileira está profundamente conectado à capaci-

dade dessas empresas de atravessarem gerações sem perder sua identidade, competitividade e capacidade de inovação.

O DESAFIO DE SUPERAR ESTATÍSTICAS DESFAVORÁVEIS

A realidade revela um paradoxo inquietante. Embora sejam a espinha dorsal da economia nacional, poucas empresas familiares conseguem sobreviver à transição entre gerações. Apenas cerca de 30% a 36% avançam para a segunda geração, algo entre 10% e 15% chegam à terceira e uma parcela mínima alcança a quarta geração ou ultrapassa cem anos de existência.

A explicação para esse fenômeno não está, necessariamente, em crises financeiras, falta de mercado ou ausência de oportunidades. Em grande medida, os obstáculos surgem dentro da própria organização, especialmente na intersecção entre família, propriedade e gestão.

Dentro deste cenário desfavorável, um dos marcos mais relevantes, observados por nós no 27º Congresso do IBGC, foi a consolidação do programa **IBGC Famílias**. Em entrevista à edição 305 da Revista RI, a Diretora-Geral do IBGC, **Valeria Café**, resumiu com maestria esta iniciativa:

"Há um trabalho muito grande dos associados de levar governança corporativa para todo o País, é necessária uma governança diferenciada para cada empresa, considerando suas especificidades. Por conta disso, esse ano, criamos o IBGC Famílias, em que olhamos para as famílias empresárias e para suas peculiaridades. Tratamos sobre a governança em três ciclos para as famílias empresárias do Brasil e do mundo inteiro: governança da empresa, da família e do patrimônio."

"Há um trabalho muito grande dos associados de levar governança corporativa para todo o País, é necessária uma governança diferenciada para cada empresa, considerando suas especificidades. Por conta disso, esse ano, criamos o IBGC Famílias, em que olhamos para as famílias empresárias e para suas peculiaridades. Tratamos sobre a governança em três ciclos para as famílias empresárias do Brasil e do mundo inteiro: governança da empresa, da família e do patrimônio."

A iniciativa reconhece uma realidade incontestável – **não existe modelo único de governança**, já que cada família possui sua história, cultura, patrimônio e desafios específicos. Desta forma, o programa busca apoiar famílias empresárias na construção de modelos adequados à sua realidade, fortalecendo os três ciclos fundamentais citados por Valeria Café.

O IBGC Famílias se consolida como um poderoso catalisador de mudanças favoráveis das estatísticas apresentadas pelo Estudo recente do SEBRAE, que reforça a realidade adversa das empresas familiares brasileiras: 70% morrem na primeira geração; 30% sobrevivem à segunda geração; e as disputas judiciais, por falta de regras claras, podem durar até 20 anos e *devorar* metade da fortuna. Em números absolutos, aproximadamente, 5,7 milhões de empresas familiares superam a primeira década de existência. E elas são muito mais importantes do que muitos imaginam: ***As empresas familiares são o principal motor do Brasil, pois constituem a espinha dorsal da economia, consolidando-se como um dos principais vetores de desenvolvimento econômico, geração de renda e estabilidade social.***

Contudo, por trás dessa expressiva representatividade, esconde-se um dos maiores desafios: a capacidade de sobrevivência ao longo do tempo e, sobretudo, a realização bem-sucedida das transições geracionais. Diante deste grande desafio, como as empresas podem se manter perenes? Mais adiante responderemos, com os insights obtidos do Congresso.

A partir do cruzamento de dados do IBGE, Sebrae, PwC, Insper e estudos especializados em governança familiar, estima-se que o Brasil possua cerca de 25,4 milhões de empresas ativas. Considerando que aproximadamente 90% delas pos-

suem estrutura de controle familiar, o universo de empresas familiares alcança cerca de 22,9 milhões de organizações.

Embora essa base seja robusta, a longevidade empresarial revela-se significativamente mais restrita. Estudos de sobrevivência corporativa indicam que apenas cerca de 25% das empresas conseguem ultrapassar a marca de dez anos de operação contínua.

Ainda assim, o verdadeiro teste de resiliência costuma ocorrer não nos primeiros anos de atividade, mas no momento da sucessão – o famoso gargalo da transição geracional.

A passagem de comando entre gerações representa um dos períodos mais críticos na trajetória de uma empresa familiar. A ausência de processos estruturados de governança, sucessão e profissionalização frequentemente compromete negócios que construíram valor durante décadas. Os estudos conduzidos por consultorias especializadas apontam um processo de forte afunilamento ao longo das gerações:

TAXA MÉDIA DE SOBREVIVÊNCIA POR GERAÇÃO

A seguir, apresentamos, das pesquisas analisadas, citadas neste artigo, taxas médias de sobrevivência, considerando diferentes gerações de empresas familiares:

- **1ª geração (fundadores):** 100% das empresas iniciam sua trajetória, embora cerca de 60% encerrem suas atividades antes dos cinco primeiros anos.
- **2ª geração (filhos):** apenas entre 30% e 36% conseguem concluir com sucesso a primeira transição de liderança.
- **3ª geração (netos):** o índice de sobrevivência reduz-se para uma faixa entre 12% e 19%.
- **4ª geração (bisnetos) ou posteriores:** somente entre 3% e 7% permanecem em operação.

Esse fenômeno demonstra que a sucessão não representa apenas uma mudança de comando, mas um dos maiores riscos estratégicos para a continuidade dos negócios familiares, traduzido em uma difícil jornada da longevidade empresarial, cujos indicadores de maturidade corporativa reforçam esse cenário. A idade média de uma empresa familiar brasileira é estimada em apenas 8,7 anos, evidenciando a dificuldade de consolidar ciclos de crescimento sustentáveis em um ambiente de elevada competitividade e transformação econômica.

> **A passagem de comando entre gerações representa um dos períodos mais críticos na trajetória de uma empresa familiar. A ausência de processos estruturados de governança, sucessão e profissionalização frequentemente compromete negócios que construíram valor durante décadas.**

Quando observada a perspectiva de longo prazo, os números tornam-se ainda mais seletivos, senão vejamos: a) cerca de 25% conseguem ultrapassar 10 anos de atividade; b) menos de 25% alcançam 14 anos de operação contínua; e c) apenas 1% das empresas familiares brasileiras atingem ou superam 70 anos de existência.

Esses indicadores demonstram que a perenidade corporativa permanece como exceção e não como regra no ambiente empresarial nacional.

EMPRESAS LONGEVAS, APRENDIZADOS VALIOSOS

Talvez nenhum aprendizado seja tão valioso quanto observar quem já atravessou décadas mantendo relevância. Durante o Congresso, empresas familiares longevas compartilharam suas trajetórias. Apesar das diferenças setoriais, das abordagens estratégicas distintas e dos modelos de gestão e governança próprios, surgiu um padrão comum: **longevidade requer coerência e propósito**.

A seguir, apresentamos brevemente comentários baseados em alguns dos painéis do 27º Congresso do IBGC, após imersão profunda naquilo que é essencial para a longevidade das organizações – governança.

GRUPO CORNÉLIO BRENNAND: GOVERNANÇA COMO CULTURA

Com quase 110 anos de trajetória, Bernardo Brennand Campos, acionista da 4ª geração do Grupo Cornélio Brennand, apresenta um sólido exemplo de evolução institucional. A partir dos anos 2000, adotou forte agenda de governança, estruturando conselhos, comitês e processos sucessórios. A inclusão de diferentes gerações e a participação crescente das mulheres da família ampliaram perspectivas e fortaleceram decisões. A principal lição talvez seja: ***governança não resolve apenas problemas, cria capacidade permanente de adaptação.***

MINANCORA: SIMPLICIDADE, DISCIPLINA E ADAPTAÇÃO

Com 111 anos, a Minancora tem demonstrado a coexistência entre tradição e modernidade. A empresa preservou sua essência, enquanto profissionalizou operações, automatizou processos e ampliou sua capacidade produtiva. Um dos ensinamentos mais importantes apresentados por Lourdes Maria Duarte, gestora presidente da empresa, foi a **valorização da ética empresarial:** ***Faça o certo. Não esconda problemas. Cumpra a legislação. Tenha coragem.*** Estes princípios, aparentemente simples, continuam sendo poderosos diferenciais competitivos.

GRUPO EDSON QUEIROZ: LEGADO EM TRANSFORMAÇÃO

A masterclass do Grupo Edson Queiroz foi bem interessante, moderada por Wilson Carnevalli Filho, com Edson Queiroz Neto e Manoela Queiroz Bacelar. Fundado em 1951, com 75 anos de existência, o Grupo Edson Queiroz ainda não chegou ao centenário, mas merece destaque por seu pioneirismo na importação de GLP e a criação da Nacional Gás. O GEQ compartilhou sua experiência na construção de acordos societários e preparação de sucessores. O Grupo demonstrou que preservar a essência não significa manter estruturas rígidas e imutáveis. **Legados duradouros mantêm seus valores centrais enquanto renovam continuamente seus modelos de gestão.**

Destacamos a participação de Gabriela Baumgart na apresentação do IBGC Famílias, membro do conselho de administração do Grupo Baumgart, que completa 90 anos e se consolidou como referência de longevidade empresarial no Brasil. Tivemos a honra de entrevistá-la para a RI 269, em uma conversa inspiradora (*link no final do artigo*).

O QUE AS EMPRESAS FAMILIARES DE SUCESSO TÊM EM COMUM?

Aos exemplos anteriores, outras se somam. Quando também observamos organizações como WEG, Votorantim, Klabin, Suzano, Gerdau, Magazine Luiza e Itaú Unibanco, percebemos elementos recorrentes:

1. **Separação clara entre família, patrimônio e gestão:** quando os papéis são definidos e as responsabilidades são conhecidas, os conflitos diminuem.

2. **Profissionalização:** as posições executivas são ocupadas por quem tem competência para exercê-las, independentemente de laços familiares.

3. **Planejamento sucessório antecipado:** todas se preparam para a sucessão ao longo de anos. Nenhuma delas trata esse tema como emergência, sem prévio planejamento.

4. **Conselhos atuantes:** os conselhos participam da estratégia, da supervisão e da preservação do propósito organizacional. Mesmo com a declaração de uma das empresas centenárias de que não em conselho formal, ela admitiu que conta com executivos e consultorias de diferentes áreas para tomar decisões.

5. **Capacidade de renovação:** todas conseguiram adaptar produtos, mercados e modelos de negócio ao longo das muitas décadas e se transformaram para permanecerem relevantes.

O futuro pertence às famílias que aprendem e materializam o aprendizado em resultados sustentáveis. Ao final do 27º Congresso do IBGC, permaneceu uma pergunta provocativa: ***Como uma empresa familiar atravessa mais de um século sem perder a capacidade de decidir e se adaptar?***

A resposta parece emergir da experiência acumulada por centenas de organizações longevas:

- Elas não sobrevivem apenas porque possuem patrimônio. **Sobrevivem porque desenvolvem governança**.

- Não prosperam apenas porque possuem herdeiros. **Prosperam porque formam sucessores**.

- Não permanecem relevantes apenas porque preservam tradições. **Permanecem relevantes porque aprendem continuamente.**

O futuro das empresas familiares brasileiras dependerá cada vez mais da capacidade de equilibrar estrategicamente as três

forças: legado, transformação e propósito. Nesse equilíbrio reside a verdadeira prosperidade transgeracional: a governança fornece a estrutura, a família oferece a identidade, e as pessoas constroem o futuro. E quando esses elementos atuam em harmonia, como em uma efetiva Orquestra Societária, a sucessão deixa de representar um risco para tornar-se a mais poderosa estratégia de perpetuidade empresarial.

GOVERNANÇA COMO PREMISSA PARA A LONGEVIDADE

O fio condutor do 27º Congresso do IBGC não poderia ser diferente. Ele está no DNA do Instituto e integra sua própria identidade desde a fundação: a Governança, princípio essencial para a construção de organizações longevas e sustentáveis.

Desta forma, destacamos nossas percepções sobre os temas discutidos em seus dois dias, que são caros à longevidade das empresas. Nessa perspectiva:

1. **A pauta da governança evoluiu**: Durante os painéis, ficou evidente, indo além das métricas e indicadores mensuráveis, passando por estruturas de poder e tratando com profundidade o tema central – humanidade.

2. **Sucessão:** O desafio de preparar a próxima geração sem destruir o legado. Esta transição não é um evento, é um processo contínuo de mentoria e adaptação, que requer planejamento prévio, como já contextualizamos em tópico anterior.

3. **Sócios, Conselhos e Administração:** A delicada dança e orquestração entre acionistas, conselheiros e executivos. Como equilibrar interesses, evitar conflitos e garantir que o conselho seja, de fato, um órgão estratégico e não apenas homologatório.

4. **As doenças atuais do trabalho:** Um dos pontos mais impactantes discutidos – como o *burnout*, a ansiedade e o esgotamento deixaram de ser temas exclusivos de RH para se tornarem riscos de governança. A sustentabilidade de um negócio centenário passa, inevitavelmente, pela saúde mental de quem o opera hoje.

5. **Inteligência Artificial:** O tema que permeou todos os momentos do Congresso. A IA deixou de ser promessa futurista para se tornar realidade presente nos conselhos, na gestão e nas operações, com enorme potencial para ampliar a capacidade analítica, acelerar decisões e identificar riscos, com desafios éticos de várias ordens. Como garantir que a IA não amplifique vieses? Como preservar o julgamento humano em decisões críticas? Como preparar as equipes para conviver e não competir com a tecnologia? A conclusão foi clara: **a IA não substitui a governança; ela exige uma governança ainda mais humana, consciente e responsável**.

6. **O lado humano da transformação:** Em meio a tantas mudanças tecnológicas e estruturais, reforçou-se uma verdade incômoda e libertadora: **não há transformação sem pessoas. Processos mudam, sistemas evoluem, mas são as pessoas que sustentam – ou *sabotam* – qualquer mudança**. Liderar a transformação exige empatia, escuta ativa e a coragem de colocar o ser humano no centro das decisões estratégicas.

Governança é o principal fator de sobrevivência. Contrariamente ao senso comum, os fatores que comprometem a continuidade das empresas familiares não estão necessariamente associados à capacidade de geração de receita ou à sustentabilidade financeira do negócio. As pesquisas apontam que os principais obstáculos estão relacionados à governança corporativa e ao planejamento sucessório, mas há mais obstáculos também muito relevantes:

1. **A carência de planejamento sucessório:** apenas 11% das empresas familiares brasileiras possuem um plano de sucessão formalmente estruturado e documentado. O percentual é substancialmente inferior à média global, estimada em aproximadamente 64%. A falta de preparação para a transferência de liderança aumenta os riscos operacionais, estratégicos e patrimoniais, sobretudo em eventos inesperados envolvendo os fundadores.

2. **A centralização das decisões:** Mais da metade dos sucessores potenciais relatam dificuldades relacionadas à resistência dos fundadores em compartilhar ou transferir gradualmente responsabilidades executivas e estratégicas. Esse modelo excessivamente dependente da liderança original compromete a formação das futuras gerações e reduz a capacidade de adaptação da empresa no longo prazo.

3. **A confusão entre patrimônio familiar e patrimônio empresarial:** A ausência de mecanismos formais de governança, acordos societários e protocolos familiares frequentemente gera conflitos patrimoniais, disputas

sucessórias e insegurança jurídica. Sem regras claras de separação entre desses dois patrimônios, processos de sucessão podem resultar em paralisações operacionais, bloqueio de participações societárias e prolongadas disputas judiciais.

4. **O imperativo da profissionalização:** À medida que as empresas familiares ganham escala e relevância econômica, a adoção de práticas estruturadas de governança deixa de ser uma opção para se tornar um requisito estratégico.

Conselhos consultivos e de administração atuantes, protocolos familiares, acordos de sócios, estruturas sucessórias planejadas e programas de formação das novas gerações tornaram-se elementos essenciais para transformar empresas bem-sucedidas em organizações perenes.

Em um cenário caracterizado por rápidas transformações tecnológicas, crescente complexidade regulatória e ciclos econômicos cada vez mais desafiadores, a capacidade de equilibrar os valores da família controladora com práticas modernas de governança será determinante para definir quais empresas atravessarão gerações e quais permanecerão apenas como parte das estatísticas de mortalidade empresarial.

Mais do que preservar patrimônio, a governança nas empresas familiares tornou-se um instrumento de criação de valor, proteção da continuidade dos negócios e construção de legados capazes de ultrapassar décadas e gerações.

CONSELHO DE FAMÍLIA, UM FÓRUM IMPORTANTE E ESTRATÉGICO

O Conselho de Família, por ser um fator prioritário, foi substancialmente destacado e, inclusive, as formas de estruturá-lo. Trata-se do fórum onde a família discute seu futuro, separado da gestão do negócio. Onde prepara herdeiros para serem sócios responsáveis, não necessariamente gestores. Ele existe para tratar de questões familiares e patrimoniais, evitando que se misturem com o dia a dia dos negócios. Sua missão principal é promover e garantir o planejamento da continuidade, cuidando do desenvolvimento do capital humano e intelectual da família.

O ideal é ter um grupo representativo da diversidade, distintos núcleos familiares, gerações e papéis. Algumas famílias trabalham com voluntários ou indicados, mas o recomendável é que todos os subgrupos se envolvam. Um erro comum é deixar o Conselho apenas para quem nunca esteve no dia a dia da empresa, como se os temas fossem menos relevantes.

As funções do Conselho de Família não devem ser repassadas para a gestão ou o conselho de administração da empresa:

1. Identificar e preservar propósito, valores e visão da família;
2. Elaborar e manter vivo o Código de Ética da Família Empresária;
3. Manter a disciplina familiar em relação aos negócios;
4. Criar programas de treinamento para o papel de sócio;
5. Desenvolver sistema formal de informação sobre a sociedade e os negócios;
6. Administrar atividades de responsabilidade social e filantropia;
7. Planejar e coordenar assembleias e reuniões familiares;
8. Ser guardião da memória e da trajetória da família; e
9. Discutir o modelo societário e planejar a sucessão patrimonial.

Segundo a Cambridge Family Enterprise Group, a eficácia do Conselho da Família requer cinco pilares:

1. Declaração de missão, visão e valores, que motive o compromisso com o legado;
2. Diagnóstico da situação atual da família, propriedade e negócio;
3. Mandato estratégico claro, com definição do papel do órgão na governança;
4. Equipe com perfil adequado para implantar plano com objetivos mensuráveis; e
5. Integração com os demais órgãos de governança, sendo a voz da família.

Importante: o primeiro passo, anterior à constituição do Conselho de Família, é compreender as razões pelas quais a família precisa desse órgão e debater estrategicamente seu papel. Não basta circular uma ata ou conversar no intervalo de uma comemoração, as reuniões devem gerenciar capital humano e patrimônio com formalismo e profissionalismo.

O acordo de sócios é um contrato complementar ao contrato social que define as regras do jogo entre os sócios, prevenindo e resolvendo conflitos. Pesquisas indicam que a maioria dos problemas em sociedades familiares decorre de conflitos entre sócios na gestão.

Aplica-se, analogamente, o artigo 118 da Lei das Sociedades Anônimas (6.404/1976), relacionado ao chamado Acordo de acionistas, admitindo-o para sociedades limitadas, desde que esteja previsto no contrato social, estabelecendo regras complementares, orquestrando interesses dos sócios e da sociedade.

UMA REFLEXÃO QUE AQUI NÃO PODERIA FALTAR: A ORQUESTRA SOCIETÁRIA E O MODELO DE GESTÃO SUSTENTÁVEL

Refletindo sobre a existência de empresas familiares longevas, ocorre-nos que essas organizações muito provavelmente desenvolveram modelos de gestão sustentáveis, formais ou informais, que lhes têm permitido existir e ter sucesso ao longo de décadas.

Assim sendo, não poderíamos deixar de aqui trazer reflexões sobre a Orquestra Societária e o Modelo de Gestão Sustentável – MGS, representados na figura 1, dos quais tanto temos tratado ao longo de mais de 12 anos de existência desta coluna.

No artigo *Da governança à sinfonia de resultados sustentáveis (RI 288)*, Cida Hess e Mônica Brandão apresentam o MGS como o "estatuto" da gestão organizacional (*link* no final do artigo).

Nas empresas familiares, valores, conhecimentos e relações construídos pelos fundadores formam parte importante da identidade do negócio.

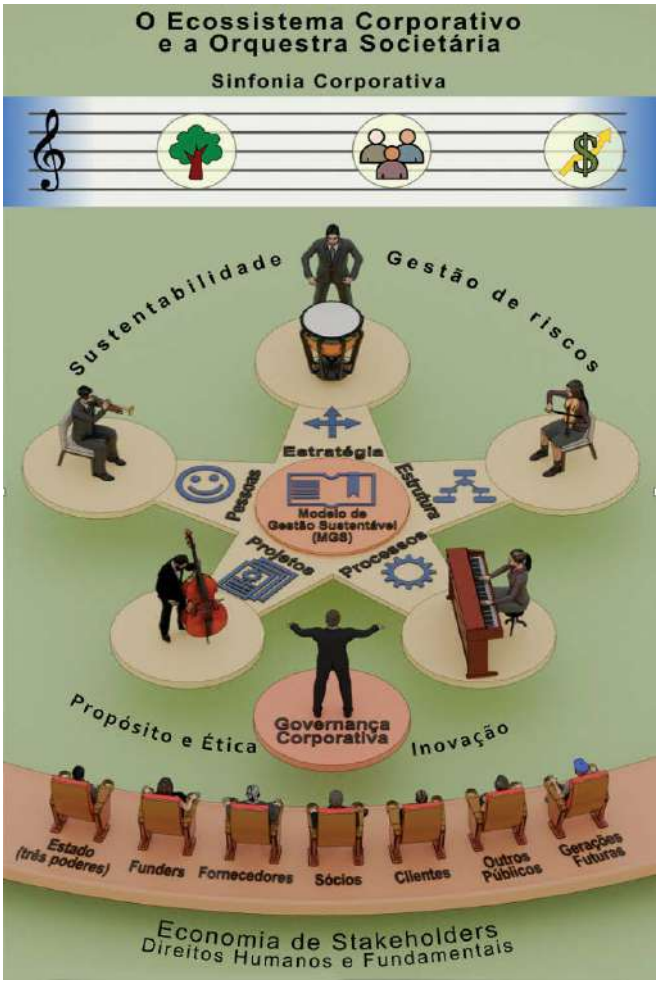
Para que esse legado favoreça a continuidade, deve ser traduzido em orientações capazes de guiar as próximas gerações.

Nesse sentido, o Modelo de Gestão Sustentável - MGS é uma referência sólida para que uma empresa familiar se torne uma efetiva Orquestra Societária, agregando o que é importante para a família no modelo de gestão.

Cerne da Orquestra Societária, o MGS articula cinco dimensões:

- Estratégia;
- Estrutura;
- Processos;
- Projetos; e
- Pessoas.

Figura 1



Essas dimensões são orientadas por elementos fundamentais, como propósito, ética, governança, inovação, sustentabilidade e gestão de riscos, em busca de resultados que vão além dos econômico-financeiros e abrangem as dimensões ambientais e sociais.

Considerando as dimensões do MGS expressas na figura 1 da Orquestra Societária, observamos:

1. Na **estratégia**, o desafio é construir uma visão de futuro compartilhada, conciliando crescimento, reinvestimento, distribuição de resultados, inovação e continuidade. O legado deve orientar essas escolhas sem impedir a adaptação ao mercado e aos impactos da atividade.

2. Na **estrutura**, é necessário definir atribuições de sócios, administradores e órgãos de governança. Instâncias de diálogo familiar podem ajudar a encaminhar expectativas e conflitos, reduzindo ambiguidades sobre autoridade e decisão.

3. Nos **processos**, princípios devem se traduzir em critérios para contratação de familiares, remuneração, compras, investimentos e prestação de contas. O registro de informações e conhecimentos também reduz a dependência de pessoas específicas.

4. Os **projetos** viabilizam mudanças como adoção de tecnologias, expansão e sucessão. Para serem bem conduzidos, requerem direcionadores, objetivos, responsáveis, recursos, indicadores, gestão e acompanhamento. A sucessão exige ainda preparação, transferência de conhecimentos e condições para o exercício da autoridade.

5. Na dimensão **pessoas**, critérios de ingresso, desenvolvimento e avaliação ajudam a equilibrar pertencimento e competência. A profissionalização pode envolver tanto familiares preparados quanto profissionais externos.

Essas cinco dimensões são interdependentes e **preparar sucessores requer alinhar estratégia, estrutura, processos e pessoas, com foco não apenas no presente, mas também no futuro**. O MGS traduz a intenção de continuidade em práticas de gestão, permitindo preservar o legado com capacidade de renovar, enfrentar riscos, inovar e gerar valor para a família e os demais públicos ao longo das gerações.

Muito mais poderia ser dito sobre o que tivemos a oportunidade de ouvir, refletir e nos aprofundar em pesquisas sobre empresas familiares, durante e após o 27º Congresso do IBGC, mas esperamos ter aqui transmitido alguns dos pontos que nos parecem muito relevantes.

Concluímos este artigo, convidando os leitores que não tiveram a oportunidade de participar do 27º Congresso IBGC do 2026 a aproveitarem os materiais disponíveis no site do Instituto, além dos *links* no final do artigo. A nosso ver, consolida-se a percepção forte: ***A governança corporativa está ingressando em uma nova era. Os desafios da inteligência artificial, geopolítica, transformação dos negócios e humanos exigem conselheiros mais preparados, curiosos e estratégicos e estruturas mais flexíveis e adaptativas.***

Em um ambiente caracterizado pela abundância de informações e pela velocidade por vezes supersônica das mudanças, o diferencial competitivo deixa de ser o acesso às respostas e passa a ser a capacidade de formular as perguntas certas. Governar o futuro exigirá equilibrar inovação e prudência, tecnologia e ética, dados e discernimento humano, sempre com foco na criação sustentável de valor e na perenidade das organizações. **RI**

LINKS RECOMENDADOS E CITADOS:

- **RI 305 – Entrevista com Valeria Café –** Governança corporativa para uma sociedade melhor
- **12ª Pesquisa Global de Empresas Familiares:** Lidando com pressão e turbulência (PwC)
- **Governança é a chave para a longevidade das empresas familiares** (Insper, 2023)
- **Grupo Cornélio Brennand**
- **RI 269 – Entrevista com Gabriela Baumgart –** Sustentabilidade e ESG: uma jornada longeva com alma e verdade
- **Relato Integrado Itaúsa 2025**
- **RI 288 – Da governança à sinfonia de resultados sustentáveis**
- Publicações disponíveis no **site do IBGC**



CIDA HESS
é Assessora da Presidência da Prodesp em Negócios Estratégicos. Head of Innovation and Technology Committee of 30% Club Brazil. Tem atuado como conselheira fiscal e consultiva. Doutora em Sustentabilidade (UNIP/SP). Há mais de 30 anos atua em projetos de transformação de negócios, inovação e sustentabilidade. Fundadora da Orquestra Societária Business. Coautora de diversos livros e prefaciadora. Colunista (desde 2014) e Conselheira Editorial (desde 2023) da Revista RI.
cidahessparanhos@gmail.com



MÔNICA BRANDÃO
é Assessora da André Mansur Advogados Associados. Tem atuado como conselheira administrativa, fiscal e consultiva em organizações e integra o conselho consultivo da Orquestra Societária Business (OSB). Mestre em Administração, graduada em Engenharia Elétrica e Direito (PUC Minas), com cursos no Brasil e no exterior. Certificada como CNPI-P pela APIMEC Brasil. Coautora de vários livros. Colunista (desde 2008) e Conselheira Editorial (desde 2023) da Revista RI.
mbran2015@gmail.com



JOSÉ CARLOS PARANHOS
é CEO da Orquestra Societária Business (OSB), que analisa a maturidade da gestão de empresas e, há mais de 10 anos, desenvolve técnicas para construir Modelos de Gestão Sustentável (MGS). Tem atuado como conselheiro, consultor e mentor de organizações e profissionais no mercado nacional, com foco na transformação da *performance* dos negócios. Colunista da Revista RI (desde 2026).
jcparanhos@yahoo.com

FAMÍLIAS EMPRESÁRIAS O EQUILÍBRIO DE UM SISTEMA EM MOVIMENTO

A continuidade das famílias empresárias depende de articular família, propriedade e negócio enquanto todos se transformam.

por **SILVIA PEDROSA**

Há quem pense que o equilíbrio se alcança pela ausência de movimento. Nas famílias empresárias, porém, permanecer imóvel pode ser justamente a maneira mais rápida de perdê-lo. Família, propriedade e negócio compõem um único sistema, mas se transformam continuamente segundo dinâmicas próprias.

A imagem da rotação e da translação ajuda a compreender essa dinâmica: enquanto cada círculo gira em torno de suas próprias questões, também se desloca em relação aos demais. A família incorpora novas gerações, vínculos e projetos de vida; a propriedade reorganiza direitos, responsabilidades e poder; o negócio responde a mercados, tecnologias, concorrentes e demandas sociais. Por isso, toda mudança em um desses territórios reposiciona o conjunto e exige um novo ponto de equilíbrio.

A continuidade depende da capacidade de sustentar essa articulação e desenvolver os capitais que permitam à família compreender as mudanças, tomar decisões coletivas e agir sobre uma realidade que não permanecerá igual.

TRÊS TERRITÓRIOS E OS CAPITAIS QUE OS ATRAVESSAM

O modelo dos três círculos, desenvolvido por Renato Tagiuri e John Davis, tornou-se uma referência por revelar a sobreposição entre família, propriedade e negócio. Anos depois, o livro Generation to Generation, de Kelin Gersick, John Davis, Marion Hampton e Ivan Lansberg, acrescentou uma dimensão decisiva: cada círculo percorre seu próprio ciclo de desenvolvimento. O modelo passou, assim, a mostrar onde as pessoas estão e como o sistema muda ao longo do tempo.

Outra contribuição importante veio de James Hughes, que ampliou a noção de riqueza familiar para além do patrimônio financeiro. Em Complete Family Wealth, escrito com Susan Massenzio e Keith Whitaker, a riqueza de uma família é compreendida a partir de diferentes formas de capital. Essa perspectiva desloca uma pergunta recorrente — quanto a família conseguiu preservar? — para outra, mais exigente: o que ela foi capaz de desenvolver por meio daquilo que possui?

O cruzamento dessas duas lentes é particularmente fértil. Os três territórios mostram onde acontecem relações, decisões e tensões. Os capitais revelam com que recursos a família consegue enfrentá-las. Essa combinação orienta a matriz de curadoria do IBGC Famílias: família, propriedade e negócio, atravessados pelos capitais humano, intelectual, relacional, financeiro e de Impacto & Legado.

Uma família pode possuir expressivo capital financeiro e pouco capital relacional para sustentar divergências e decidir coletivamente. Pode reunir pessoas altamente qualificadas e manter seu conhecimento estratégico concentra-

do em quem fundou ou liderou o negócio. Pode transmitir ações antes de desenvolver a compreensão e a prática necessárias ao exercício da propriedade compartilhada. Pode ter uma história admirável sem conseguir transformá-la em repertório para escolhas futuras.

A continuidade alcança, portanto, muito mais do que a sucessão de um executivo. A troca de liderança movimenta o território do negócio e produz efeitos sobre a propriedade e a família.

MOVIMENTOS EM RITMOS DIFERENTES

A diferença entre esses movimentos ganha relevância em um período no qual muitas famílias se aproximam de transições geracionais enquanto seus negócios enfrentam transformações profundas. A pesquisa global Family Business Succession Planning and the Next Generation, publicada pela Deloitte Private em 2026 a partir de dados de 1.587 empresas familiares, mostra que 89% das famílias e 82% das empresas afirmam possuir algum plano de sucessão. Apenas cerca de metade, porém, considera esse planejamento abrangente e bem desenvolvido.

O dado revela a distância entre planejar a troca de posições e preparar o sistema para a transição. A família pode incorporar uma nova geração antes que existam espaços para sua participação. A propriedade pode ser transmitida juridicamente antes que os novos sócios compreendam seus direitos e responsabilidades. O negócio pode precisar de novas competências muito antes de a liderança atual estar pronta para abrir espaço.

Esses movimentos naturalmente ocorrem em velocidades diferentes. O risco surge quando seus efeitos recíprocos deixam de ser percebidos. Uma solução eficiente para o negócio pode produzir desequilíbrio na propriedade; uma decisão patrimonial pode afetar a estratégia empresarial; uma mudança na composição da família pode alterar expectativas de participação, liquidez e poder. Tratar cada questão apenas no círculo em que apareceu fragiliza o sistema.

PROPRIEDADE É UMA PRÁTICA COLETIVA

A propriedade costuma ser lida principalmente por sua dimensão jurídica ou patrimonial: quem possui quantas ações. Seu exercício também exige decidir como algo pertence a várias pessoas, quais direitos decorrem desse pertencimento, como serão exercidos e que responsabilidades o acompanham.

A transmissão das participações societárias altera a titularidade. A formação de uma comunidade de proprietários

“A família pode incorporar uma nova geração antes que existam espaços para sua participação. A propriedade pode ser transmitida juridicamente antes que os novos sócios compreendam seus direitos e responsabilidades. O negócio pode precisar de novas competências muito antes de a liderança atual estar pronta para abrir espaço.”

capaz de decidir em conjunto requer outro processo. A família precisa conhecer o negócio e o patrimônio, compreender os efeitos de suas escolhas, conviver com interesses diferentes e praticar decisões cujas consequências serão compartilhadas.

Um estudo publicado em 2026 no European Management Journal, *Bridging Generations: The Impact of Family Collective Psychological Ownership on Succession in Family Businesses*, ajuda a iluminar essa dimensão. Ao acompanhar duas gerações em nove empresas familiares, os pesquisadores observaram que o sentido coletivo da propriedade é construído por meio de interdependência, identificação, narrativas compartilhadas, vínculos emocionais e práticas de colaboração. A relação de dono também se aprende e se exercita.

Ser sócio, executivo e conselheiro são papéis diferentes. Um familiar pode exercer uma função executiva com elevado profissionalismo; outro pode contribuir como conselheiro; muitos atuarão somente como proprietários. Competências, critérios, responsabilidades e avaliação qualificam a gestão, seja ela exercida por familiares ou por profissionais externos. A propriedade, por sua vez, se qualifica pela capacidade de exercer direitos e responsabilidades de maneira consciente e coletiva.

IMPACTO E LEGADO SÃO CONSTRUÍDOS NO PRESENTE

A ampliação da ideia de riqueza também modifica a maneira de compreender legado. Ele é produzido no presente, na forma como a família trata as pessoas, compartilha conhecimento, exerce a propriedade, conduz seus negócios e responde aos efeitos de suas escolhas.

Legado não é um lugar ao qual a família chega. É um capital que ela constrói, escolha após escolha, e que se projeta para além do negócio e do patrimônio constituído.

Na matriz, Impacto & Legado constitui um capital transversal à família, à propriedade e ao negócio. Valores se convertem em decisões; recursos privados geram consequências públicas; reputação, conhecimento e vínculos são mobilizados; e cada geração recebe o que veio antes e encontra formas de renová-lo.

A possibilidade de compreender, interrogar e reinterpretar o legado recebido mantém esse capital vivo. Quando a narrativa familiar se cristaliza, o legado deixa de orientar e começa a aprisionar.

GOVERNANÇA É O QUE ARTICULA O MOVIMENTO

Conselhos, acordos, fóruns, políticas e processos decisórios organizam relações, explicitam critérios e permitem que família, propriedade e negócio se movimentem reconhecendo sua interdependência.

A governança aprimora a gestão da empresa, prepara a família para seu papel e organiza o exercício da propriedade. Cria espaços para que as pessoas desenvolvam repertório, construam confiança, lidem com divergências e pratiquem decisões coletivas. Ajuda a transformar experiências individuais em conhecimento compartilhado e direitos formais em capacidade responsável de escolha.

Os capitais de uma família dependem de desenvolvimento, compartilhamento, mobilização e renovação ao longo do tempo. O capital humano cresce quando as pessoas encontram espaço para construir autonomia e contribuir em papéis coerentes com suas competências. O intelectual se amplia quando conhecimento e memória deixam de estar concentrados. O relacional se fortalece quando a confiança suporta conversas difíceis. O financeiro cumpre melhor sua função quando serve ao desenvolvimento dos demais. Impacto & Legado ganha consistência quando valores declarados encontram expressão nas escolhas reais.

> **O equilíbrio de uma família empresária reside na capacidade de acomodar transformações sem perder coesão, sentido e capacidade de ação. Família, propriedade e negócio podem avançar em ritmos diferentes, desde que seus efeitos recíprocos sejam compreendidos e considerados nas decisões.**

Governar uma família empresária é criar condições para que movimentos diferentes não se convertam em forças de desintegração. Isso exige estruturas, mas também práticas que lhes deem vida. Nenhum acordo substitui a capacidade de conversar; nenhum conselho compensa a falta de proprietários preparados; nenhum protocolo sucessório resolve o futuro de uma família que ainda não aprendeu a decidir em conjunto.

PRESERVAR E TRANSFORMAR

O equilíbrio de uma família empresária reside na capacidade de acomodar transformações sem perder coesão, sentido e capacidade de ação. Família, propriedade e negócio podem avançar em ritmos diferentes, desde que seus efeitos recíprocos sejam compreendidos e considerados nas decisões.

A continuidade se constrói pelo desenvolvimento deliberado dos capitais de que o sistema precisará para seguir vivo. Preservar e transformar são as duas condições de um equilíbrio que só existe porque continua em movimento. **RI**

SILVIA PEDROSA
é líder do IBGC Famílias, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
comunicacao@ibgc.org.br

RI
RELAÇÕES COM INVESTIDORES

APRESENTA

Board Forum
by Marcelo Murilo

1ª EDIÇÃO • CONTEÚDO E RELACIONAMENTO

Uma tarde de painéis sobre **Governança Corporativa** e a transição de executivos para os conselhos, seguida do lançamento do livro **"De Executivo a Conselheiro"**, de Marcelo Murilo.



PERSONALIDADE RI 2026 • KEYNOTE DE ENCERRAMENTO

Sandra Guerra

Sócia-fundadora da Better Governançe, é uma das pioneiras da Governança Corporativa no Brasil e uma das fundadoras do IBGC.
Palestra: **"30 anos de governança: uma trajetória de desafios e conquistas"**



Adriana Solé
Conselheira Fiscal da Vale. Professora da FDC, IBMEC-MG e PUC-MG



Anna Guimarães
Presidente do Conselho do 30% Club Brazil. Conselheira independente



Charles Krieck
Ex-presidente da KPMG. Head de Integração da KPMG na América do Sul



Cida Hess
Assessora da Presidência da Prodesp. Conselheira Fiscal da Sow Saúde



Hamilton Felix
CEO da Felix Empresarial. Ex-Gartner e DocuSign. Conselheiro de empresas



João Pedro Nascimento
Ex-presidente da CVM. Advogado de mercado de capitais



Marcelo Murilo
Empresário e conselheiro de empresas. Autor de "De Executivo a Conselheiro"



Marcelo Nóbrega
Especialista em IA, Inovação e Tecnologia em Gestão de Pessoas



Ronnie Nogueira
Publisher e Diretor Editorial da Revista RI



Sonia Consiglio
Conselheira de empresas. Autora de "De Executiva a Conselheira"



MESTRE DE CERIMÔNIAS **Ronaldo Carneiro** Fundador da ÁquilaRH

QUANDO

24 de novembro de 2026

Terça-feira, a partir das 14h

ONDE

MZ Arena

Alameda Vicente Pinzon, 51
Vila Olímpia, São Paulo



ÀS 19 HORAS

Lançamento do livro

"De Executivo a Conselheiro"

Livraria da Vila, JK Iguatemi
Apenas 800 m do evento

INSCRIÇÕES ABERTAS **boardforum.com.br**

PATROCÍNIO OURO

Board Manager MZ

PATROCÍNIO BRONZE

PRIME

DIVERSIDADE NÃO ACONTECE POR ACASO

a estratégia que levou a **Porto** à liderança entre os conselhos mais femininos do país

Com 57,14% de participação feminina em seu Conselho de Administração, a **Porto** lidera o Boardwomen Index IBrX100 2026. O resultado é fruto de uma estratégia construída ao longo de mais de uma década, combinando renovação do board, desenvolvimento de lideranças e compromissos de governança que transformaram diversidade em tema de gestão.

por **DANIELA PENNA**

A diversidade de gênero nos Conselhos de Administração segue entre os principais desafios da governança corporativa brasileira. Embora o tema tenha avançado nos últimos anos, os números mostram que o caminho para uma representação mais equilibrada ainda é longo.

O Boardwomen Index IBrX100 2026, desenvolvido pela PwC Strategy& em parceria com o 30% Club Brasil, aponta que as mulheres ocupam atualmente 21,09% das cadeiras dos conselhos das companhias que integram o IBrX100 da B3. O percentual representa uma evolução em relação aos 20,91% registrados em 2025, mas permanece distante da meta de 30% defendida pelo movimento. Apenas 19 empresas atingiram ou superaram esse patamar, enquanto 11 ainda não possuem nenhuma mulher em seus Conselhos de Administração.

Nesse cenário, a **Porto** tornou-se uma exceção. Segundo o levantamento, a companhia possui hoje a maior participação feminina entre as empresas analisadas, com 57,14% dos assentos ocupados por mulheres. Na prática, o colegiado é formado por quatro mulheres e três homens.

A valorização da liderança feminina faz parte da própria trajetória da companhia. Uma das figuras mais marcantes dessa história foi Rosa Garfinkel, que assumiu a presidência da Porto após a morte de seu marido, Abrahão Garfinkel, em 1978, e teve papel decisivo na consolidação e expansão do grupo nas três décadas seguintes. Sua atuação contribuiu para consolidar valores associados ao cuidado com as pessoas, à atenção aos detalhes e à construção de relações de longo prazo, características que ainda influenciam a forma como a Porto conduz seus negócios.

Para **Bruno Garfinkel**, presidente do Conselho de Administração da Porto, a conquista é resultado de uma trajetória construída ao longo do tempo, acompanhando a evolução da governança da companhia.

A presença feminina no conselho teve início em 2014 e avançou gradualmente nos anos seguintes. Em 2025, as mulheres passaram a representar a maioria do colegiado, consolidando um movimento associado à renovação do board e à busca por diferentes competências e experiências para apoiar as decisões estratégicas da empresa.

Mais do que ampliar a representatividade, a Porto incorporou a diversidade à sua agenda corporativa. Há mais de

seis anos, a companhia vem estruturando iniciativas de inclusão como parte de sua estratégia de gestão de pessoas e, posteriormente, integrou o tema aos compromissos públicos assumidos por meio do Regenera, sua estratégia de sustentabilidade.

"A evolução exige intencionalidade, acompanhamento e participação da liderança para que seja consistente e sustentável ao longo do tempo", afirma Garfinkel.

Essa visão foi incorporada à própria estrutura de governança da companhia. O Conselho de Administração supervisiona a agenda por meio do Comitê de Sustentabilidade, enquanto comissões internas levam o tema para as discussões da alta liderança e das diferentes unidades de negócio.

A estratégia também contempla a formação de futuras lideranças. Entre as iniciativas estão programas voltados ao desenvolvimento de mulheres, profissionais negros e pessoas com deficiência, além de ações específicas para preparar talentos para posições de maior responsabilidade.

A Porto estabeleceu como meta atingir 50% de mulheres e 30% de pessoas negras em cargos de liderança até 2030. Para acompanhar essa evolução, criou metas intermediárias anuais e ampliou a responsabilização da liderança. Em 2026, segundo a companhia, 64% dos diretores e diretoras tinham metas vinculadas aos compromissos do Regenera, além da existência de indicadores relacionados à diversidade atrelados à remuneração variável de parte dos executivos.

Na avaliação de Garfinkel, o avanço da diversidade não deve ser encarado apenas como resposta a demandas regulatórias ou reputacionais. Para ele, o tema gera valor quando está conectado à estratégia do negócio e amplia a pluralidade de perspectivas nos processos decisórios.

"Os indicadores são importantes para acompanhar a evolução, mas o sucesso vai além de um percentual específico. É importante garantir que diferentes experiências e visões contribuam efetivamente para as discussões estratégicas."

A percepção dialoga com um dos principais desafios apontados pelo próprio Boardwomen Index. Apesar dos avanços registrados nos últimos anos, grande parte das companhias abertas brasileiras continua distante de refletir, em seus conselhos, a diversidade presente na sociedade e no mercado de trabalho.

Na avaliação de Garfinkel, a ampliação da presença feminina nos conselhos está associada à renovação dos colegiados, à sucessão planejada e ao envolvimento permanente das lideranças. Na Porto, esse movimento foi sendo consolidado ao longo dos anos, acompanhando a evolução da governança da companhia e a incorporação gradual da diversidade às discussões sobre liderança e gestão. **RI**

> **"É importante garantir que diferentes experiências e visões contribuam efetivamente para as discussões estratégicas."**



BRUNO GARFINKEL

DANIELA PENNA
é sócia-diretora da Pitch Comunicação e Membro do Conselho de Comunicação do 30% Club Brazil.
30percentclubbrazil@30percentclubbrazil.org

FIDCs EM 2026

O NOVO MAPA REGULATÓRIO DO CRÉDITO PRIVADO

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) chegam ao fim de 2026 no centro do debate sobre o Crédito Privado brasileiro. Entre março e outubro, três resoluções alcançaram o veículo: duas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e uma do Conselho Monetário Nacional (CMN). Cada uma seguiu lógica própria, e o conjunto suscitou discussões sobre articulação entre reguladores, prazos de adaptação e procedimento de edição.

por **JOÃO PEDRO NASCIMENTO**

O debate é legítimo e merece atenção. Quem acompanha o Mercado de Capitais sabe que momentos de transição criam oportunidades. As novas regras alteram o mapa do setor e, bem interpretadas, revelam rotas antes pouco visíveis. Este artigo propõe essa leitura.

TRÊS NORMAS PARA OS FIDCS

Em março, a **Resolução CVM nº 240/2026** alterou o Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175/2022, que disciplina os FIDCs. O texto tratou do que o fundo adquire. Suprimiu a exigência de plano de recuperação homologado em juízo para que direitos creditórios performados, cedidos por empresas em recuperação judicial ou extrajudicial, sejam considerados padronizados. Também passou a olhar apenas para o devedor ao caracterizar o crédito como não padronizado. A coobrigação de sociedade em recuperação saiu dessa equação.

Em setembro, a **Resolução CMN nº 5.343/2026** tomou outra direção. Desde 13 de outubro, FIDCs e Fundos de Investimento em Cotas de FIDCs (FIC-FIDCs) estão impedidos de adquirir, direta ou indiretamente, direitos decorrentes de processos judiciais e arbitrais. A aquisição passa a exigir crédito líquido, certo e exigível em caráter definitivo. Para o estoque, a resolução criou um regime específico de controle e divulgação, exigível a partir de 4 de janeiro de 2027.

Em outubro, a **Resolução CVM nº 247/2026** voltou ao Anexo Normativo II com outro foco: a informação. A resolução permite que gestores de FIDCs consultem o Sistema de Informações de Créditos (SCR) do Banco Central do Brasil (BCB). As companhias securitizadoras passam a reportar ao sistema, todo mês, suas operações de crédito.

Lidas em sequência, as três resoluções compartilham um fio condutor. O FIDC cresceu, assumiu relevância sistêmica e passou a ser tratado como peça central da intermediação de crédito fora dos bancos. Cada movimento responde a uma face dessa nova posição. E cada um abre uma frente de oportunidade.

CRÉDITO PARA QUEM SE REESTRUTURA

A Resolução CVM nº 240/2026 conecta o FIDC a uma demanda concreta do setor produtivo. Empresas em recuperação judicial precisam de caixa durante a reorganização. Seus recebíveis performados, devidos por clientes adimplentes, eram classificados como não padronizados até a homologação do plano, em razão da condição jurídica do cedente. Essa classificação concentrava a captação, na prática, em investidores profissionais.

“Lidas em sequência, as três resoluções compartilham um fio condutor. O FIDC cresceu, assumiu relevância sistêmica e passou a ser tratado como peça central da intermediação de crédito fora dos bancos. Cada movimento responde a uma face dessa nova posição. E cada um abre uma frente de oportunidade.”

Com a nova regra, esses recebíveis passam a compor carteiras de FIDCs padronizados. A base potencial de cotistas se amplia e alcança investidores qualificados e, observados os requisitos do Anexo Normativo II, o público em geral. Com mais provedores de capital, espera-se que o custo do financiamento caia. O recebível performado circula desde o início da recuperação. O FIDC funciona, assim, como ponte de liquidez para a empresa em reorganização.

O ciclo atual de reestruturações empresariais reforça esse papel. A flexibilização desloca o foco para quem efetivamente paga: o devedor do recebível. Gestores com capacidade de avaliar esse devedor, acompanhar a recuperação e estruturar garantias adequadas encontram aqui um segmento promissor, de função econômica clara.

A mudança dividiu opiniões. Para parte do mercado, a resolução altera o próprio critério de padronização. Na visão desses participantes, a classificação deve seguir ancorada na qualidade intrínseca do ativo (regularidade documental, fluxo previsível e baixo risco). Com a nova regra, a recuperação judicial do cedente ou do coobrigado deixa de afastar a padronização. Ainda assim, o risco dessas empresas permanece na operação.

O rito também foi questionado. A CVM dispensou a Análise de Impacto Regulatório (AIR) e a consulta pública formal.

Entendeu tratar-se de ajuste pontual, que reduz exigências. Houve quem defendesse um diálogo mais amplo com o ecossistema de crédito, sobretudo diante do número recorde de empresas em recuperação judicial no Brasil. Essas objeções delimitam desafios e preservam o potencial do instrumento. A análise do devedor e a diligência do gestor na seleção dos ativos tornam-se ainda mais decisivas.

Com filtros de entrada mais flexíveis, controles internos e governança ganham peso na proteção do investidor, com papel reforçado de gestores, administradores e custodiantes.

INFORMAÇÃO COMO ATIVO

A Resolução CVM nº 247/2026 atende a uma demanda antiga da indústria. Os administradores de FIDCs reportam ao SCR desde 2012. Os gestores, responsáveis pela análise do crédito, dependiam de fontes de terceiros. A partir de 1º de novembro, podem consultar a mesma base utilizada pelas instituições financeiras.

O efeito é de nivelamento. O gestor de FIDC enxerga o endividamento total do devedor com profundidade comparável à de um banco. A seleção de crédito, a precificação e o monitoramento das carteiras ganham precisão. Para as empresas tomadoras, especialmente as de pequeno e médio porte, a melhora da informação estimula a concorrência entre fontes de financiamento.

A consulta é facultativa, e essa escolha permite diferenciação. A gestora que incorpora o SCR à política de crédito, documenta seu uso e o reflete na comunicação com os cotistas eleva seu padrão de diligência. Com o tempo, o uso voluntário tende a se converter em boa prática de mercado, e quem o adota primeiro constrói reputação.

A inclusão das securitizadoras amplia o perímetro de visibilidade. As operações que lastreiam Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) integrarão o mesmo retrato de endividamento. O prazo de adaptação é de doze meses. O resultado é uma visão mais completa do crédito não bancário, útil a gestores, investidores e supervisores. Uma intermediação em expansão fora dos bancos pede informação à altura.

O avanço merece elogio. Corrige uma assimetria antiga: o SCR passa a refletir o endividamento real dos tomadores, dentro e fora do sistema bancário.

Trata-se de tema que defendemos há tempos e que, inclusive, tivemos a oportunidade de reforçar na fala de abertura

A Resolução CVM nº 247/2026 atende a uma demanda antiga da indústria. Os administradores de FIDCs reportam ao SCR desde 2012. Os gestores, responsáveis pela análise do crédito, dependiam de fontes de terceiros. A partir de 1º de novembro, podem consultar a mesma base utilizada pelas instituições financeiras.

do I Congresso Brasileiro de Crédito Privado, realizado em 10 de setembro de 2026, em São Paulo. Na ocasião, sustentamos duas medidas para ampliar a transparência e a segurança do Crédito Privado. A primeira é a identificação do beneficiário final nas cadeias de fundos de investimento. A segunda é a criação de um repositório público com a composição das carteiras de FIDCs. A integração ao SCR vai na mesma direção.

A iniciativa também tem dimensão internacional. Em julho de 2025, o *Financial Stability Board (FSB)* publicou plano de trabalho sobre lacunas de dados na intermediação financeira não bancária. O documento inclui o compartilhamento de informações entre autoridades. O movimento brasileiro segue essa lógica e coloca o País em sintonia com a agenda global.

CRÉDITOS JUDICIAIS: O MERCADO MUDA DE FASE

O ponto sensível do ano está na Resolução CMN nº 5.343/2026, que concentra as reações mais intensas. A vedação alcança um segmento que vinha crescendo: o financiamento de créditos judiciais e arbitrais, conhecido como *legal claims*, no universo das *special situations*. Segundo dados

da CVM divulgados com a medida, os FIDCs somavam exposição de aproximadamente R$ 35,2 bilhões a ações judiciais em julho de 2026. Os impactos são reais e merecem acompanhamento atento.

Aqui, as ressalvas ao rito ganharam força. A resolução foi editada sem consulta pública prévia. Para parte dos participantes, o caminho se afasta das diretrizes de boas práticas regulatórias, sobretudo em medida de tamanho alcance sobre parcela relevante da indústria. A vedação entrou em vigor menos de três semanas após a edição, prazo curto para a adaptação do setor.

A vedação, porém, também recebeu apoio. Para seus defensores, trata-se de resposta necessária para proteger o investidor e conferir maior confiabilidade ao mercado. O objetivo é reforçar a transparência e a consistência na precificação de ativos ilíquidos, com foco em prevenir fraudes apoiadas em expectativas de direito ainda sem definição. Sob essa ótica, a exigência de definitividade aproxima o FIDC de sua vocação: financiar créditos com lastro verificável.

Um exame detido do texto indica uma atividade em transição, com fôlego para seguir crescendo. Três caminhos permanecem abertos.

O primeiro é o crédito definitivo. Os FIDCs seguem autorizados a adquirir créditos judiciais e arbitrais que preencham os requisitos de liquidez, certeza e exigibilidade definitiva. As condições estão descritas com precisão. No processo judicial, exige o trânsito em julgado da fase de conhecimento, da liquidação quando necessária e da etapa de impugnação ou embargos. Na arbitragem, exige sentença que reconheça o direito e fixe o valor, além da superação do prazo da ação anulatória. Critérios objetivos premiam a análise processual rigorosa. Classificar corretamente o estágio de cada ativo torna-se vantagem competitiva, com reflexo direto na elegibilidade, na precificação e no deságio das cessões.

O segundo é o estoque. Os ativos já em carteira estão preservados. Ficam sujeitos a metodologia consistente de avaliação, verificação por auditoria independente, reavaliação diante de fatos processuais relevantes e divulgação mensal da cadeia de cessões. Para gestores bem estruturados, esse conjunto de exigências funciona como selo de qualidade. A divulgação distingue estruturas sólidas, e a confiança dos cotistas acompanha quem demonstra método. Cresce a demanda por prestadores especializados em ativos judiciais.

O terceiro é a estruturação fora do FIDC. A vedação se dirige aos FIDCs e aos FIC-FIDCs. A cessão de créditos judiciais continua lícita, e demais investidores e veículos seguem habilitados a adquiri-los. Novos formatos já entram na pauta do segmento. O conceito de investimento indireto, contudo, é amplo. Abrange cotas de outros veículos, sociedades, contratos e derivativos que capturem os riscos e benefícios desses créditos, no Brasil ou no exterior. Essa via pede análise regulatória e tributária cuidadosa, caso a caso, com foco na substância econômica da operação e no respeito à finalidade da regra.

> **Alguns pontos ainda pedem esclarecimento oficial. É o caso das carteiras de créditos inadimplidos em cobrança judicial e dos compromissos de aquisição firmados antes da vedação. A orientação das autoridades sobre esses temas tende a reduzir incertezas e a acelerar a acomodação do setor.**

Alguns pontos ainda pedem esclarecimento oficial. É o caso das carteiras de créditos inadimplidos em cobrança judicial e dos compromissos de aquisição firmados antes da vedação. A orientação das autoridades sobre esses temas tende a reduzir incertezas e a acelerar a acomodação do setor.

O PROCESSO REGULATÓRIO COMO ESPAÇO DE CONSTRUÇÃO

Os questionamentos apontam, assim, para o processo. O art. 5º da Lei nº 13.874/2019, a Lei da Liberdade Econômica, determina que propostas de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos sejam precedidas de AIR. O Decreto nº 10.411/2020 regulamenta o dever. Admite a dispen-

sa, mediante decisão fundamentada, em hipóteses como urgência, redução de exigências e preservação da higidez dos mercados financeiro e de capitais.

AIR e consulta pública cumprem função que ultrapassa o rito. Permitem à autoridade conhecer a realidade que regula, calibrar a proporcionalidade das medidas e construir legitimidade. Ao longo do nosso período na CVM, defendemos a participação do mercado como parte da qualidade das regras.

O próprio Decreto nº 10.411/2020 orienta o debate para o futuro. Seu art. 21 preserva a validade do ato editado mesmo diante de eventual inobservância do rito, de modo que o foco produtivo está na conformidade imediata. O mesmo decreto prevê a Avaliação de Resultado Regulatório (ARR), que cada órgão organiza em agenda periódica (art. 13). A inclusão das três resoluções nessa agenda é pleito legítimo, e a ARR é o fórum adequado para o setor levar dados sobre seus efeitos.

O calendário próximo favorece essa participação. Em setembro, o Supremo Tribunal Federal (STF) proferiu decisão na Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) nº 7.791. A União tem até noventa dias para avaliar tecnicamente o arcabouço infralegal da CVM, em especial as Resoluções CVM nº 175/2022, nº 50/2021 e nº 45/2021. A ordem menciona a verificação do lastro de direitos creditórios e as operações com precatórios. A decisão também destacou a importância da atuação integrada entre as autoridades e reconheceu ao regulador a definição do conteúdo técnico das regras. O acordo de cooperação técnica firmado entre CVM e BCB em abril de 2026 é um passo concreto nesse sentido. E reforça uma parceria de longa data entre as duas autarquias. A expectativa é que esse alinhamento incorpore o diálogo aberto com o mercado, marca histórica da CVM.

Convergência regulatória e participação do setor formam, portanto, a pauta do próximo ciclo. Associações, gestores, administradores e investidores podem apresentar evidências e propostas de calibragem. Entre elas: estender às novas aquisições as salvaguardas que o CMN instituiu para o estoque; fixar limites de concentração por processo e por devedor; vedar operações com partes relacionadas; exigir prazos mínimos entre cessões sucessivas; e restringir o acesso a investidores profissionais. Contribuições técnicas e bem documentadas costumam influenciar revisões normativas. A discussão sobre a arquitetura de supervisão do sistema, incluindo o modelo por objetivos conhecido como Twin Peaks, encontra nesses casos um teste prático.

AGENDA DE AÇÃO

O momento pede preparo. Para gestores e administradores, a primeira tarefa é classificar cada ativo judicial da carteira segundo os critérios de definitividade da Resolução CMN nº 5.343/2026. Em seguida, vale antecipar a contratação do avaliador independente e ajustar o escopo da auditoria para 2027. Convém mapear os compromissos de aquisição firmados antes da vedação e revisar os regulamentos quanto a eventos de avaliação, reavaliação e liquidação. A cadeia de cessões passará a ser pública. Por isso, a análise de prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo (PLD/FT) dessas operações merece documentação cuidadosa. Do lado das oportunidades, cabe incorporar o SCR à política de crédito e revisitar as teses de financiamento a empresas em recuperação à luz da Resolução CVM nº 240/2026. Vale, por fim, contribuir para a revisão normativa em curso.

Os investidores saem fortalecidos. Com o regime de divulgação do estoque, alocadores e cotistas contam com elementos objetivos para comparar gestores e estruturas. Essa comparação qualifica a escolha e premia a governança demonstrável. A relação fiduciária se apoia, assim, em base informacional mais sólida.

O ano de 2026 redesenhou o mapa dos FIDCs. As críticas indicam ajustes de mérito, de procedimento e de articulação institucional, que o mercado pode ajudar a construir. Os elogios registram avanços na proteção do investidor. O mesmo conjunto de resoluções abre espaço para crédito a empresas em reestruturação, informação de padrão bancário para gestores, transparência como diferencial competitivo e uma produção normativa aberta à participação qualificada. O Crédito Privado cresce quando regra, informação e governança caminham juntas.

Quem ler esse mapa com método encontrará as rotas, na certeza de que o Mercado de Capitais segue como endereço natural do financiamento da economia real. **RI**



JOÃO PEDRO NASCIMENTO
é sócio do JPN Advogados. Ex-Presidente da CVM. Professor da FGV Direito Rio. Doutor e Mestre em Direito Comercial pela USP.
joao.pedro@jpnadv.com.br

innova



O SITE DA SUA EMPRESA REALMENTE TEM A CARA DELA?

WEBSITES DE RELAÇÃO COM INVESTIDORES | CORPORATIVO | E DE SUSTENTABILIDADE

Soluções tecnológicas, sob medida, que enriquecem a experiência de cada visitante e otimizam seu tempo de manutenção.

- **FERRAMENTAS PRÓPRIAS DE RI**
- **TECNOLOGIA RESPONSIVA**
- **SEGURANÇA**
- **CUSTOMIZAÇÃO**
- **SEO**

FERRAMENTAS PRÓPRIAS E CUSTOMIZADAS DE RI:

- Gráficos interativos
- Simulador de investimento
- Evolução das ações
- Séries históricas
- Histórico de cotações
- Plataforma de webcast
- Gestão e disparo de mailing com relatório de envios
- Principais recomendações de acessibilidade do WCAG

QUER SABER MAIS?
BRIDGE.AATB.COM.BR

BRIDGE
COMUNICAÇÃO COM INVESTIDORES

O **RISCO FINANCEIRO** QUE O EBITDA NÃO CONSEGUE MOSTRAR

É suficiente considerar uma empresa financeiramente saudável porque o indicador Dívida Líquida/EBITDA permanece dentro do limite contratual, enquanto o Fluxo de Caixa Operacional (FCO) cobre menos da metade das obrigações financeiras de curto prazo?

por **OSCAR MALVESSI**

A resposta exige uma mudança na forma de analisar e administrar a liquidez. As decisões sobre financiamento não podem ser decididas apenas com base no EBITDA, na disponibilidade momentânea de crédito ou no valor contábil das dívidas. Deve-se considerar a capacidade recorrente de geração de caixa operacional, a evolução do endividamento e ainda, a perspectiva de necessidades de Capital de Giro Operacional Líquido (CGOL).

EM 2025, 39% DAS EMPRESAS ANALISADAS NÃO GERARAM CAIXA OPERACIONAL SUFICIENTE PARA COBRIR OS FINANCIAMENTOS DE CURTO PRAZO.

Portanto, o risco não está somente em confundir EBITDA com caixa. É utilizá-lo como uma medida real que não incorpora a conversão do resultado da operação em caixa e ainda, como informação gerencial para subsidiar as decisões de financiamento, liquidez e crescimento do negócio.

Também é necessário compreender o que impede a conversão do resultado operacional em caixa. O problema pode estar nas margens, nos estoques, nos prazos concedidos aos clientes, na negociação com fornecedores ou em uma estrutura fixa incompatível com o nível de atividade. Sem um diagnóstico claro, o financiamento de curto prazo passa a compensar continuamente as ineficiências da operação.

A gestão financeira precisa estabelecer limites para a relação entre fluxo de caixa e endividamento, de maneira integrada ao planejamento, ainda, vinculada às decisões de crescimento. A finalidade do financiamento é sustentar a estratégia, e não esconder uma incapacidade recorrente em gerar caixa.

No artigo publicado na Revista RI nº293 em agosto de 2025, demonstrou-se que o EBITDA pode transmitir uma percepção equivocada sobre a capacidade financeira das empresas. Embora seja um indicador relevante para medir o desempenho operacional, ele não representa o caixa efetivamente gerado pela operação e disponível para cumprir as obrigações financeiras de curto prazo.

A atualização dessa análise para o ano de 2025, revela uma nova dimensão do problema. Assim, a questão não está apenas na diferença entre EBITDA e Fluxo de Caixa Operacional (FCO), mas no crescente descompasso entre o nível de caixa gerado pela operação e os compromissos financeiros assumidos no curto prazo.

Essa análise considera as 188 empresas que compõem o IGC, Índice de Governança Corporativa da B3, no período de 2021 a 2025. Destaca-se que em 2025, 74 empresas, ou 39% da amostra, apresentaram Fluxo de Caixa negativo após a dedução dos Financiamentos de Curto Prazo (FCDFIN). Em 2021, eram 50 empresas nessa situação.

Isso significa que nessa atualização houve um aumento de 48% no número de empresas sem geração operacional de caixa suficiente para cobrir os financiamentos de curto prazo.

No estudo anterior, dos anos de 2020 a 2024, eram 89 das 203 empresas analisadas apresentavam FCDFIN negativo. Como houve mudança na composição e no tamanho das amostras, os números dos dois estudos não devem ser interpretados como uma comparação direta.

A geração de caixa parou, enquanto o financiamento continuou crescendo.

ENQUANTO O FCO PERMANECEU NO MESMO PATAMAR, PRATICAMENTE DOBROU OS FINANCIAMENTOS DE CURTO PRAZO (FINCP).

O Fluxo de Caixa Operacional (FCO) representa o caixa gerado pelas atividades operacionais depois de deduzir as necessidades do Capital de Giro Operacional Líquido (CGOL). Portanto, o FCO representa uma informação primordial para avaliar a real capacidade financeira da empresa no curto prazo.

Em 2021, conforme a tabela 1 o FCO médio das empresas analisadas era de R$ 1,029 bilhão, oscilando nos anos e retornando ao um valor idêntico em 2025. Desta forma, ao final de cinco anos, não houve crescimento da geração operacional de caixa pelas empresas.

TABELA 1 | Fluxo de Caixa Operacional (FCO): Comportamento no período - Em R$ bilhões

Anos	2021	2022	2023	2024	2025
1 - FCO	1.029	978	853	1.061	1.029
Var (%) Média	100%	95%	83%	103%	100%

Essa estabilidade no FCO seria menos preocupante se os compromissos financeiros também tivessem permanecido estáveis. Entretanto, conforme a tabela 2, ocorreu exatamente o contrário.

Os Financiamentos de Curto Prazo (FINCP), valor que contempla o principal das obrigações de curto prazo e as respectivas despesas financeiras, cresceram 93% no período. Ou seja, enquanto o FCO permaneceu no mesmo patamar, o FINCP praticamente dobrou.

> **A gestão financeira precisa estabelecer limites para a relação entre fluxo de caixa e endividamento, de maneira integrada ao planejamento, ainda, vinculada às decisões de crescimento.**

TABELA 2 | Financiamentos de Curto Prazo (FINCP): Comportamento no período - Em R$ bilhões

Anos	2021	2022	2023	2024	2025
2 - FINCP	-1.145	-1.434	-1.487	-1.727	-2.206
Var (%) Média	100%	125%	130%	151%	193%

A consequência pode ser observada na tabela 3 com o comportamento do FCDFIN (Fluxo de Caixa depois do Financeiro). Ele é calculado deduzindo do Fluxo de Caixa Operacional (FCO), o valor dos Financiamentos de Curto Prazo. Esse indicador demonstra quanto resta do caixa gerado da operação, após o cumprimento das obrigações financeiras de curto prazo. Verifica-se que em valores absolutos, a evolução negativa do FCDFIN de 2025 corresponde a 919%, quando comparado a 2021.

EM 2021, O FCO COBRIA 90% DOS FINANCIAMENTOS DE CURTO PRAZO. ESSA COBERTURA OSCILOU MAIS FOI CAINDO, ENCERRANDO EM 2025 EM APENAS 47%.

TABELA 3 | Fluxo de Caixa após a dedução dos Financiamentos (FCDFIN): Em R$ bilhões

Anos	2021	2022	2023	2024	2025
3 - FCDFIN	-116	-456	-634	-666	-1.177
Var (%) Média	100%	394%	549%	576%	1019%
3.1 - FINCP pelo FCO (1/2)	90%	68%	57%	61%	47%

> Quando o FCO não é suficiente para cobrir o FINCP, a empresa passa a depender da renovação das linhas de crédito, da contratação de novos financiamentos, da venda de ativos, de aportes dos acionistas ou do consumo das reservas de liquidez.

A dimensão desse problema torna-se ainda mais clara quando se relaciona o FCO com o FINCP. Conforme o indicador 3.1 acima, em 2021, o FCO cobria 90% dos financiamentos de curto prazo. Essa cobertura oscilou, ela foi caindo, encerrando em 2025 em apenas 47%.

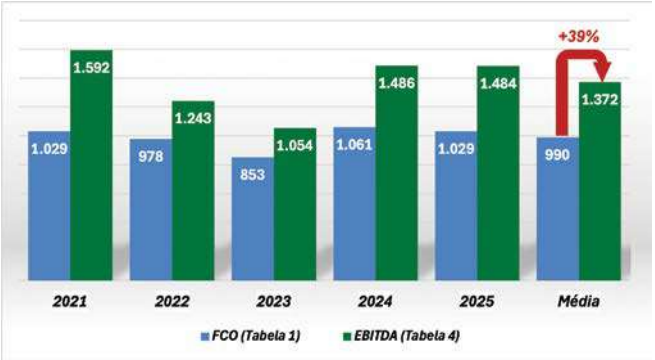
Portanto, o problema não é apenas o tamanho da dívida. Observa-se que o problema é aumentar os compromissos financeiros de curto prazo sem ampliar, na mesma proporção, a capacidade de gerar caixa na operação.

Quando o FCO não é suficiente para cobrir o FINCP, a empresa passa a depender da renovação das linhas de crédito, da contratação de novos financiamentos, da venda de ativos, de aportes dos acionistas ou do consumo das reservas de liquidez. Portanto, uma insuficiência na geração de caixa transforma-se, em dependência financeira, com aumento das despesas financeiras e o risco financeiro.

É justamente nesse ponto que a análise isolada do EBITDA se torna especialmente perigosa.

Na média dos cinco anos das empresas analisadas, de acordo com o gráfico 1, o EBITDA foi 39% superior comparado ao FCO. Em valores o EBITDA médio do período foi de R$ 1,372 bilhão, enquanto o FCO médio foi R$ 990 milhões. Isso representa que, para cada R$ 100 de caixa efetivamente gerado pela operação, o EBITDA indica R$ 139 de desempenho operacional.

GRÁFICO 1 | FCO vs. EBITDA: Comportamento - Em R$ bilhões



Os fundamentos do EBITDA não consideram elementos fundamentais para a correta análise financeira da empresa, como:

a) o valor das necessidades de capital de giro, e
b) os encargos do Imposto de Renda.

Mais do que reconhecer que EBITDA não representa caixa, é preciso compreender os limites de seu uso na gestão financeira. Ao não capturar quanto do resultado operacional efetivamente se transforma em caixa, o EBITDA pode oferecer uma visão incompleta da capacidade financeira da empresa, especialmente quando as informações são usadas para orientar decisões sobre crescimento, liquidez ou financiamento.

A relação da Dívida Líquida/EBITDA também merece atenção.

UMA EMPRESA PODE ATENDER FORMALMENTE A DETERMINADO COVENANT E AO MESMO TEMPO, APRESENTAR FORTE INSUFICIÊNCIA DE CAIXA PARA CUMPRIR SUAS OBRIGAÇÕES FINANCEIRAS MAIS IMEDIATAS.

Na tabela 4 verifica-se que entre 2021 e 2025, o EBITDA médio recuou 7%, passando de R$ 1,592 bilhão para R$ 1,484 bilhão. Entretanto, no mesmo período, a Dívida Líquida aumentou 92%, passou de R$ 2,694 bilhões para R$ 5,163 bilhões. Isso resultou que a relação Dívida Líquida/EBITDA cresceu de 1,7x em 2021 para 3,5x em 2025 (item 4.2 da tabela 4). Com isso, observa-se que os últimos três anos o indicador utilizado como referência em covenants bancários, esteve acima da faixa de 3,0x, encerrando em 2025 em 3,5x.

TABELA 4 | **Dívida Líquida/EBITDA: Indicadores e índice - Em R$ bilhões**

Anos	2021	2022	2023	2024	2025
4 - EBITDA	**1.592**	**1.243**	**1.054**	**1.486**	**1.484**
Var (%) Média	*100%*	*78%*	*66%*	*93%*	*93%*
4.1 - Dívida Líq.	**2.694**	**3.569**	**3.691**	**4.646**	**5.163**
Var (%) Média	*100%*	*132%*	*137%*	*172%*	*192%*
4.2 - Dív. Líq / EBITDA	**1,7x**	**2,9x**	**3,5x**	**3,1x**	**3,5x**

No mercado esse índice é considerado muito importante, entretanto, ele não responde sozinho com a principal questão financeira de curto prazo: será que a empresa está gerando caixa suficiente para cumprir as obrigações que vencem?

Contata-se que em 2025, enquanto a relação Dívida Líquida/EBITDA atingia 3,5x, o FCO cobria apenas 47% (item 3.1 da tabela acima) do valor dos financiamentos de curto prazo. Ou seja, os dois indicadores observam dimensões diferentes do risco financeiro.

A Dívida Líquida/EBITDA relaciona o estoque líquido de dívida com uma medida de resultado operacional. O FCDFIN demonstra o que acontece com o FCO após a dedução dos compromissos financeiros de curto prazo. Assim, uma empresa pode atender formalmente a determinado covenant e ao mesmo tempo, apresentar forte fraqueza de caixa, o que faz com que a empresa não possa cumprir suas obrigações financeiras mais imediatas.

CONCLUSÃO

A análise desses dados de 2021 a 2025 mostram uma deterioração do EBITDA que não pode ser ignorada. O comportamento dos financiamentos de curto prazo cresceu 93% e o déficit do FCDFIN aumentou 919%, enquanto o FCO permaneceu estagnado. Ao mesmo tempo, a dívida líquida avançou 92%, comparado o EBITDA que recuou 7%.

O DESAFIO NÃO É SIMPLESMENTE OBTER MAIS CRÉDITO, MAS RECUPERAR A CAPACIDADE DA OPERAÇÃO PARA FINANCIAR SEUS PRÓPRIOS COMPROMISSOS.

No dia a dia, a pressão financeira não decorre apenas de fatores externos ou das taxas de juros. Ela também está diretamente relacionada à forma como as empresas administram a geração de caixa, o capital de giro e a contratação de obrigações financeiras.

O artigo anterior mostrou que EBITDA não é caixa, enquanto, essa atualização demonstra a consequência de ignorar essa diferença: aumenta-se a dependência de refinanciamento, sem a contrapartida da geração de caixa, o que resulta no aumento do risco financeiro. Portanto, o desafio não é simplesmente obter mais crédito, mas recuperar a capacidade da operação de financiar seus próprios compromissos.

> **Valor não é criado pelo volume de dívida disponível nem pelo valor do EBITDA.**

A gestão orientada pelo Método VEC integra a qualidade dos resultados operacionais, com a geração de caixa, o custo do financiamento e o aumento da criação de valor. Crescer sem transformar resultado operacional em caixa pode aumentar o porte da empresa, mas não necessariamente sua sustentabilidade econômica.

Valor não é criado pelo volume de dívida disponível nem pelo valor do EBITDA. Ele é criado quando a operação gera resultados e caixa suficientes para remunerar o custo do capital investido no negócio, financiar o crescimento preservando a capacidade financeira da empresa. **RI**



OSCAR MALVESSI
é consultor especializado em Criação de Valor, autor do livro "Como criar Valor na sua Empresa - o Método VEC. Publica artigos e tem livros sobre finanças corporativas e valuation. Professor da FGV nos cursos executivos e professor de carreira na área financeira da EAESP FGV por mais de 30 anos.
oscar@oscarmalvessi.com.br

IFRS 18
NA PAUTA DO CONSELHO
MESMO LUCRO, OUTRA HISTÓRIA

A cervejaria dinamarquesa **Carlsberg** adotou a **IFRS 18** em 1º de janeiro de 2026, um ano antes do prazo obrigatório, e reapresentou os números de 2025 no novo formato. O lucro líquido não mudou: 7,0 bilhões de coroas dinamarquesas, antes e depois. Já o lucro operacional caiu 23%, de 13,4 para 10,2 bilhões, e o EBITDA caiu 14%, de 18,8 para 16,2 bilhões. Nada mudou no negócio; mudou a forma de medir a performance. Os "itens especiais", que a companhia apresentava abaixo do lucro operacional, passaram a integrá-lo, e o resultado de equivalência patrimonial saiu dele.

por **RENATA BANDEIRA**



Carlsberg, 2025 (bilhões de coroas dinamarquesas)	Publicado (IAS 1)	Reapresentado (IFRS 18)	Medida ajustada da administração
EBITDA	18,8	16,2	18,5
Lucro operacional	13,4	10,2	13,7
Margem operacional	15,0%	11,5%	15,4%
Dívida líquida/EBITDA	3,3X	N/D	3,3X
Lucro líquido do exercício	**7,0**	**7,0**	**n/a**

Fonte: Carlsberg Group, demonstrações financeiras de 2025 e do primeiro semestre de 2026, e comunicado de 13 de agosto de 2026 sobre o impacto da IFRS 18. Valores arredondados. Na coluna IAS 1, lucro operacional antes de itens especiais.

Agora a pergunta que interessa ao conselho: se o *covenant* da dívida ou a meta do plano de incentivos da sua companhia se refere ao "lucro operacional" ou ao "EBITDA conforme as demonstrações financeiras", qual desses números vale a partir de 2027?

POR QUE É ASSUNTO DE CONSELHO?

A IFRS 18 foi adotada no Brasil como CPC 51 e é obrigatória para as companhias abertas nos exercícios iniciados em 1º de janeiro de 2027. Ela não altera reconhecimento nem mensuração: lucro líquido, patrimônio e caixa permanecem os mesmos. O que muda é a forma como o desempenho é contado, comparado e comunicado, em dois blocos: (1) um novo formato da demonstração do resultado, que padroniza a maneira como o lucro operacional é determinado; e (2) a divulgação obrigatória, nas próprias demonstrações financeiras, das métricas ajustadas adotadas pela companhia, acompanhadas da conciliação com os subtotais previstos na norma e das razões pelas quais a Administração as considera relevantes. Por integrarem as demonstrações financeiras, essas métricas passam também ao escrutínio dos auditores.

Os dois blocos chegam ao conselho por uma terceira via: *covenants,* remuneração variável, incentivos de longo prazo e guidance ancorados nesses números precisam ser revisitados. E há um dado de calendário que costuma surpreender: o ano comparativo é 2026, que será reapresentado no novo formato, linha a linha. O trabalho, portanto, já deveria estar em curso.

O LUCRO OPERACIONAL GANHA DEFINIÇÃO E PERDE FLEXIBILIDADE

A nova demonstração do resultado classifica receitas e despesas em cinco categorias (operacional, investimento, financiamento, tributos sobre o lucro e operações descontinuadas) e exige dois novos subtotais: o lucro operacional e o lucro antes do resultado de financiamento e dos tributos. O resultado financeiro, como o conhecemos hoje, deixa de existir: divide-se

> **A pergunta que interessa ao conselho: se o covenant da dívida ou a meta do plano de incentivos da sua companhia se refere ao "lucro operacional" ou ao "EBITDA conforme as demonstrações financeiras", qual desses números vale a partir de 2027?**

entre retorno de investimentos e custo de financiamento.

A categoria operacional é residual: tudo o que não pertence às demais fica nela. A escolha é deliberada e fecha a porta para "limpar" o resultado operacional de itens incômodos. Reestruturação, impairment, litígios e baixas de ativos permanecem no operacional, ainda que a Administração os considere não recorrentes. Por outro lado, a equivalência patrimonial e os rendimentos de aplicações financeiras saem dele e migram para a categoria de investimento. Como o EBITDA parte do lucro operacional, ele também muda, sem que a companhia tenha feito qualquer ajuste: basta a reclassificação. Foi o que ocorreu na Carlsberg, cujo EBITDA caiu 14% apenas por essa razão.

A tentação de excluir o "não recorrente" não desaparece. Ela migra para as métricas ajustadas, onde passa a ficar visível.

O EBITDA AJUSTADO ENTRA NAS DEMONSTRAÇÕES

O EBITDA é métrica de grande relevância para credores e investidores. Quando ajustado, ele e as demais medidas que a companhia usa para contar ao mercado a sua performance (lucro recorrente, resultado "ex-câmbio") passam a ser o que a norma chama de medidas de desempenho definidas pela administração (MPMs, na sigla em inglês): subtotais de receitas e despesas usados em comunicações públicas, como o release de resultados e a apresentação a investidores.

Todas as MPMs devem constar de uma única nota explicativa, com a descrição da medida, a forma de cálculo, a conciliação item a item com o subtotal contábil mais próximo e, para cada ajuste, o efeito tributário e o efeito sobre a participação de não controladores. Se a medida mudar, a companhia explica o motivo e reapresenta os períodos anteriores. Se deixar de divulgá-la, também precisa explicar o motivo. Não há espaço para conveniência. No Brasil, a resolução da CVM que disciplinava a divulgação voluntária do EBITDA deixará de vigorar em 2027, e a matéria passa a ser tratada por esse novo regime.

A Carlsberg mostra como isso funciona na prática. Sua medida ajustada soma de volta ao lucro operacional a equivalência patrimonial, o câmbio, a amortização de intangíveis adquiridos, os custos de integração e de reestruturação e o impairment, e chega a 13,7 bilhões, acima do número antigo. É sobre essa medida, e não sobre o subtotal da norma, que a companhia dá o seu guidance e calcula a sua alavancagem, que por isso quase não se moveu. A novidade é que cada ajuste está agora conciliado em nota explicativa, sob uma regra que vale registrar: um item não é ajustado apenas por ser incomum, infrequente ou relevante em valor. Há também uma lição de comunicação. Seis dias antes de divulgar o resultado do semestre, a companhia publicou um documento específico com a reconciliação dos números de 2025 entre a norma antiga e a nova, de modo que, no dia do resultado, a conversa com o mercado fosse sobre o negócio, e não sobre a reclassificação.

A implicação de governança é direta. Comunicar a performance deixa de ser um tema exclusivo da área de relações com investidores e passa a envolver a alta administração: a métrica ajustada integra as demonstrações financeiras, é coberta pelos controles internos e pela opinião do auditor externo. Um bom teste para cada ajuste: ele sobrevive a uma pergunta de analista ou a um questionamento da CVM?

O QUE CABE A CADA ÓRGÃO

Ao conselho de administração cabe supervisionar, e não executar: certificar-se de que a diretoria tem um projeto, um responsável e um cronograma, e de que os riscos da transição estão sendo tratados. Ao comitê de auditoria cabe examinar os julgamentos críticos, o inventário de MPMs e a preparação dos controles e sistemas. Ao comitê de pessoas cabe um tema que raramente lhe é levado em projetos contábeis: se a meta do incentivo de longo prazo é o EBITDA ajustado, essa base agora é auditada, e qualquer mudança de cálculo terá de ser explicada e reapresentada. Os dois comitês precisam conversar.

SEIS PERGUNTAS PARA A PRÓXIMA REUNIÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO:

1. Quem é o dono do projeto IFRS 18 e qual é o cronograma até a primeira ITR de 2027?
2. Qual será o nosso lucro operacional de 2025 e 2026 no novo formato, e como ele se reconcilia com o EBIT que divulgamos hoje?
3. Quais medidas usamos em release, apresentações e guidance? Quais estarão no escopo das MPMs, e quais ajustes vamos manter?
4. Algum *covenant*, contrato ou plano de incentivo aponta para um número que muda? Já falamos com os credores e com o comitê de pessoas?
5. Sistemas e plano de contas suportam a nova demonstração, ou estamos dependentes de planilhas?
6. Como e quando vamos explicar ao mercado a diferença entre o "antes" e o "depois"?

Se a diretoria ainda não tem resposta para a segunda pergunta, o projeto está atrasado.

DE QUEM É A MPM?

Resta uma questão que a norma não responde: quem aprova quais medidas existem e quais ajustes entram nelas? O diretor financeiro, a área de RI, o comitê de auditoria ou o conselho? Reconciliar e auditar o EBITDA ajustado pode reduzir a criatividade dos ajustes, ou apenas torná-la mais bem documentada. A diferença dependerá de quem fizer as perguntas, e de quando. O tempo é curto: o tema exige ação imediata em todas as camadas da companhia e deve constar das próximas pautas do conselho, ainda em 2026. **RI**



RENATA BANDEIRA, CPA é parecerista em matéria contábil. Foi membro votante do IFRS Interpretations Committee (2020–2026) e Chief Accounting Officer LATAM, GOL e AZUL, com 29 anos de experiência em contabilidade, tributos e controles internos, em companhias listadas na NYSE e na B3. É doutoranda na Universidade Presbiteriana Mackenzie e foi eleita Profissional de Contabilidade do Ano 2021.
rbbandeira@yahoo.com.br

7th Edition

IR summit

by MZ

SAVE THE DATE

28 de Janeiro 2027

O RI MUDOU

E o IR Summit acompanha essa transformação.

Inscreva-se

Acesse a pesquisa pelo QR Code

O MÍNIMO QUE O ANALISTA DE INVESTIMENTOS PRECISA SABER SOBRE CBPS 01 & CBPS 02

Por muito tempo, o **Relatório de Sustentabilidade** circulou à margem da análise de investimentos e raramente acompanhava a planilha em que se projetam receitas, custos e taxas de desconto. Com efeito, espera-se que os pronunciamentos CBPS 01 e CBPS 02, versões brasileiras das normas IFRS S1 e IFRS S2, modifiquem essa relação ao exigir que riscos e oportunidades ligados à sustentabilidade sejam divulgados segundo sua capacidade de afetar a posição financeira da companhia e com referência explícita às contas das demonstrações contábeis que podem ser atingidas.

por **EDUARDO FLORES**

Em termos técnicos, consta que o CBPS 01 organiza a divulgação da informação financeira relacionada à sustentabilidade em quatro pilares (governança, estratégia, gestão de riscos, métricas e metas), distribuindo os efeitos em horizontes de curto, médio e longo prazo e estabelecendo o princípio da conectividade com as demonstrações financeiras como alguns dos motes principais da divulgação. Já o CBPS 02 aplica essa estrutura ao clima requerendo a separação entre riscos físicos e riscos de transição, as emissões de gases de efeito estufa nos Escopos 1, 2 e 3, bem como a divulgação da resiliência estratégica diante de cenários climáticos e os efeitos financeiros atuais e previstos. Contudo, para quem avalia empresas, a leitura desses relatórios pode ser resumida no seguinte questionamento: quais premissas do modelo de avaliação cada informação permite revisar?

É a respeito dessa questão que tento tratar no capítulo 6 do meu livro "Manual Prático para Elaboração de Relatórios de Sustentabilidade". O argumento central do capítulo é que a informação de sustentabilidade deve ser incorporada às premissas já existentes na análise fundamentalista, sem a construção de um modelo à parte e sem descontos aplicados ao valor final por mera cautela ou casuística. Busca estabelecer uma linha de pensamento em que cada fator

da informação de sustentabilidade divulgada é traduzido em crescimento, margem, investimento ou custo de capital, com justificativa econômica identificável para que os analistas e investidores possam julgar a sua plausibilidade. Adicionalmente, o capítulo também recomenda cuidado com as notas agregadas de ESG, pois empresas com a mesma nota podem estar expostas de formas muito diferentes a um preço de carbono, a uma estiagem prolongada ou a uma mudança tecnológica.

Como muitos desses efeitos dependem de trajetórias futuras incertas, o CBPS 02 requer que a companhia avalie a resiliência de sua estratégia em diferentes cenários. O capítulo trata esse exercício como teste de robustez. A utilidade dos cenários depende da transparência da cadeia que liga hipóteses gerais, variáveis macroeconômicas e premissas financeiras. Tais variáveis bem descritas, permitem ao leitor externo reproduzir o raciocínio e testar premissas alternativas.

O estudo de caso sobre a Vale S.A., em desenvolvimento (Flores & Martins, 2026), examina essas exigências em uma companhia concreta. Nos relatórios de 2024 e 2025, a Vale estima custos com mecanismos de precificação de carbono de até R$ 22 bilhões a valor presente, concentrados a partir de 2030. A companhia também divulga curvas internas de preço de carbono que, no cenário denominado Slow and Constrained, passam de US$ 26 para US$ 193 por tonelada nas economias avançadas entre 2025 e 2050.

A ligação com as demonstrações financeiras da Vale aparece na Nota Explicativa 17 – Informações financeiras relacionadas ao clima de 2025. Ao reconhecer perda por redução ao valor recuperável de R$ 19,5 bilhões nas unidades de níquel no Canadá, a companhia informou a sensibilidade desse valor a cenários de preço do metal associados à transição energética, bem como uma curva de preços 11% superior reduziria a perda em cerca de R$ 8 bilhões, e uma curva 7% inferior a ampliaria em cerca de R$ 7 bilhões. As taxas de desconto utilizadas nesses testes, divulgadas por unidade geradora de caixa, também serviriam de referência para calibrar o custo de capital de cada segmento.

É interessante indicar que os relatórios passaram por asseguração limitada, o que recomenda cautela no uso das informações prospectivas pela extensão dos procedimentos que os auditores conseguem executar nesse formato de trabalho. Além disso, um mesmo risco climático não deve ser incorporado ao mesmo tempo aos fluxos de caixa e ao prêmio de risco da taxa de desconto, sob pena de contá-lo duas vezes.

> **O CBPS 01 e o CBPS 02 oferecem uma base documentada para revisar premissas de receita, custo, investimento, risco, dentre outros relevantes elementos para análise fundamentalista.**

Por fim, mas não menos importante, com a Resolução CVM nº 244, de 2026, a divulgação segundo essas normas deixou de ser obrigatória. Tão logo, as decisões de publicar, manter ou interromper esses relatórios por parte das companhias, assim, a ser também uma informação para o analista à medida que empresas que possuem uma prática negocial alinhada a pressupostos de sustentabilidade e conseguem demonstrar de forma fática que tais ações reverberam nas suas respectivas capacidades de geração de valor para os investidores, tendem a possuir uma inclinação natural para publicarem suas informações. Desse modo, para as empresas que continuarem a divulgá-los, o CBPS 01 e o CBPS 02 oferecem uma base documentada para revisar premissas de receita, custo, investimento, risco, dentre outros relevantes elementos para análise fundamentalista. **RI**

NOTA: *As opiniões expressas neste artigo são de responsabilidade exclusiva do autor e não refletem, necessariamente, a posição institucional da APIMEC Brasil.*



EDUARDO FLORES
é professor do Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA – USP e Coordenador Técnico do CBPS.
eduardoflores@usp.br

QUANDO **A VERDADE** CHEGA **DEGRADADA AO MERCADO**

A INTEGRIDADE DA INFORMAÇÃO É O ELO ENTRE **RISCO CIBERNÉTICO**, **RISCO INSTITUCIONAL** E **REPUTAÇÃO**

Em agosto de 2026, uma análise do Project OSINT mostrou como uma notícia real pode mudar ao ser resumida, traduzida e republicada. O caso envolvia mortes por suicídio entre profissionais ligados ao Comando Cibernético dos Estados Unidos. Na versão que circulava, uma estimativa tornou-se número fechado e uma classificação estatística foi convertida em conexão causal. A história continuava reconhecível, com datas, nomes e números, mas já não dizia o que as fontes sustentavam.

por **GIANFRANCO MUNCINELLI**

A lição está no mecanismo de degradação. A desinformação contemporânea nem sempre é fabricação completa. Muitas vezes, nasce da retirada de uma ressalva ou da repetição de uma interpretação até que pareça evidência. Para o mercado de capitais, uma informação parcialmente verdadeira tende a vencer as primeiras barreiras de desconfiança e pode influenciar risco, preço e decisão antes que a companhia restabeleça os fatos.

A DIMENSÃO ESQUECIDA DO RISCO CIBERNÉTICO

Quando se fala em cibersegurança, o debate costuma se concentrar em vazamento de dados, ransomware e interrupção operacional. Entretanto, a segurança da informação sempre se apoiou em três propriedades: confidencialidade, integridade e disponibilidade. A agenda corporativa avançou na confidencialidade e na disponibilidade, mas ainda trata a integridade como um problema predominantemente técnico. No ambiente informacional, integridade signifi-

> **“A segurança da informação sempre se apoiou em três propriedades: confidencialidade, integridade e disponibilidade. A agenda corporativa avançou na confidencialidade e na disponibilidade, mas ainda trata a integridade como um problema predominantemente técnico.”**

ca preservar exatidão, completude, autenticidade, contexto e rastreabilidade.

Uma narrativa pode comprometer a integridade sem alterar registros da companhia. Basta que um vídeo seja editado, um porta-voz seja imitado ou uma estimativa preliminar perca o qualificativo. A IA generativa torna esse processo mais barato, rápido e escalável. O Fórum Econômico Mundial colocou desinformação e informação incorreta na segunda posição entre os riscos globais de curto prazo em 2026, enquanto a insegurança cibernética ocupou a sexta. Enxergá-las separadamente oculta a interação decisiva: o incidente fornece matéria-prima para a narrativa, e a narrativa amplia seu impacto.

DA INFORMAÇÃO AO RISCO INSTITUCIONAL



É nesse ponto que o cyber risk se transforma em risco institucional. O evento deixa de atingir apenas dados ou operações e passa a testar a capacidade da organização de estabelecer uma versão confiável dos fatos. A consequência reputacional não decorre somente do que aconteceu, mas também da demora, da contradição, do exagero ou da falsa certeza presentes na resposta.

MATERIALIDADE ANTES DA CERTEZA

Para Relações com Investidores, o desafio raramente consiste em distinguir verdade e mentira depois que a investigação terminou. A decisão difícil ocorre enquanto os fatos ainda mudam. A Resolução CVM 44 considera relevante a informação capaz de influenciar significativamente a cotação dos valores mobiliários ou a decisão de comprar, vender ou manter esses ativos, e exige divulgação clara, precisa e acessível. Nos Estados Unidos, as regras da SEC determinam que incidentes cibernéticos materiais sejam comunicados com seus aspectos relevantes de natureza, escopo, momento e impacto material ou razoavelmente provável. Em ambos os casos, a lógica central é a utilidade para a decisão do investidor.

Isso não significa preencher lacunas com especulação. Significa declarar, com disciplina, o que está confirmado, o que permanece preliminar, o que ainda não foi verificado e quando ocorrerá a próxima atualização. Qualificadores como "até", "aproximadamente", "preliminar" e "sob investigação" não são fraquezas estilísticas. São controles de integridade. Retirá-los pode transformar uma comunicação prudente em promessa, uma hipótese em causa e uma faixa de exposição em perda consumada.

Uma manifestação de voto da CVM publicada em julho de 2026, em processo envolvendo ex-diretores do IRB Brasil RE, ilustra a importância dessa precisão. O caso continha acusações de divulgação seletiva e de informação falsa. Houve absolvição por questões probatórias e de enquadramento, mas o documento retomou o dever de divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro. A distinção é valiosa: o desfecho jurídico não equivale a uma avaliação positiva da governança da comunicação. A confiança pode ser destruída mesmo sem infração nos termos imputados.

RI COMO CONTROLE INSTITUCIONAL

A área de RI não deve ingressar na resposta apenas quando a equipe técnica conclui o diagnóstico. Ela precisa integrar a estrutura de resposta a incidentes ao lado de cibersegurança, riscos, jurídico, compliance e comunicação. O NIST Cybersecurity Framework 2.0 reforçou essa orientação ao acrescentar a função Govern e ao tratar a cibersegurança como fonte de risco empresarial a ser considerada pela alta liderança juntamente com riscos financeiros e reputacionais.

> **Para conselhos, executivos e profissionais de RI, a pergunta decisiva já não é apenas se a companhia foi atacada. É se ela consegue defender, linha por linha, a versão que apresentou ao mercado. Quando essa resposta é negativa, a organização já está exposta, ainda que todos os sistemas permaneçam disponíveis. Confiança digital nasce da capacidade institucional de comunicar sem correr à frente das evidências e sem chegar depois da narrativa.**

Essa integração exige protocolo de verificação. Antes de divulgar ou contestar uma afirmação, a companhia deve identificar a fonte, preservar qualificadores, separar evidência de inferência, registrar a versão aprovada e definir a alçada. Cada posicionamento deveria esclarecer o evento conhecido, o alcance confirmado, os efeitos observados, as incertezas, as medidas adotadas e a próxima atualização. Novos fatos devem atualizar a posição sem apagar a trilha anterior.

A inteligência de fontes abertas, ou OSINT, pode funcionar como controle corporativo. Seu papel não é investigar pessoas, mas monitorar narrativas, rastrear afirmações e identificar perdas de precisão. Tempo entre rumor e detecção, velocidade de propagação, alcance, divergência da fonte e tempo até uma posição autorizada transformam um problema difuso de imagem em exposição gerenciável.

Também é necessário testar o arranjo. Exercícios de crise deveriam incluir inserções narrativas: áudio falso atribuído ao presidente, estimativa preliminar publicada como definitiva, perfil fraudulento de RI ou notícia correta com conclusão causal não sustentada. O teste revela se a companhia preserva velocidade, precisão, coordenação e materialidade quando o mercado está aberto.

REPUTAÇÃO É CONSEQUÊNCIA, NÃO EXPLICAÇÃO

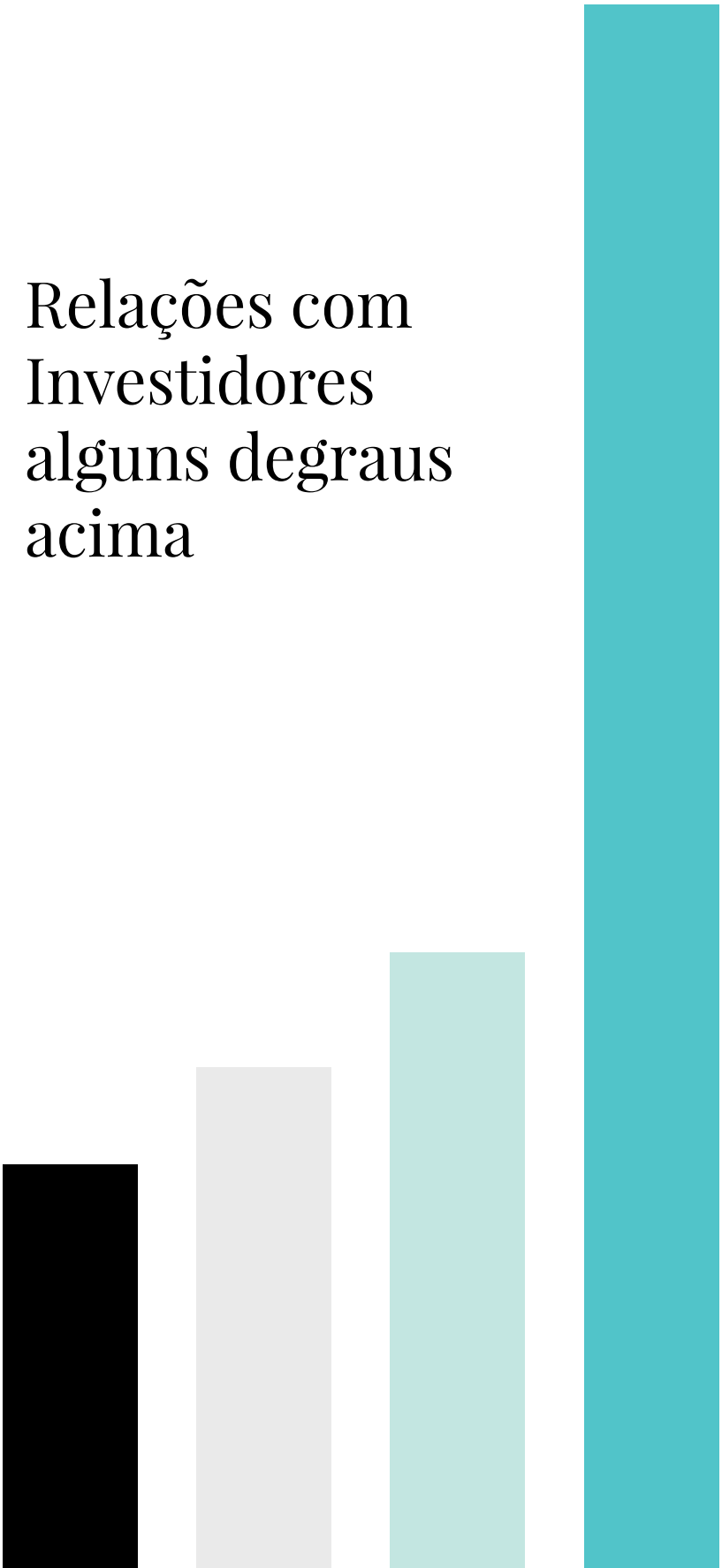
O rótulo "risco de imagem" é frequentemente usado como explicação genérica para qualquer dano de confiança. Uma formulação mais útil separa o evento, a vulnerabilidade e a consequência. O evento pode ser um incidente cibernético ou uma informação degradada. A vulnerabilidade pode estar na governança fragmentada, na ausência de fonte oficial, na lentidão decisória ou na inconsistência entre porta-vozes. A consequência aparece na perda de credibilidade, na reação regulatória, no custo de capital, no comportamento de clientes e na avaliação do mercado.

A fronteira emergente da cibersegurança, portanto, não é apenas proteger servidores. É proteger a cadeia de evidências que liga o fato àquilo que o mercado recebe. Em um ambiente no qual sistemas automatizados resumem, traduzem e republicam conteúdos em escala, a fonte é evidência, o qualificativo é controle e a transparência sobre a incerteza é governança.

Para conselhos, executivos e profissionais de RI, a pergunta decisiva já não é apenas se a companhia foi atacada. É se ela consegue defender, linha por linha, a versão que apresentou ao mercado. Quando essa resposta é negativa, a organização já está exposta, ainda que todos os sistemas permaneçam disponíveis. Confiança digital nasce da capacidade institucional de comunicar sem correr à frente das evidências e sem chegar depois da narrativa. **RI**

GIANFRANCO MUNCINELLI
é executivo, professor e autor. Atua em governança, gestão de riscos, cibersegurança e privacidade.
gianfranco@muncinelli.com.br

Relações com Investidores alguns degraus acima



Existem informações financeiras que realmente fazem a diferença — capazes de transformar a visão do mercado sobre a sua empresa.

Na Elos Ayta, ajudamos a identificar esses insights estratégicos, elevando a atuação da sua área de Relações com Investidores e destacando sua organização entre todas as listadas na B3.

Converse com nosso time. Nossa análise orientada por dados e inteligência de mercado permite que as equipes de RI atuem de forma ainda mais relevante, com decisões que impulsionam valor e confiança junto aos stakeholders.

elosayta@elosayta.com.br

ELOS AYTA

Traduzimos mercados

PARTES RELACIONADAS EM FIE

A REGRA QUE PROTEGE CONTRA UM CONFLITO QUE MUDOU DE LUGAR

A vedação foi desenhada para um mercado verticalizado. No modelo multisseguradora, a premissa de que a seguradora influencia a carteira do fundo sob gestão independente não se sustenta integralmente na atualidade.

por **RODRIGO CAVENAGHI** e **LUCAS GERMANO**

O Plano de Regulação 2026 da Superintendência de Seguros Privados – Susep colocou entre suas prioridades a revisão e a adequação de normativos dos segmentos de seguros, previdência complementar aberta, capitalização e resseguro – *agenda retomada pelo Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP na 237ª Reunião Ordinária, em março*. Há, porém, dispositivo que merece disputar espaço nessa fila, ainda que não esteja entre os temas destacados: a regra que afasta da condição de ativo garantidor os ativos emitidos por partes relacionadas à seguradora nos fundos de investimento especialmente constituídos (FIEs) vinculados a planos PGBL e VGBL.

A norma está no artigo 3º, § 2º, do Regulamento anexo à Resolução CMN nº 4.993/2022, com a redação dada pela Resolução CMN nº 5.016/2022, que ampliou o alcance original para abarcar, também, ativos adquiridos em operações comerciais ou financeiras com partes relacionadas. O parágrafo 3º define quem são essas partes: entidades controladas, diretamente ou por meio de outras entidades controladas, ou cujo controle seja compartilhado, as entidades pertencentes ao mesmo grupo econômico, ou seja, entidades controladoras e as entidades por elas controladas, bem como as entidades sob controle comum, administradores ou mem-

> **O desenho mudou atualmente. A gestão por casas independentes – sem vínculo empresarial, de controle ou de participação cruzada com a seguradora – deixou de ser exceção, e consolidou-se o modelo multisseguradora, em que um mesmo fundo, constituído e gerido por gestora independente, é distribuído simultaneamente por seguradoras concorrentes entre si.**

bros de conselhos estatutários da sociedade seguradora ou da sociedade de capitalização ou da entidade aberta de previdência complementar ou do ressegurador local e respectivos cônjuges ou companheiros e parentes até o segundo grau, entidades em que estas últimas detenham participação igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital.

Repare no que a definição alcança indiretamente: o gestor do fundo, ainda que independente.

A PREMISSA QUE SE ROMPEU

A vedação faz sentido no desenho de mercado em que nasceu. A indústria de fundos de investimento no Brasil, como em boa parte do mundo, originou-se dentro dos grandes conglomerados bancários, que prestam serviços de gestão de recursos de terceiros e, no mesmo movimento de integração vertical, constituíram ou incorporaram suas próprias seguradoras e entidades abertas de previdência complementar.

A literatura de economia financeira já demonstrou, com evidência empírica robusta, que essa integração vertical entre gestão de ativos e outras atividades do conglomerado – bancária ou de distribuição de seguros – gera risco estrutural de conflito de interesse: fundos afiliados a grupos bancários tendem a apresentar desempenho inferior ao de fundos não afiliados, e o hiato de performance se concentra justamente nas carteiras que sobreponderam ativos ligados ao banco controlador, inclusive como fonte de funding para o próprio conglomerado em momentos de estresse.

Nesse desenho, é o conglomerado – banco, gestora e seguradora sob controle comum – que também gere os FIEs de PGBL e VGBL por ele distribuídos: arranjo em que há suscetibilidade para se direcionar a carteira a ativos do próprio grupo, capitalizando o conglomerado à custa do participante. Ali, a vedação a partes relacionadas é antídoto direto a um risco de agência bem documentado, porque o agente que decide a carteira e o agente que se beneficiaria do desvio são, com frequência, parte da mesma estrutura econômica.

O desenho mudou atualmente. A gestão por casas independentes – sem vínculo empresarial, de controle ou de participação cruzada com a seguradora – deixou de ser exceção, e consolidou-se o modelo multisseguradora, em que um mesmo fundo, constituído e gerido por gestora independente, é distribuído simultaneamente por seguradoras concorrentes entre si.

Dados do Ranking de Gestão de Fundos de Investimento da Anbima, base de fevereiro de 2025, permitem dimensionar essa transformação em nível de mercado. O ranking segrega patrimônio líquido por gestora na categoria “Previdência”, listando cerca de 253 gestoras atuantes no segmento, com patrimônio líquido total aproximado de R$ 1,55 trilhão. Os treze maiores grupos financeiros e seguradores do país concentram, sozinhos, o equivalente a 86% desse patrimônio. O saldo restante – pouco mais de 13% do total, ou seja, monta próxima a R$ 200 bilhões – distribui-se entre as demais gestoras do ranking, entre as quais figuram dezenas de casas sem vínculo empresarial com seguradoras, hoje relevantes na distribuição multisseguradora.

A proporção é reveladora por dois ângulos. De um lado, confirma que a gestão independente de recursos previdenciários, embora minoritária em patrimônio, já não é fenômeno marginal: dezenas de gestoras sem vínculo com seguradoras dividem hoje uma fatia expressiva do mercado. De outro, evidencia que a arquitetura normativa da vedação a partes relacionadas – desenhada para um mercado em que gestor e distribuidor pertenciam ao mesmo grupo – hoje se aplica a uma fração crescente do patrimônio do setor em

> Em vez de o sucesso comercial do fundo ampliar sua capacidade de atuação, como ocorreria em quase qualquer outro negócio de escala, ele a reduz. Quanto mais seguradoras aderem à distribuição – e, portanto, quanto maior o fundo –, menor se torna, na prática, seu universo investível.

que essa premissa de verticalização simplesmente não se verifica ou deveria, ao menos, ser recalibrada.

A regra se apoia em duas premissas: a de que a seguradora tem interesse em beneficiar empresas ligadas a ela e a de que dispõe de meios para fazê-lo pela carteira do FIE. A primeira segue de pé – o interesse não desaparece quando a gestão é terceirizada. A segunda, não. Isso porque, quando o gestor é independente e o fundo é distribuído por várias seguradoras, nenhuma delas dispõe de instrumento societário, contratual ou de governança para determinar a composição da carteira. A relação é de distribuição, não de mandato. A decisão de investimento é prerrogativa exclusiva do gestor, exercida sob dever fiduciário próprio e sob o regime de responsabilidade que a Resolução CVM nº 175/2022 lhe atribui. A estrutura comporta essa pluralidade: o artigo 17 do mesmo Regulamento exige que seguradoras e entidades abertas sejam, direta ou indiretamente, os únicos cotistas do FIE – no plural.

Há, ainda, um efeito colateral que a norma não antecipou. No modelo multisseguradora, o fundo não observa a lista de partes relacionadas de uma única seguradora apenas, mas a soma das listas de todas as seguradoras que o distribuem – cada nova distribuidora adiciona seu próprio conjunto de vedações ao universo de ativos que o gestor já não pode comprar. Na prática, isso inverte uma lógica que seria de se esperar: em vez de o sucesso comercial do fundo ampliar sua capacidade de atuação, como ocorreria em quase qualquer outro negócio de escala, ele a reduz. Quanto mais seguradoras aderem à distribuição – e, portanto, quanto maior o fundo –, menor se torna, na prática, seu universo investível.

O PROBLEMA DE AGÊNCIA QUE MUDOU DE ENDEREÇO

A vedação em exame é, na taxonomia de Armour, Hansmann e Kraakman para os problemas de agência no direito societário, uma estratégia regulatória clássica: uma proibição categórica de conduta, adotada para conter o risco de que o agente – a seguradora, quando também gestora do FIE – capture em proveito próprio ou de partes a ela ligadas os recursos confiados pelo participante, seu principal. Os autores demonstram que esse tipo de resposta jurídica pressupõe a persistência do problema de agência que a motivou: quando as condições fáticas que geram o risco de expropriação se alteram, a mesma prescrição regulatória perde parte de sua justificação funcional, ainda que sua redação formal permaneça inalterada.

É exatamente o que ocorre no modelo multisseguradora: o agente que hoje decide a composição da carteira – o gestor independente – não é mais o mesmo agente para o qual a vedação foi desenhada, e a seguradora distribuidora, destituída de poder de mandato sobre a carteira, deixa de ocupar a posição de agente potencialmente oportunista que a regra pressupõe. Uma estratégia de governança mais fina – como o disclosure, já empregado pela regulação para a taxa de performance dos FIEs – tende a ser mais eficiente do que a proibição categórica precisamente quando o problema de agência original se dissocia da estrutura de propriedade e controle que o gerou.

A ideia acima não implica que a situação deva ser resolvida com afrouxamento das regras cabíveis, mas a modulação dos efeitos de uma norma que foi escrita para impedir um conflito de interesse específico, cuja redação deixou de fora outras situações em que esse mesmo conflito não tem o mesmo grau de suscetibilidade e risco. Situação essa comum quando normas pensadas para um mercado mais concentrado e verticalizado passam a conviver com arranjos de gestão de recursos mais pulverizados.

UMA REVISÃO CIRÚRGICA

A distinção relevante está na posição do gestor na estrutura econômico-empresarial. Onde o gestor (ou o administrador)

integra o mesmo grupo econômico da seguradora – o arranjo verticalizado em que o banco controla, a um só tempo, a seguradora e a gestora –, a vedação continua justificada: ali, o mesmo conglomerado decide a carteira e teria maior suscetibilidade para se beneficiar de desvios. O ajuste necessário é outro: afastar a regra na hipótese em que o gestor é independente – sem vínculo societário, de controle ou de grupo econômico com a seguradora distribuidora –, caso em que a parte potencialmente conflitada (a seguradora) não detém poder de mandato sobre a carteira que decide.

O próprio Regulamento já admite modulação. O § 4º do artigo 3º afasta a vedação para ações integrantes de índice de mercado que seja referência da política de investimento do fundo, respeitada a proporção de cada papel no índice. O fundamento é exatamente o aqui invocado: quando a decisão do gestor não é discricionária, a suspeita de autocontratação perde objeto.

No lugar da vedação categórica, dois instrumentos. O primeiro é o disclosure em regulamento, na linha do que o art. 4º das Circulares Susep nº 698 e nº 699, ambas de 2024, já faz com a remuneração por desempenho: o regulamento do FIE e a documentação de oferta identificariam quando o fundo mantém ou pode manter posições em ativos de empresas ligadas a alguma das distribuidoras.

O segundo é um teste objetivo de independência – ausência de participação societária relevante, de assentos em conselho de administração ou fiscal e de controle direto ou indireto entre gestor e distribuidora – como condição para o afastamento da regra, aproveitando parâmetros já consolidados na regulação de partes relacionadas aplicável a instituições financeiras.

Duas objeções merecem resposta. A primeira é o conflito indireto: a seguradora poderia preferir, entre fundos equivalentes, aquele gerido por casa com relações comerciais com o seu grupo. O alcance da objeção é menor do que parece, porque quem decide onde o dinheiro entra é o participante – a seguradora não direciona aporte, monta prateleira. E o poder de curadoria é inversamente proporcional ao tamanho da oferta: numa plataforma com centenas de fundos de dezenas de gestoras, a margem para favorecer um parceiro é estreita. Onde a curadoria pesa de fato – prateleira curta, montada em torno de casas do próprio conglomerado –, a vedação segue incidindo pela via do gestor, que a proposta preserva. Sobra a franja das alocações automáticas: fundo padrão do plano, carteiras de ciclo de vida, transferência automática entre FIEs do mesmo plano em função do saldo acumulado. Aí a escolha do participante é apenas inicial, ou inexistente, e é aí que o disclosure precisa ser mais rigoroso – o que reforça o remédio proposto.

> **“É o momento de perguntar se ainda faz sentido estreitar o universo investível do participante – e onerar com um controle impraticável justamente quem gere o seu dinheiro – para conter o conflito de interesse de quem não decide a carteira.”**

A segunda objeção é a dificuldade de verificar independência caso a caso em arranjos societários complexos, que é precisamente o que o teste objetivo pretende endereçar. A competência para o ajuste é do CMN, sob proposta da Susep. Com a agenda regulatória de 2026 aberta à revisão de normativos de previdência aberta, é o momento de perguntar se ainda faz sentido estreitar o universo investível do participante – e onerar com um controle impraticável justamente quem gere o seu dinheiro – para conter o conflito de interesse de quem não decide a carteira. **RI**

RODRIGO CAVENAGHI
é sócio-executivo da Kapitalo Investimentos e co-responsável pelas áreas de Operações, Compliance e Produtos. Engenheiro de Produção pela Escola Politécnica da USP, integra a gestora desde 2010, com atuação voltada à estruturação operacional, regulatória e de produtos de investimento, incluindo fundos destinados ao segmento de previdência.
rodrigo.cavenaghi@kapitalo.com.br

LUCAS GERMANO
é Advogado com atuação em direito societário e nos mercados financeiro e de capitais. É graduado em Direito pela FGV Direito Rio e possui LL.M. em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais pelo Insper, programa voltado à especialização jurídica aplicada à regulação e às atividades desses mercados.
lucas.germano@kapitalo.com.br

DIGNIDADE ATÉ O FIM

O DIREITO DE DECIDIR SOBRE A PRÓPRIA MORTE

Em meados de 1990, minha esposa, mesmo diante da minha forte recusa, resolveu adotar uma gatinha siamesa. Na época, o país quase parava em frente aos televisores acompanhando a novela “Pantanal”. Logo, a gatinha ganhou o nome de Juma Marruá.

por **JURANDIR SELL MACEDO**

Tempo depois, teve três filhotes, que logo foram doados a amigos. Um dos amigos acabou demorando para pegar o seu e, finalmente, desistiu. Na época, eu fazia mais uma das releituras do meu livro preferido, e o filhote insistia em pular sobre as páginas. Ganhou o nome de Sancho Pança.

Juma e Sancho acompanharam a chegada dos nossos filhos, a mudança para nossa atual casa e a família se estruturando, passando, a fazer parte dela. Um dia, porém, os motivos pelos quais eu não queria adotar um animal se materializaram: Sancho foi diagnosticado com um câncer terminal. Vendo o imenso sofrimento pelo qual ele passava, solicitei a um veterinário uma injeção letal que interrompeu o sofrimento do meu amigo.

Poucos anos antes, minha avó paterna sofria de dores excruciantes e rezava com toda a sua fé para ter a vida abreviada. Nos momentos de maior aflição, perguntava em voz alta a Deus o que teria feito de tão errado na vida para merecer aquele sofrimento.

Dada sua religiosidade, ela acreditava que suas dores eram uma escolha divina e jamais pensaria em abreviar por conta própria o fim da vida. Porém, revoltava-se com os tratamentos prescritos pelos médicos que suas filhas insistiam em lhe fornecer. Não tenho dúvidas de que as filhas julgavam estar fazendo o bem e, certamente, quando ela finalmente partiu, aos 99 anos, devem ter sentido uma mistura de sofrimento e alívio.

É a partir dessas duas experiências distintas que quero refletir sobre nossa relação com a morte. Evidentemente, existem diferenças fundamentais entre a decisão que tomamos por um animal e aquela que um ser humano pode tomar sobre a própria existência. Há, porém, uma pergunta que atravessa as duas histórias: até que ponto prolongar a vida, independentemente das circunstâncias, representa um bem?

Minha avó, assim como qualquer pessoa com convicções religiosas, tinha todo o direito de interpretar seu sofrimento segundo sua fé. Respeitar a fé de cada um é um dever

fundamental, mas a questão é saber até que ponto a fé de uma pessoa ou de um grupo pode ser imposta a quem não compartilha dessas mesmas crenças. Será que alguém tem o direito de pautar as escolhas alheias com base nas próprias convicções morais?

É aqui que entramos em um dos debates éticos mais complexos de nosso tempo: a relação entre dignidade humana, autonomia individual e o direito de decidir sobre o próprio fim.

Dignidade é o valor intrínseco que todo ser humano possui simplesmente por sua condição humana. Não depende de mérito, riqueza, utilidade, saúde ou posição social. Uma pessoa não perde sua dignidade quando envelhece, adoece, perde a autonomia ou passa a depender integralmente de terceiros. Reconhecer essa dignidade, porém, também significa respeitar seus valores, suas convicções e sua capacidade de decidir sobre a própria existência.

É nesse ponto que surge uma questão incômoda: se consideramos a autonomia um dos fundamentos do respeito à dignidade humana, por que ela deveria deixar de ser reconhecida quando uma pessoa, plenamente consciente e livre de pressões, deseja antecipar uma morte inevitável para interromper um sofrimento que considera intolerável?

No dia 1º de março de 2023, entreguei à Celina, minha companheira, meu testamento vital, ou diretivas antecipadas de vontade, devidamente registrado em cartório. Nele, descrevi como gostaria de ser tratado em caso de doença terminal, quando não pudesse mais decidir, e quais cuidados desejaria receber em caso de demência.

Ela começou a chorar e perguntou se eu iria morrer. Rindo, disse que essa era a única certeza que tinha na vida, só não sabia quando. Ela demorou a se convencer de que eu não tinha nenhuma doença grave e que aquele era apenas o exercício de um direito respaldado pela Resolução nº 1.995 do CFM. Felizmente, em 6 de abril de 2026, foi sancionada a Lei nº 15.378, que instituiu o Estatuto dos Direitos do Paciente, reconhecendo expressamente a autodeterminação e as diretivas antecipadas de vontade.

Foi um avanço, sem dúvida. Porém, ainda falta reconhecer o direito à morte assistida.

É importante distinguir três conceitos. A ortotanásia permite que a morte siga seu curso natural, sem intervenções desproporcionais para prolongar artificialmente o processo de morrer. O suicídio medicamente assistido ocorre quando um profissional de saúde fornece, dentro de critérios legalmente estabelecidos, os meios para que o próprio paciente realize o ato que provocará sua morte. Já na eutanásia voluntária, o ato final é realizado por outra pessoa, geralmente um profissional de saúde, a pedido do paciente.

“Dignidade é o valor intrínseco que todo ser humano possui simplesmente por sua condição humana. Não depende de mérito, riqueza, utilidade, saúde ou posição social. Uma pessoa não perde sua dignidade quando envelhece, adoece, perde a autonomia ou passa a depender integralmente de terceiros. Reconhecer essa dignidade, porém, também significa respeitar seus valores, suas convicções e sua capacidade de decidir sobre a própria existência.”

No Brasil, a eutanásia e o auxílio ao suicídio continuam proibidos e sujeitos à responsabilização penal.

Não vejo razão para que nosso país deixe de discutir seriamente a possibilidade de reconhecer o direito à morte assistida, com critérios rigorosos para assegurar que a decisão seja consciente, informada, voluntária e livre de pressões familiares, econômicas ou sociais.

Reconhecer o direito de escolher livremente a morte assistida não significa impor essa escolha a ninguém. Significa justamente o contrário: respeitar o direito de cada pessoa de decidir segundo seus valores, sua consciência e suas convicções. Quem acredita que a vida pertence a Deus deve ter todo o direito de viver e morrer de acordo com sua fé. Quem pensa de outro modo também merece ter sua liberdade respeitada.

Essa é a proposta defendida pela associação brasileira Eu Decido (eudecido.org.br), que trabalha pelo reconhecimento da autonomia nas decisões sobre o fim da vida. Seu manifesto parte de um princípio que considero fundamental: a vida é um direito, não um dever. A organização defende que pessoas adultas, capazes de decidir de maneira consciente e independente, possam solicitar a morte assistida em situações de sofrimento considerado insuportável, decorrente de determinadas condições graves, incuráveis ou irreversíveis.

Não se trata de uma proposta isolada. A Holanda e a Bélgica legalizaram a eutanásia em 2002. Luxemburgo fez o mesmo em 2009. A Suíça possui uma longa tradição de reconhecimento do suicídio assistido, enquanto o Canadá, a Espanha, a Nova Zelândia e a Austrália adotaram legislações próprias. Na América Latina, Colômbia e Equador reconheceram o direito por decisões judiciais, e o Uruguai aprovou sua legislação em 2025.

As legislações são diferentes. Alguns países permitem a eutanásia, outros apenas o suicídio assistido. Há exigências distintas quanto à gravidade da doença, à terminalidade e à avaliação médica. Todos esses exemplos, porém, mostram que é possível discutir o tema no âmbito das instituições democráticas, estabelecendo regras, limites e mecanismos de proteção.

Defender a morte assistida não significa abrir mão do dever de proporcionar cuidados paliativos, tratamento da dor, acolhimento e assistência de qualidade. Ao contrário, essas alternativas precisam estar disponíveis para que a escolha seja verdadeiramente livre.

Minha avó acreditava que deveria suportar seu sofrimento até que Deus decidisse pelo fim de sua vida. Respeito profundamente sua convicção. Não compartilho dela, porém, e não gostaria de ser obrigado a seguir o mesmo caminho.

Reconhecer o direito de escolher livremente a morte assistida não significa impor essa escolha a ninguém. Significa justamente o contrário: respeitar o direito de cada pessoa de decidir segundo seus valores, sua consciência e suas convicções.

Quem acredita que a vida pertence a Deus deve ter todo o direito de viver e morrer de acordo com sua fé. Quem pensa de outro modo também merece ter sua liberdade respeitada.

Afinal, o Estado laico não existe para proteger os que creem nem os que não creem, mas para impedir que qualquer convicção, religiosa ou secular, se converta em obrigação para quem não a compartilha.

A dignidade humana não exige que todos façamos as mesmas escolhas, mas que sejamos respeitados em nossa liberdade de fazê-las. **RI**



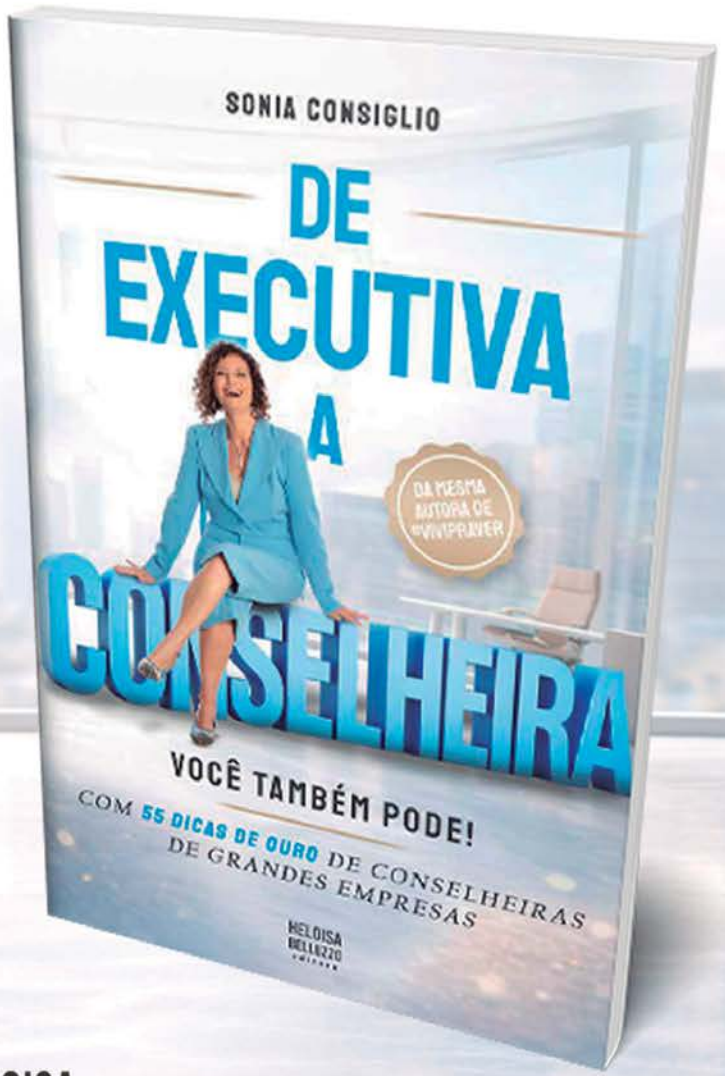
JURANDIR SELL MACEDO, CFP
é doutor em Finanças Comportamentais, com pós-doutorado em Psicologia Cognitiva pela Université Libre de Bruxelles (ULB) e diretor da Alento Educação Financeira.
jurasell@gmail.com

SONIA CONSIGLIO

DE EXECUTIVA A CONSELHEIRA, VOCÊ TAMBÉM PODE!

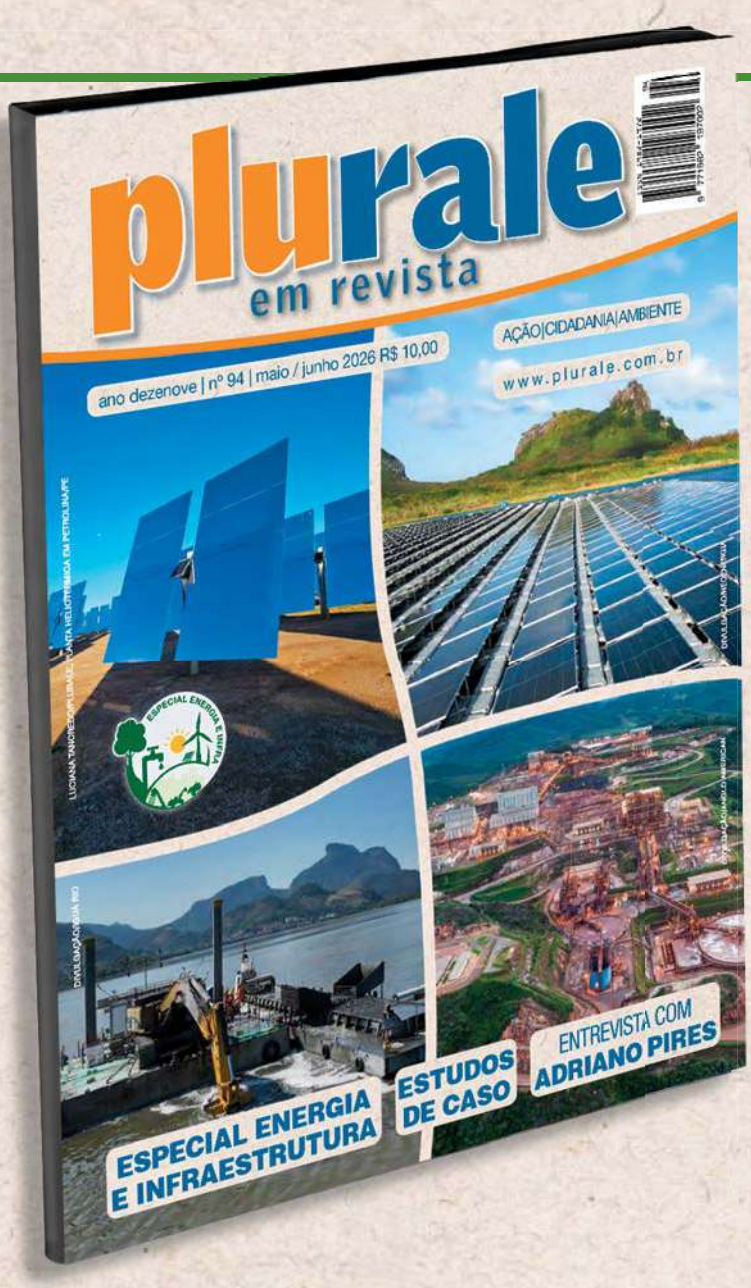
NOVO LIVRO DE SONIA CONSIGLIO TRAZ DICAS PRÁTICAS PARA UMA NOVA FASE DE CARREIRA

Com base em suas vivências de sucesso, Sonia compartilha os mais importantes passos e ferramentas práticas para conquistar um lugar em Conselhos Corporativos.
O livro também traz 55 dicas de conselheiras de grandes empresas.
Leitura indispensável para quem deseja se destacar neste campo.



Adquira o seu em:
www.heloisabelluzzoeditora.com.br

HELOISA
BELLUZZO
editora



HÁ 19 ANOS PLURALE CONQUISTOU LUGAR DE DESTAQUE COMO UMA DAS PRINCIPAIS MÍDIAS DE ESG. VÁRIAS EMPRESAS VÊM ANUNCIANDO EM PLURALE AO LONGO DE SUA TRAJETÓRIA. ANUNCIE TAMBÉM!

plurale em revista 19 anos

Plurale: Plural até no nome
www.plurale.com.br
e-mail sonia.araripe@plurale.com.br

IBRI RI cria VALOR Notícias



PREMIAÇÃO

“O **Prêmio APIMEC IBRI** colabora para o desenvolvimento do mercado de capitais ao reconhecer profissionais e empresas que adotam as melhores práticas de transparência, governança e relacionamento com investidores.”

NAIR SALDANHA, sócia
Madrona Advogados

PÁGINA 62

IBRI participou de toque da campainha que abriu a Semana Mundial do Investidor

PÁGINA 66

IBRI promove curso sobre Obrigações Regulatórias das Companhias Abertas

PÁGINA 68

IBRI e S&P Global realizam curso sobre Gerenciamento de Base Acionária

PÁGINA 70

Madrona Advogados destaca o papel do Prêmio APIMEC IBRI no desenvolvimento do mercado de capitais

"O **Prêmio APIMEC IBRI** colabora para o desenvolvimento do mercado de capitais ao reconhecer profissionais e empresas que adotam as melhores práticas de transparência, governança e relacionamento com investidores", declara **Nair Veras Saldanha**, sócia da área de Corporativo e M&A do escritório **Madrona Advogados**.

por **RODNEY VERGILI**

Em sua 7ª edição, o Prêmio APIMEC IBRI reconhece os profissionais de Relações com Investidores, analistas e empresas que se destacaram pela adoção das melhores práticas de mercado ao longo de 2026.

Entre os temas que ganham espaço na agenda de boas práticas do mercado está o uso da inteligência artificial, destaca Nair Saldanha.

Os advogados do Madrona Advogados examinam os cuidados para o uso de inteligência artificial como apoio e em que circunstâncias sua aplicação, por exemplo, pode resultar em responsabilidade.

A IA (Inteligência Artificial) já auxilia, por exemplo, Conselhos de Administração a analisar documentos, comparar cenários e avaliar riscos. Ao selecionar informações e produzir recomendações, essas ferramentas também podem influenciar as deliberações.

Para Nair Saldanha, a utilização de inteligência artificial suscita uma questão relevante para a governança corporativa. "Quais cuidados se esperam dos conselheiros que se apoiam em análises produzidas por IA e em que circunstâncias seu uso pode resultar em responsabilidade?", questiona.



NAIR VERAS SALDANHA

Segundo os advogados do Madrona Advogados, essa questão pode ser examinada sob três perspectivas: o dever de diligência na tomada de decisões apoiadas por IA, a proteção das informações da companhia e a supervisão dos riscos associados ao uso dessas ferramentas.

O DEVER DE DILIGÊNCIA

O artigo 153 da Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A.) estabelece o dever de diligência dos administradores, exigindo que, no exercício de suas funções, empreguem o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios. Nos termos dos artigos 138 e 145 da Lei das S.A., os membros do Conselho de administração estão sujeitos a esse dever, bem como aos demais deveres e responsabilidades aplicáveis aos administradores.

"Não existe, entretanto, uma única forma de atuar diligentemente, mas uma zona de comportamentos que podem ser considerados diligentes. O administrador dispõe de uma margem de discricionariedade para escolher entre alternativas razoáveis", afirma **Nathalia Faili Queiroz**, advogada da área de Corporativo e M&A do Madrona Advogados.

"Assim, o eventual insucesso de alguma decisão de negócios não caracteriza, por si só, violação desse dever nem implica responsabilização do administrador, desde que ele tenha atuado de maneira diligente, de boa-fé e no que razoavelmente considerava ser o melhor interesse da companhia, em linha com a teoria da business judgment rule e com os artigos 158 e 159, § 6º, da Lei das S.A.", complementa Nathalia Queiroz.

"O cumprimento do dever de diligência não pressupõe, portanto, decisões infalíveis, mas uma atuação informada e cuidadosa. Essa atuação compreende a obtenção e a avaliação das informações necessárias ao entendimento dos riscos, das vantagens e das desvantagens envolvidos na decisão a ser tomada", afirma.

Segundo a advogada, é legítimo recorrer a especialistas e ferramentas de apoio, desde que o administrador preserve condições de avaliar as informações recebidas e identificar situações que demandem correções, esclarecimentos adicionais ou complementações.

OS DESAFIOS TRAZIDOS PELA IA

"A utilização de IA acrescenta desafios a esse dever de atuação diligente. Sistemas generativos podem apresentar informações incorretas em linguagem convincente, omitir ressalvas ou formular conclusões aparentemente seguras sem fundamentos suficientes", alerta **Bernardo Santos**, sócio da área de Proteção de Dados do Madrona Advogados.

Mesmo quando não erram, esses sistemas podem operar de forma pouco transparente, o que dificulta compreender como determinada conclusão foi alcançada. Podem também reproduzir vieses presentes nos dados utilizados em seu treinamento e, ao selecionar e organizar as informações apresentadas, influenciam quais questões chegam ao Conselho e de que modo são enquadradas, observa Bernardo Santos.



NATHALIA QUEIROZ



BERNARDO SANTOS

> **"O cumprimento do dever de diligência não pressupõe, portanto, decisões infalíveis, mas uma atuação informada e cuidadosa. Essa atuação compreende a obtenção e a avaliação das informações necessárias ao entendimento dos riscos, das vantagens e das desvantagens envolvidos na decisão a ser tomada."**

"Esse conjunto de fatores favorece o chamado viés de automação: a tendência de confiar excessivamente nos resultados de sistemas automatizados, sem examinar criticamente as premissas que os sustentam", diz Bernardo Santos.

Nair Saldanha cita como exemplo uma aquisição avaliada com apoio de IA. "A ferramenta pode apresentar projeções favoráveis sem considerar uma contingência relevante ou, mesmo sem cometer erro propriamente dito, priorizar premissas e informações que conduzam a análise em determinada direção", observa.

"As falhas ou limitações da ferramenta não significam, automaticamente, que o administrador descumpriu seu dever. O que importa é a postura crítica adotada diante dos resultados apresentados", enfatiza Nair Saldanha.

Nesse contexto, o cumprimento do dever de diligência exige uma compreensão mínima sobre o funcionamento, as limitações e os riscos das ferramentas de IA utilizadas. Não é necessário conhecimento técnico especializado, mas capacidade de avaliar se a inteligência artificial é adequada à tarefa e em que medida seus resultados precisam ser conferidos ou submetidos a especialistas.

"A intensidade dessas verificações depende da relevância da decisão e do peso atribuído à recomendação: organizar uma pauta de reunião não exige os mesmos cuidados que fundamentar uma aquisição ou uma decisão de investimento", pondera Nathalia Queiroz.

A DECISÃO CONTINUA SENDO DO ADMINISTRADOR

"A IA, portanto, não substitui o julgamento do administrador, e a decisão continua sendo dele. Acolher uma recomendação da ferramenta não é, por si só, uma falha. A diligência se verifica na forma como essa recomendação foi examinada, questionada e incorporada a uma decisão efetivamente informada", resume Nair Saldanha.

Para demonstrar que a decisão foi efetivamente informada, é importante documentar o processo decisório como um todo. O registro das informações consideradas, dos questionamentos realizados e dos fundamentos das deliberações pode contribuir para demonstrar, em eventual discussão sobre responsabilidade, como o administrador exerceu suas atribuições.

"Isso é especialmente relevante diante da dificuldade de reconstruir como uma recomendação automatizada influenciou determinada decisão", observa Nathalia Queiroz.

SIGILO E PROTEÇÃO DAS INFORMAÇÕES

Além do dever de diligência, o uso de IA envolve o dever de sigilo e exige atenção à proteção das informações confidenciais da companhia.

"A inserção desses conteúdos em ferramentas de IA sem garantias adequadas de segurança e confidencialidade pode expor a companhia, e terceiros que realizam negócios com ela, a riscos de acesso, armazenamento ou utilização indevida dos dados", destaca Bernardo Santos. Segundo o sócio do escritório Madrona Advogados, "essa conduta estaria em desacordo, entre outros, com o dever de sigilo previsto no artigo 155 da Lei das S.A., além de ensejar possíveis violações da Lei Geral de Proteção de Dados".

SUPERVISÃO DOS RISCOS

Para além da conduta individual, a responsabilidade pode ser examinada sob a perspectiva da supervisão dos riscos associados à utilização de IA pela companhia, em linha com a competência do Conselho de Administração para fiscalizar a gestão dos diretores, prevista no artigo 142, inciso III, da Lei das S.A.

"Nesse contexto, a adoção de uma política corporativa pode contribuir para estabelecer diretrizes de uso, identificar as aplicações mais relevantes, atribuir responsabilidades e definir mecanismos de controle e monitoramento", afirma Nair Saldanha.

"Essa supervisão deve considerar aspectos como a confiabilidade dos resultados, a ocorrência de falhas, a transparência e a rastreabilidade dos sistemas, os riscos de discriminação, a segurança das informações e as condições de utilização dos dados pelos fornecedores", explica Bernardo Santos. Para ele, é importante que a companhia disponha de mecanismos de avaliação periódica, acompanhamento de incidentes e correção de eventuais distorções.

"O desafio não está apenas em incorporar essas ferramentas às atividades da companhia, mas em assegurar que seu uso seja acompanhado de decisões informadas, avaliação crítica dos resultados, proteção das informações confidenciais e supervisão adequada dos riscos envolvidos. A tecnologia pode apoiar o exercício das funções dos administradores, mas não substitui o julgamento e a responsabilidade que lhes cabem", conclui Nair Saldanha.

SOBRE O PRÊMIO APIMEC IBRI

O Prêmio APIMEC/IBRI celebra a excelência no mercado de capitais e financeiro por meio de oito categorias, destacan-

do os profissionais e iniciativas que fazem a diferença no setor. Os finalistas são indicados e votados por um grupo seleto de analistas credenciados CNPI (Certificado Nacional do Profissional de Investimento), associados da APIMEC Brasil (Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais do Brasil), profissionais de RI e associados do IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores), garantindo credibilidade e relevância na escolha dos vencedores. A auditoria externa assegura total transparência no processo.

CONHEÇA AS CATEGORIAS PREMIADAS:

Melhor Analista de Valores Mobiliários Small Cap: Premiando os analistas independentes (autonômos) ou analistas integrantes de instituições ou de casas de análise de menor porte, que tiveram grande impacto no mercado.

Melhor Analista de Valores Mobiliários Middle/Large Cap: Reconhecendo a atuação de analistas integrantes de instituições ou de casas de análise de grande porte, que se destacaram com análises aprofundadas e insights estratégicos para o mercado.

Melhor Analista de Valores Mobiliários Pessoa Jurídica Small Cap: Reconhecendo a atuação das instituições e casas de análise de menor porte, que impactaram o mercado com suas análises.

Melhor Analista de Valores Mobiliários – Pessoa Jurídica Middle/Large Cap: Dedicado a instituições e casas de análise de maior porte que tiveram maior relevância no mercado de capitais e financeiro.

Melhor Profissional de Relações com Investidores – Small/Middle Cap: Para os especialistas que constroem pontes entre empresas e investidores em companhias de médio porte.

Melhor Profissional de Relações com Investidores – Large Cap: Destacando o trabalho dos grandes nomes de RI, responsáveis por empresas que movimentam bilhões.

Melhor Prática e Iniciativa de Relações com Investidores – Small/Middle Cap: Inovação e excelência na comunicação e transparência das empresas de médio porte.

Melhor Prática e Iniciativa de Relações com Investidores – Large Cap: Premiando as grandes corporações que elevam o padrão de governança e relacionamento com investidores.

Os vencedores serão escolhidos com base em critérios rigorosos, refletindo inovação, excelência e impacto no mercado. Essa iniciativa reforça o compromisso da APIMEC Brasil e do IBRI com a valorização dos profissionais do setor.

A cerimônia do 7º Prêmio APIMEC IBRI acontecerá, em 10 de dezembro de 2026, na Arena MZ, em São Paulo (SP). O Prêmio já conta com o patrocínio das empresas: Forvis Mazars, Grant Thornton, Innova All Around the Brand, Madrona Advogados e MZ.

Para mais informações, basta acessar:
https://www.premioapimecibri.com.br/

Votação para o **Prêmio APIMEC IBRI** vai até **23 de novembro de 2026**

A votação para a 7ª edição do Prêmio APIMEC IBRI teve início em 19 de outubro e vai até o dia **23 de novembro de 2026**. A edição deste ano acontece em 10 de dezembro de 2026, a partir das 19h, na MZ Arena (Alameda Vicente Pinzon, 51, Vila Olímpia, em São Paulo - SP). Os associados do IBRI e da APIMEC Brasil receberam o link de acesso para votação por e-mail. Ao participar da votação, profissionais e companhias reforçam o papel essencial do relacionamento com investidores e o impacto positivo das boas práticas na construção de um mercado mais sólido, confiável e inovador.

IBRI participou de toque de campainha que abriu a Semana Mundial do Investidor



Emerson Drigo, Diretor Jurídico do IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores), e **Rodney Vergili**, Coordenador da Comissão de Comunicação Institucional do Instituto, participaram da cerimônia de toque de campainha na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), realizada em 5 de outubro de 2026, que marcou a abertura oficial da Semana Mundial do Investidor.

A 10ª edição da WIW (World Investor Week) é uma campanha global coordenada pela IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários) e pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) no Brasil, que tem como objetivo promover a educação financeira e a proteção dos investidores.

A edição de 2026, que celebrou os dez anos da iniciativa, foi realizada de 5 a 11 de outubro, sob o lema nacional "Invista no seu futuro. Proteja-o hoje".

Com o tema "Na dúvida, fale com o RI", o IBRI reforçou uma orientação simples e essencial aos investidores: toda companhia aberta possui uma área de RI (Relações com Investidores), cujos dados de contato estão disponíveis no site oficial da empresa.

A participação do Instituto na Semana Mundial do Investidor enfatizou a importância de buscar informações em fontes oficiais, especialmente diante de declarações de influenciadores com promessas de ganhos fáceis ou conteúdos que gerem dúvidas. Nessas situações, a área de RI é um canal de referência para esclarecer questões relacionadas à companhia.

CVM
A abertura oficial da Semana Mundial do Investidor, realizada em 5 de outubro de 2026, contou com a participação de **Maria Lúcia Macieira**, Superintendente de Orientação aos Investidores e Finanças Sustentáveis da Comissão de Valores Mobiliários.

"A palavra que melhor representa esta Semana Mundial do Investidor é consciência. Consciência para decidir e para investir. Consciência para buscar informação. A tecnologia pode acelerar a informação, as oportunidades e até os golpes, mas ela não precisa acelerar a nossa decisão. Proteger o futuro não é apenas pensar no que vamos ganhar amanhã, é cuidar, hoje, das decisões que podem fazer diferença na nossa vida amanhã. E a CVM tem buscado levar educação financeira para públicos cada vez mais diversos. Estamos chegando a comunidades indígenas, desenvolvendo projetos-piloto de educação financeira na primeira infância e participando de iniciativas voltadas a professores, universitários e outros públicos. A ideia é a mesma: proporcionar que uma pessoa aprenda a fazer perguntas, avaliar informações e tomar decisões conscientes", declarou Maria Lúcia Macieira.

O vídeo da campanha do IBRI para a Semana Mundial do Investidor contou com a participação de **Jennifer Almeida**, Coordenadora do IBRI; **Fernando Foz de Macedo**, Presidente do Conselho de Administração do IBRI; e **Danilo Herculano**, Conselheiro do IBRI e Head de Relações com Investidores, M&A e Distribuição Institucional do BMG.

Para assistir ao vídeo da participação do IBRI
na Semana Mundial do Investidor, basta acessar:
https://www.youtube.com/watch?v=YjDn0vonIdY

Para assistir ao vídeo de toque de campainha na abertura
da Semana Mundial do Investidor na B3, basta acessar:
https://www.youtube.com/watch?v=Z-1BxuMAkX0&t=1987s

Fernando Foz e **Fábio Coelho** participam do 8º episódio do podcast "**Conexão IBRI**"

"O profissional de Relações com Investidores constrói pontes. Ele tem de levar as informações de dentro da empresa para fora com maestria e confiança. Além disso, o RI traz os anseios dos investidores para dentro da organização", destaca **Fernando Foz**, presidente do Conselho de Administração do IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores), no oitavo episódio do podcast "Conexão IBRI".

O bate-papo foi conduzido por **PH Zabisky**, CEO da MZ, e contou com a participação de **Fábio Coelho**, presidente da AMEC (Associação de Investidores no Mercado de Capitais). "Desde a pandemia da Covid-19, o perfil do profissional de RI mudou exponencialmente. Transmitir notícia boa é fácil. O investidor valoriza a senioridade, a confiança e a experiência da área de RI exatamente quando a empresa precisa transmitir uma notícia ruim. É aí que o investidor vai testar a comunicação da companhia e sua proximidade com o mercado", afirma Fábio Coelho.

Durante a conversa, falaram sobre a postura do profissional de RI e das companhias em momentos de crise, a importância de antecipar as provocações dos investidores,



FÁBIO COELHO, FERNANDO FOZ e PH ZABISKY

a liquidez e a conexão com o mercado. "O papel do RI experiente é tentar traduzir os anseios do lado de fora da companhia para o lado de dentro", conclui Fábio Coelho.

Para acompanhar o podcast "Conexão IBRI"
na íntegra, basta acessar:
https://www.youtube.com/watch?v=8PCeClYvMno

IBRI promove curso sobre obrigações regulatórias das companhias abertas no mercado de capitais para RI

O IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores) realiza o curso on-line Obrigações Regulatórias das Companhias Abertas no Mercado de Capitais Brasileiro para RI, de 1º de outubro a 5 de novembro de 2026, às 19h. Com 9 aulas e carga horária de aproximadamente 18 horas, o treinamento é voltado a diretores e profissionais de RI, equipes jurídicas e de governança corporativa, e demais especialistas que lidam com as exigências da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão).

O curso combina o conhecimento técnico das normas com uma perspectiva prática sobre os desafios enfrentados pelas equipes responsáveis por divulgar informações e se relacionar com o mercado.

As aulas serão conduzidas por advogados do **TozziniFreire** com atuação cotidiana junto a companhias abertas e profissionais de RI, proporcionando aos participantes uma visão aplicada dos temas. A abordagem prioriza as responsabilidades dos emissores e o papel das equipes de RI e jurídica na coordenação, revisão e suporte ao cumprimento das obrigações regulatórias.

Entre os assuntos previstos estão panorama regulatório das companhias abertas e o papel do RI; Formulário de Referência; demonstrações financeiras, ITR e DFP; Informe de Governança e informações ASG; Assembleias Gerais; voto a distância; fatos relevantes e comunicados ao mercado; política de divulgação; negociação com valores mobiliários; recompra de ações; insider trading; janelas de bloqueio; sanções administrativas e riscos regulatórios.

A programação também confere atenção especial a temas estratégicos para o cotidiano dos profissionais de RI, como Assembleias Gerais, divulgações periódicas e regime de negociação com valores mobiliários.

Pedro Jardim é o novo coordenador da Comissão Jurídica do IBRI

Pedro Jardim de Paiva Barroso, Gerente Jurídico responsável pelo atendimento da Diretoria Financeira e de Relacionamento com Investidores da Petrobras e pela coordenação da defesa da Petrobras em disputas internacionais, é o novo coordenador da Comissão Jurídica do IBRI. Pedro Jardim é Advogado da Petrobras há 18 anos. Há uma década, responde pelo assessoramento jurídico à Diretoria Financeira e de Relacionamento com Investidores, bem como pela defesa dos interesses da Companhia em todas as suas disputas internacionais. Atua em temas de regulação do mercado de capitais no Brasil e no exterior, captação de recursos, operações financeiras, processos administrativos perante a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e arbitragens internacionais. Possui LL.M. (Master of Laws) pela University of California, Davis (UC Davis) e é Mestre em Direito Civil pela PUC-Rio. O IBRI deseja sucesso ao Pedro Jardim à frente da Comissão Jurídica.



PEDRO JARDIM

Guilherme Setubal e Igor Jacarini destacam a importância do **Programa de Mentoring do IBRI** para o mercado de capitais

"O profissional de RI tem duas grandes características. Ele precisa ser relacional, pois não adianta ser extremamente técnico se não souber se conectar com o outro, já que não conseguirá transmitir seu conhecimento. A segunda característica é dominar a realidade da companhia e saber traduzir esse conhecimento para o investidor, seja ele pessoa física ou jurídica. Lembrando que são públicos diferentes e a forma de contar a história da companhia também tem que ser diferente", enfatiza **Guilherme Setubal**, diretor de Relações com Investidores, Institucionais e ESG da Dexco, no sétimo episódio do podcast Conexão IBRI.

O episódio do podcast já está no ar e conta com a participação de Guilherme Setubal e **Igor Jacarini**, profissional de Relações com Investidores (RI) e associado do IBRI. Conduzido por **PH Zabisky**, CEO da MZ, o bate-papo abordou dicas práticas para os profissionais de RI, as soft skills que esses profissionais precisam desenvolver e outros temas relevantes do dia a dia da profissão.

"O RI precisa ouvir mais do que falar. É muito importante ter a escuta ativa", destaca Igor Jacarini.

Além disso, os dois entrevistados comentaram sobre o Programa de Mentoring do IBRI, que já está em sua 9ª edição. O Programa é uma oportunidade para associados receberem aconselhamento personalizado, baseado em experiências reais e conhecimento consolidado dos mentores. Trata-se de um espaço exclusivo e estratégico de trocas de vivências com o objetivo de alavancar carreiras e proporcionar desenvolvimento contínuo na área de Relações com Investidores.

Guilherme Setubal atua como mentor do programa, iniciativa que já contou com a participação de Igor Jacarini como mentorado. "Sempre me candidato como mentor porque é uma forma de ajudar o mercado e retribuir tudo o que o IBRI já me proporcionou", ressalta Guilherme Setubal.

Quando participou do Programa de Mentoring do IBRI, Igor estava migrando de uma gestora de recursos para uma companhia de capital aberto. "Assim que entrei na empresa, senti a necessidade de entender um pouco mais sobre o mercado de capital aberto e as interações com a CVM e a B3. A mentoria veio justamente para preencher essa lacuna", concluiu Igor Jacarini.



IGOR JACARINI, GUILHERME SETUBAL e PH ZABISKY

> **"Assim que entrei na empresa, senti a necessidade de entender um pouco mais sobre o mercado de capital aberto e as interações com a CVM e a B3. A mentoria veio justamente para preencher essa lacuna."**

Para acompanhar o podcast "Conexão IBRI" basta acessar: **https://www.youtube.com/watch?v=LSRlGemy8F8**

IBRI Notícias

Agende-se para a 6ª Semana do RI do IBRI

A 6ª Semana do RI do IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores) acontecerá do dia 23 a 27 de novembro de 2026, das 09h às 10h, via Zoom. O objetivo da Semana do RI é trazer palestras de renomados nomes do mercado de capitais, para debater temas usuais e não usuais da área, buscando, também, atrair novos interessados pela profissão de Relações com Investidores (RI). A cada dia uma das Comissões do IBRI será responsável por promover discussão sobre um tema de interesse. Este ano, haverá debate sobre as mudanças trazidas pelo IFRS 18 para as áreas de RI; Financiamento verde; Divulgação de Informações de Sustentabilidade à Luz das Resoluções CVM 193 e 244 e do Ofício Circular SEP/SNC n. 2/2026; entre outros assuntos em análise. Para mais informações sobre a Semana do RI basta acessar o site do IBRI (www.ibri.com.br) e acompanhar as redes sociais do Instituto.

IBRI inaugura Área Restrita exclusiva para associados

É com grande prazer que informamos a inauguração da Área Restrita no site do IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores). Exclusiva para os associados, a área tem como objetivo ampliar o acesso a conteúdos e informações institucionais, além de fortalecer o relacionamento com a comunidade de profissionais de Relações com Investidores. A iniciativa integra os esforços do Instituto para ampliar os benefícios oferecidos aos associados, promover a troca de conhecimentos e contribuir para o desenvolvimento contínuo da profissão de Relações com Investidores. A nova área será um espaço dedicado aos associados, reunindo conteúdos e informações de interesse da comunidade de RI. Os detalhes sobre o acesso foram enviados por e-mail pela MZ.

IBRI e S&P Global realizam curso sobre Gerenciamento de Base Acionária

O IBRI (Instituto Brasileiro de Relações com Investidores) e a S&P Global promovem o curso "Gerenciamento de Base Acionária", no dia 18 de novembro de 2026, das 9h às 11h, via Zoom. Ministrado em inglês, o treinamento abordará, na primeira parte, as ações (segmentação, consenso e tendências de participação acionária) e, na sequência, a parte de dívida (renda fixa e visibilidade dos detentores de títulos). Mais informações no site do IBRI (www.ibri.com.br) e nas redes sociais do Instituto.

Novos Associados do IBRI

Em outubro de 2026, o IBRI registrou dez novos associados das seguintes empresas: **Caramuru Alimentos S.A.**; **Cemig**; **COPASA**; **Madrona Advogados**; **Petrobras**; **Santos Brasil**; e **SLC Agrícola.**

ibri
Instituto Brasileiro de Relações com Investidores

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO: Presidente: Fernando Foz de Macedo | **Vice-Presidentes:** Bruna Gambôa (CSU DIGITAL) e Lícia Rosa (ITAÚSA) **Conselheiros:** Augusto Vilela (NEOGRID); Danilo Herculano Andrade da Silva (BMG); Gustavo Lopes Rodrigues (ITAÚ UNIBANCO); Luciana Oliveti Chiminazzo (VALE); Marcus Thieme (CARAMURU ALIMENTOS); Marina Miranda (GRUPO PH); Natasha Utescher (AURA MINERALS); e Roberta Varella

DIRETORIA EXECUTIVA: Presidente: Luiz Roberto Cardoso | **Diretora Regional São Paulo:** Mariana Fontenelle (KLABIN | **Diretor Regional Minas Gerais:** Leonardo Ferraz (BANCO MERCANTIL) | **Diretora Regional Rio de Janeiro:** Carla Dodsworth Albano Miller (AXIA ENERGIA) | **Diretor Regional Sul:** Alceu Albuquerque (GRENDENE) | **Diretor Jurídico:** Emerson Drigo da Silva (VDV Advogados) | **Diretor Financeiro:** Rafael Mingone

Rua Correia Dias, 184 / 11º andar - Paraíso - 04104-000 - São Paulo, SP Tel.: (11) 3106-1836 e (11) 96649-7101
Website: www.ibri.com.br | **Email: ibri@ibri.com.br**

O juro alto nos EUA e a fome de capital da Inteligência Artificial

O mercado americano acabou de subir a taxa básica de juros, mas a discussão vai muito além da política monetária. Parte importante do que está acontecendo nos Estados Unidos passa por uma aposta cada vez maior na inteligência artificial.

por **RODRIGO CERVEIRA**

O The New York Times descreveu o fenômeno de forma direta: existem, na prática, duas economias nos Estados Unidos: a da IA e a de todo o resto. Sem o boom de chips e data centers, o crescimento teria ficado em torno de 1% e, com ele, chegou perto do dobro. O investidor e pesquisador Paul Kedrosky resumiu de maneira ainda mais direta: "Honey, AI capex is eating the economy". O gasto de capital em IA, que representava menos de 0,1% do PIB em 2022, caminhava para 2% em 2025, levando em consideração US$ 1.800 por americano.

A dimensão desses investimentos já interfere nos próprios números da economia americana. Durante anos, as grandes empresas de tecnologia financiaram boa parte dessa expansão com o caixa que geravam. Esse cenário começou a mudar. O Times registrou mais de US$ 200 bilhões em títulos emitidos pelas maiores empresas de IA somente em 2026. A Reuters mostrou que Alphabet, Amazon e Meta já colocaram quase US$ 220 bilhões em bonds neste ano, mais do que o dobro de 2025.

O The Wall Street Journal chamou atenção para outra parte menos visível da conta: nove companhias carregam cerca de US$ 3 trilhões em compromissos fora do balanço relacionados a data centers e chips. O Financial Times identificou outro movimento, com mais de US$ 120 bilhões estruturados por meio de SPVs, envolvendo investidores como Pimco, BlackRock e Apollo, além de bancos de Wall Street.

O problema é que o custo desse dinheiro está subindo. Por exemplo, a revista semanal financeira Barron's, publicada pela Dow Jones & Company, destacou que a construção dessa infraestrutura ficou mais cara justamente quando a Moody's projeta US$ 785 bilhões em gastos dos hyperscalers em 2026 e US$ 1 trilhão em 2027. Os yields dos títulos de 30 anos chegaram a níveis não vistos em quase duas décadas. Em uma emissão longa, o Tesouro americano pagou 5,22%, maior custo desde 2001.

É aí que aparece uma questão menos confortável para o mercado: quanto dessa expansão depende de capital barato? Kedrosky chamou também a atenção para o uso crescente de SPVs, exatamente para isolar o risco financeiro, e a lógica é relativamente simples: os investimentos necessários para treinar e operar modelos de IA são tão grandes que colocá-los integralmente no balanço das empresas poderia comprometer seus indicadores financeiros. No desenho citado pelo especialista, a Meta buscava US$ 29 bilhões, sendo US$ 26 bilhões em dívida e US$ 3 bilhões em equity, com uma margem de segurança de 10% para um ativo que se deprecia rapidamente.

A aposta americana na IA é enorme. Quando uma aposta desse tamanho passa a depender de dívida, juros, estruturas fora do balanço e expectativas de crescimento concentradas em poucas empresas, a discussão deixa de ser apenas tecnológica e passa a ser financeira. Nesse cenário, o preço da inteligência artificial não está apenas nas GPUs e nos data centers, mas no custo do dinheiro usado para construí-los também.

A escala também chama atenção quando comparada a outros ciclos de investimento, enquanto os gastos com infraestrutura de IA já representam uma parcela do PIB maior do que a observada no auge das telecomunicações ou da bolha pontocom.

Há, porém, uma diferença importante: uma linha de telecomunicações pode permanecer útil por décadas, já uma GPU pode se tornar obsoleta em poucos anos.

É nesse ponto que a conta começa a ficar mais delicada, uma vez que juros altos encarecem o capital. Capital mais caro aumenta o custo da expansão e para manter o ritmo dos investimentos, as empresas precisam recorrer a mais dívida ou a estruturas financeiras alternativas. Se a receita não acompanhar esse movimento, a pressão sobre os retornos aumenta.

E a discussão já chegou ao mercado. O Wall Street Journal questiona se todo esse investimento será capaz de gerar retorno suficiente. O New York Times, por sua vez, calculou que uma queda de 30% na bolsa americana poderia retirar cerca de US$ 700 bilhões do consumo.

Enquanto isso, private credit, seguradoras e fundos de pensão também aparecem do outro lado dessas estruturas de financiamento. Kedrosky chegou a brincar com uma sigla que resume bem o receio: "Collateralized AI Obligations", adaptando as Obrigações de Dívida Colateralizada (CDOs) a um novo tipo de ativo subjacente focado no ecossistema de IA.

A questão, portanto, não é se a inteligência artificial vai transformar a economia, pois a transformação já está acontecendo. A pergunta é quanto capital será necessário para sustentar essa transformação e, principalmente, quem estará exposto caso os retornos demorem mais do que o esperado.

A aposta americana na IA é enorme. Quando uma aposta desse tamanho passa a depender de dívida, juros, estruturas fora do balanço e expectativas de crescimento concentradas em poucas empresas, a discussão deixa de ser apenas tecnológica e passa a ser financeira. Nesse cenário, o preço da inteligência artificial não está apenas nas GPUs e nos data centers, mas no custo do dinheiro usado para construí-los também. **RI**



RODRIGO CERVEIRA
é CMO da Vórtx e co-fundador do Strategy Studio. Com 30 anos de experiência em estratégia, liderança e desenvolvimento de negócios globais e locais, é especializado em construção de marca e estratégia criativa. É formado em Publicidade e Marketing pela Faculdade Cásper Líbero, com Extensão em Gestão pelo INSEAD (Instituto Europeu de Administração de Negócios).
rodrigo@strategystudio.com.br

Quando se trata de informação você prefere velocidade ou credibilidade?



O Valor PRO oferece os dois e muito mais.

Com notícias dos bastidores do mercado, ferramentas analíticas e informações completas sobre finanças e negócios, o **Valor PRO** é um serviço de informações em tempo real que une toda a velocidade que o mercado exige à credibilidade do **Valor Econômico**.

SOLICITE UMA DEMONSTRAÇÃO.
valorpro.com.br | 0800-003-1232

Valor PRO

Versátil como o mercado.
Confiável como o Valor.

Sua marca pode ser conhecida. Sua reputação precisa ser reconhecida



Credibilidade se conquista com coerência entre o que uma empresa faz, o que comunica e como se relaciona.

A Compliance aproxima empresas e imprensa, dá voz a quem entende do negócio e comunica o valor de cada marca com clareza e consistência.

Compliance comunicação

Comunicação que constrói reconhecimento

(11) 99388-6381 | compliancecomunicacao.com.br

Instagram: @compliance_comunica | LinkedIn: Compliance Comunicação