

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS
MESTRADO EXECUTIVO EM GESTÃO EMPRESARIAL

UM ESTUDO SOBRE OS DESAFIOS DO
INVESTIMENTO BASEADO EM CAPITAL
INTELECTUAL

DISSERTAÇÃO APRESENTADA À ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO
PÚBLICA E DE EMPRESAS PARA OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRE

LEILA CHAGAS GUIMARÃES
Rio de Janeiro - 2015

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS

MESTRADO EXECUTIVO EM GESTÃO EMPRESARIAL

LEILA CHAGAS GUIMARÃES

**UM ESTUDO SOBRE OS DESAFIOS DO INVESTIMENTO BASEADO
EM CAPITAL INTELECTUAL**

Dissertação de Mestrado apresentada à Escola de Administração Pública e Empresas da Fundação Getúlio Vargas como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão Empresarial

Orientadora: Profa. Dra. Carmen Pires Migueles.

RIO DE JANEIRO

2015

Guimarães, Leila Chagas

Um estudo sobre os desafios do investimento baseado em capital intelectual / Leila Chagas Guimarães. – 2015.

68 f.

Dissertação (mestrado) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa.

Orientadora: Carmen Pires Migueles.

Inclui bibliografia.

1. Gestão do conhecimento. 2. Governança corporativa. 3. Capital intelectual. 4. Private equity (Finanças). 5. Fundos de pensão. I. Migueles, Carmen Pires. II. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas. Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa. III. Título.

CDD – 658.4038

LEILA CHAGAS GUIMARÃES

**UM ESTUDO SOBRE OS DESAFIOS DO INVESTIMENTO BASEADO EM CAPITAL
INTELLECTUAL.**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Profissional Executivo em Gestão Empresarial da Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas para obtenção do grau de Mestre em Administração.

Data da defesa: 24/02/2015.

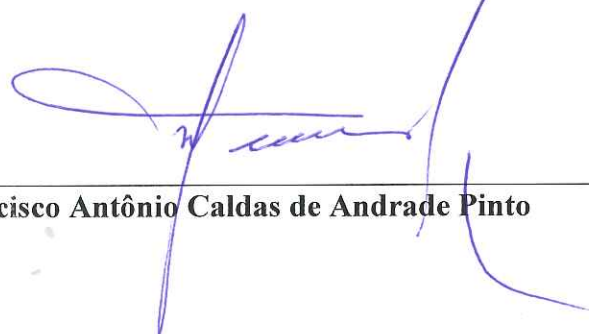
ASSINATURA DOS MEMBROS DA BANCA EXAMINADORA

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Carmen Pires', is written over a horizontal line.

Carmen Pires MIGUELES
Orientador (a)

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Joaquim Rubens', is written over a horizontal line.

Joaquim Rubens Fontes Filho

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Francisco Antônio', is written over a horizontal line.

Francisco Antônio Caldas de Andrade Pinto

Dedico este estudo à minha família, por apoiar minha incansável curiosidade e busca por melhorias.

“A tarefa não é tanto ver aquilo que ninguém viu, mas pensar o que ninguém ainda pensou sobre aquilo que todo mundo vê.”

(Arthur Schopenhauer).

AGRADECIMENTOS

Agradeço à FGV, pelos professores, funcionários e pela estrutura fornecida, que proporcionou a troca de conhecimento e o aprendizado.

Agradeço à minha orientadora, Profa. Dra. Carmen Pires Migueles, pelo apoio, pela compreensão e pela confiança no presente estudo. Serei sempre grata por suas orientações que evitaram que eu me perdesse em meus pensamentos e interrompesse o processo.

Agradeço à minha amiga e coordenadora Denise, que me incentivou e ajudou na realização desta conquista, por sua confiança nos meus projetos profissionais e por seu apoio nessas realizações.

Agradeço aos meus colegas de mestrado do MEX/FGV, pelos momentos compartilhados, pela cumplicidade, pelos grupos de estudo e trabalhos realizados intra e extraclasse, em especial ao Rodrigo e ao Victor, que tornaram-se verdadeiros amigos.

Agradeço, imensamente, à minha família e aos amigos que compreenderam minhas ausências e sempre me enviaram mensagens de sucesso nos momentos difíceis.

Agradeço a Deus por me conceder essa realização e pelas pessoas maravilhosas que pôs em meu caminho para ajudar no meu crescimento.

RESUMO

Os investimentos em longo prazo são importantes para os fundos de pensão, visto a longevidade de seus compromissos. A maior parte dos investimentos dessas entidades está alocada no segmento de renda fixa; contudo, os fundos de pensão são identificados como potenciais investidores em empreendimentos relacionados à inovação por seus interesses de longo prazo. Em setembro de 2009, por meio da Resolução do Conselho Monetário Nacional, os fundos de pensão foram autorizados a investirem em fundos de investimentos em participação – fundos em *private equity*. Esses investimentos são caracterizados por retornos de longo prazo e ganhos reais atrativos; apesar disso, esses investimentos ainda são inexpressivos em comparação aos mercados tradicionais. Nesse sentido, este estudo teve por objetivo compreender as dificuldades de se realizar investimento de longo prazo por meio de capital intelectual e, a partir de um caso específico, verificar como este investidor vem realizando a análise desse tipo de investimento. Para este fim, foi realizado um estudo exploratório em um fundo de pensão de médio porte por meio de análise documental, entrevistas abertas e não estruturadas e observação no processo decisório de investimento. Esse fundo está localizado na cidade do Rio de Janeiro e foi escolhido pelo critério não probabilístico de acessibilidade. Verificou-se que, embora haja atratividade em termo de retorno financeiro, os investimentos em participações – *private equity* - ainda estão abaixo do limite da regulamentação, devido aos altos riscos relacionados à confiança, ao prazo e à autonomia no processo decisório de investimento em inovação.

Palavras-chave: Gestão do Conhecimento. Governança Corporativa. Prazo. Confiança. Autonomia.

ABSTRACT

The long-term investments are important for pension funds, due to the longevity of their commitments. Most of the investments of these entities are allocated to the fixed-income segment; however, pension funds are identified as potential investors on developments related to innovation for their long-term interests. In September 2009, by Resolution of the National Monetary Council, pension funds were allowed to invest in investment funds in participation - private equity funds. These investments are characterized by long-term returns and attractive real gains; nevertheless, these investments are still insignificant compared to traditional markets. In this context, this study aims to understand the difficulties in carrying out long-term investment through intellectual capital and, by the study of a specific case, investigate how this investor has been performed the analysis of this type of investment. To this end, an exploratory study in a mid-sized pension fund was performed through the document analysis, the open-ended and unstructured interviews and the observation of the decision-making process. This Fund is located in the city of Rio de Janeiro and it was chosen by the non-probabilistic aspect of accessibility. It was identified that in spite of the attractiveness of return on private equity investments, this asset class are still below the regulatory limit, owing to the high risks related to trust, term and autonomy in the decision-making process concerning investment in innovation.

Keywords: Knowledge Management. Corporate Governance. Term. Trust. Autonomy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura básica de <i>private equity</i>	22
Figura 2: Estágios dos empreendimentos e modalidade dos veículos de investimentos de Private Equity.	23
Figura 3: Evolução dos ativos por tipo de investimento	40
Figura 4: Evolução dos Investimentos em Participações	43
Figura 5: Gestão dos Ativos na GamaPrev.....	47
Figura 6: Distribuição do Capital Comprometido Total em 30/06/2008 (US\$ 26,65 bilhões) por tipo de investidor.....	48
Figura 7: Instituições que participam da banca do fundo INOVAR.	50
Figura 8: Dispersão notas variáveis Gestor/ Equipe.....	53
Figura 9: Dispersão notas variáveis governança do gestor.....	53
Figura 10: Dispersão notas variáveis governança do fundo	54
Figura 11: Dispersão notas variáveis processo de investimento	54

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Exemplos de expressões-chave sobre gestão do conhecimento – capital intelectual	11
Quadro 2: Protocolo do estudo de caso.	16
Quadro 3: Ficha de identificação da empresa selecionada para o estudo de caso	16
Quadro 4: Sumário de estudos sobre inovação, governança e participação dos trabalhadores (adaptado).	17
Quadro 5: Sumário de estudos sobre inovação, governança e participação dos trabalhadores (adaptado).	20
Quadro 6: Principais atores e suas funções no fomento à inovação. Adaptado.	23
Quadro 7: Guia de análise de risco para investimento em capital intelectual	30
Quadro 8: Resultantes das relações de confiança em si próprio, no outro e na humanidade	33
Quadro 9: Limites por segmento de investimentos	39
Quadro 10: Percentual alocado fora da renda fixa por quantidade de EFPC	40
Quadro 11: Alocação da carteira consolidada por tipo de plano.....	43
Quadro 12: Alocação média por faixa de patrimônio.....	44
Quadro 13: Estratégia em Investimento Curto e Longo Prazo.	47
Quadro 14: Análise dos fundos de <i>private equity</i> pela GamaPrev	51
Quadro 15: Resultado avaliação dos fundos em <i>private equity</i>	52
Quadro 16: Síntese dos desafios dos investidores ao aplicarem recursos em investimentos relacionados à inovação. Fonte: elaborado pelo autor.....	56
Quadro 17: Comparação Avaliação Capital Intelectual entre o modelo proposto por Crawford (adaptado) e o adotado pela GamaPrev	60

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	10
1.1	Inquietações	10
1.2	Considerações Iniciais.....	11
1.3	Objetivos.....	14
2.	Metodologia.....	15
3.	REFERENCIAL TEÓRICO	17
3.1.	Os reflexos da Governança Corporativa em Investimentos em Inovação.....	17
3.2.	Investindo em Inovação	21
3.3.	Os fundos de pensão de patrocínio público	24
3.4.	<i>Benchmark</i> para ativos intangíveis.....	27
3.5.	A interferência da liquidez nos investimentos de longo prazo	30
3.6.	Os riscos do fator confiança no processo decisório de investimento	33
3.7.	Autonomia versus controle: uma relação de poder nas estruturas de governança	36
4.	Estudo de Caso: Investimentos de longo prazo em um Fundo de Pensão	38
4.1.	Síntese descritiva do Caso.....	38
4.1.1.	Contextualização.....	38
4.1.2.	Os fundos de pensão e seus investimentos	39
4.1.3.	Governança Corporativa	44
4.1.4.	O processo de investimento no Fundo de Pensão GamaPrev	45
4.1.5.	Investindo em Fundos em Participação: seleção de ativos por meio da análise do capital intelectual	49
4.1.6.	Declaração do Conselho.....	54
4.2.	Análise do Caso	55
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS	62
	REFERÊNCIAS	65

1. INTRODUÇÃO

1.1 Inquietações

O presente estudo iniciou com o questionamento a respeito da existência de uma estrutura de governança ideal que favorecesse o desenvolvimento e a retenção do capital intelectual das organizações, optando por analisar a influência dos fundos de pensão nesse processo, na figura de investidor. A opção pelos fundos de pensão decorre de sua importância econômica e, por consequência, por serem percebidos como disseminadores de boas práticas nas empresas e nos fundos de investimentos em que têm participação. Considerando que os fundos de pensão utilizam-se de indicadores para avaliar a *performance* dos seus investimentos, como por exemplo o IBrX e o IMA, a primeira análise deste estudo se concentrou em verificar se haveria informações quantificáveis para agirem como instrumento de comparação (*benchmark*) e de fácil acesso aos investidores; contudo, identificou-se que um estudo qualitativo traria elementos mais significativos para discussão ao estudo proposto, dada a limitação contábil em apurar e divulgar o valor adicionado pelo capital intelectual. Apesar dessa escolha, fez parte desse estudo uma reflexão sobre os desafios na mensuração do capital intelectual visto a intangibilidade desse ativo.

A partir desse esforço inicial, adotou-se como primeira suposição que esta relação se explicaria por quesitos culturais. E que sociedades de baixa confiança, hedonistas e com alto distanciamento de poder se organizariam em estruturas de propriedade menos propensas a investirem em capital intelectual, apesar da capacidade potencial desse ativo em criar vantagem competitiva e otimizar os ganhos aos proprietários. Na fase inicial da pesquisa, identificou-se que a cultura nacional seria insuficiente para explicar o objeto em estudo, e verificou-se que as variáveis confiança, prazo e autonomia são comuns a duas dimensões em análise: Governança Corporativa e Capital Intelectual, podendo trazer à luz do conhecimento os desafios gerados para investir-se em inovação, certificando-se da existência de boas práticas de governança corporativa.

Assim, diante da complexidade desse tema, percebeu-se que, primeiramente, dever-se-ia realizar um estudo exploratório sobre como os investidores, no caso um fundo de pensão, realizam as análises de investimento, como ocorre o processo decisório de alocação e seleção dos ativos mobiliários e quais informações são consideradas como relevantes pelos analistas,

controladores e órgãos diretivos e deliberativos; e se em algum tipo de investimento as informações sobre o capital intelectual são relevantes e imprescindíveis, representando quesitos decisivos para aplicação. Ainda, se existe por parte do investidor em análise interesse em obter tais informações e como utilizá-las, verificando a correspondência positiva e negativa da participação dos empregados no processo decisório de investimento e na estrutura de propriedade - tanto no investidor (fundo de pensão) como na parte investida - no valor adicionado ao negócio pelo capital intelectual.

1.2 Considerações Iniciais

Há 45 anos, o economista John Kenneth Galbraith trouxe à tona a importância do capital intelectual para as organizações (Bontis, 2001). Anteriormente, em 1961, Theodore W. Schultz inseriu pela primeira vez a expressão capital humano na literatura econômica (Crawford, 1994). A partir de então, diversos estudos, principalmente na década de 90, tentaram compreender e elucidar as vantagens de sua gestão, buscando identificar de que forma as organizações compartilham suas experiências e seus padrões de comportamento e como mensurá-los para o investidor e demais *stakeholders*.

Autor/ Ano	Expressões-chave
Senge (1990)	<ul style="list-style-type: none"> • “objetivos comuns de forma integrada e coesa” • “engajamento sistêmico de longo prazo”
Crawford (1994)	<ul style="list-style-type: none"> • “capacidade de aplicar a informação a um trabalho ou resultado específico”. • “formação geradora de riqueza”.
Drucker (1995)	<ul style="list-style-type: none"> • “coisa útil, como meio para obtenção de resultados sociais e econômicos”
Edvinsson e Sullivan (1996)	<ul style="list-style-type: none"> • “estoque de conhecimento organizado e concentrado” • “recurso estratégico”
Stewart (1998 e 2002)	<ul style="list-style-type: none"> • “capacidade mental coletiva que pode ser utilizada para gerar riqueza” • “talentos, habilidades, <i>know-how</i>, <i>know-what</i> e relacionamentos”
Martinez (1999)	<ul style="list-style-type: none"> • “produto da conversão do conhecimento (matéria-prima) em algo de valor.”
Edvinsson (2003)	<ul style="list-style-type: none"> • “Potencial de ganhos futuros” • “Fluxo e não patrimônio”

Quadro 1: Exemplos de expressões-chave sobre gestão do conhecimento – capital intelectual

Ao longo destes anos, as organizações encontraram diversas oportunidades para inovar e utilizar criativamente os recursos escassos por meio de investimentos em capital humano, tornando-se capazes de apresentarem melhores resultados, utilizando menos recursos (Brow & Osborne, 2013). Isto torna-se possível dada à capacidade do conhecimento de se difundir e se autorreproduzir (recursos infinito) e de substituir os outros fatores de produção (terra, trabalho e capital), visto que uma nova tecnologia ou um novo método podem reduzir a necessidade de se obter mais desses fatores de produção (Crawford, 1994).

Hoje, o reconhecimento desses bens intangíveis como importantes para a competitividade e a sustentabilidade organizacional é notório, evidenciando as pessoas como o elemento-chave para o desenvolvimento e a implementação desses bens (Nagano et al, 2014). São as pessoas que determinam os relacionamentos internos e externos, bem como as integrações, as trocas de conhecimento e as parcerias, ou seja, elas são responsáveis por criar as condições organizacionais essenciais à inovação e aos resultados esperados (Nagano et al, 2014).

Assim, considerando a relevância do capital intelectual nos resultados organizacionais e que as informações sobre este capital não são plenamente tratadas nas demonstrações contábeis (Martinez, 1999), torna-se importante aos investidores incluírem em suas análises qualitativas de investimentos a avaliação dos potenciais riscos inerentes aos ativos intangíveis, para identificar a alocação ideal dos seus recursos neste tipo de investimento, ou seja, a melhor relação risco – retorno. Estas análises se fazem importantes porque o processo de inovação é intrinsecamente arriscado e podem levar a perdas devido à possibilidade de fracasso da inovação, de se tornar insustentável ao longo prazo e de rejeição da inovação pelo mercado, necessitando desta forma de uma efetiva gestão e governança de risco (Brow & Osborne, 2013).

A exposição aos riscos relacionados às práticas de governança em relação ao processo de inovação, à assimetria de informação e aos custos de transação representa um dos desafios para os investidores, que precisam estar atentos aos mecanismos que tratam o comportamento oportunista, a seleção adversa e o risco moral, bem como os incentivos à construção de um ambiente de confiança e de aprendizado coletivo e à retenção dos empregados diretamente relacionados ao processo de inovação.

Além dos riscos relacionados à estrutura de governança e à construção de reputação, o período de investimento e desinvestimento torna-se outro desafio na aplicação de recursos em inovação, considerando a curva de adoção da inovação e a “curva em J”, acentuado pela incerteza do resultado futuro.

Diante de tais circunstâncias, os fundos de pensão, ainda que sejam identificados como positivamente relacionados à inovação por possuírem interesses de longo prazo (Belloc, 2012), podem ser significativamente prejudicados com estes investimentos, visto que possíveis perdas podem afetar sua capacidade de conceder os benefícios previdenciários esperados por seus membros participantes.

Ressalta-se que, não obstante a capacidade dos fundos de pensão em estimular investimento em capital intelectual nas empresas e nos fundos de investimento em que participam, eles não devem ser percebidos como fundos de fomento. O principal objetivo dessas entidades é capitalizar os recursos por elas geridos, visando ao pagamento de benefícios previdenciários - condição presente em todas as suas análises de alocação e seleção de ativos. Um dos propósitos do presente estudo é demonstrar que a longevidade dos seus interesses estatutários não faz com que haja uma relação positiva em investimento em inovação, existindo diversas condições a serem verificadas perante investimentos de longo prazo, sendo as principais: retornos condizentes com suas necessidades, equilíbrio atuarial (quando for o caso) e metas de desempenho.

Neste estudo, adotou-se a definição de capital intelectual de Stewart (2002), que o compreende como sendo um “estoque de conexões ativas entre pessoas, a confiança, a compreensão mútua, os valores compartilhados e os comportamentos que tornam possível a ação cooperativa” (Stewart, 2002, p. 376) e o classifica em três subgrupos: capital humano, relacionado a habilidades e conhecimentos; capital estrutural, estabelecido por patentes, processos, bancos de dados, redes e outros; e capital em clientes, representado pelos relacionamentos com clientes e fornecedores.

A relevância deste estudo está, principalmente, em buscar compreender as dificuldades que os fundos de pensão, na qualidade de investidores institucionais, podem encontrar ao investirem em projetos em inovação, relacionados ao capital intelectual da organização.

Assim, este estudo buscou identificar as dificuldades que os fundos de pensão encontram ao aplicarem seus recursos em ativos de médio e longo prazo, com base nas premissas da gestão do conhecimento, e como eles estão agindo em relação a estes investimentos.

As relações internas da gestão do capital intelectual, como a gestão de competências, cultura organizacional e liderança foram desconsideradas neste estudo. Este estudo também não intentou criar um modelo de governança ou de análise de investimento, restringindo-se a uma análise reflexiva para compreender a ligação entre os investidores e o capital intelectual das empresas investidas.

Para melhor compreensão do caso, o estudo foi dividido em três blocos. O primeiro bloco tem por objetivo levantar elementos sobre a relação entre a governança corporativa e capital intelectual, visando evidenciar os desafios nos investimentos em inovação, que seriam analisados sob a ótica do capital intelectual, e verificando quais organizações estão mais propensas a este tipo de investimento, considerando-se suas características e o alto risco intrínseco; assim como, compreender o papel dos fundos de pensão na qualidade de investidor e quais mecanismos os investidores teriam para aferir o capital intelectual. No segundo bloco, a pesquisa se preocupou em verificar tais desafios, analisando-os por meio das variáveis prazo, confiança e autonomia. No terceiro bloco, a pesquisa traz um estudo de caso, analisando sua estrutura de propriedade e processo decisório de investimento, demonstrando como são feitas as análises de investimento e em que segmentos são utilizados critérios decisivos de análise com base em capital intelectual, e mapeando os desafios identificados nos blocos anteriores.

1.3 Objetivos

Os fundos de pensão são entidades que gerem os recursos financeiros de seus membros participantes e assistidos com propósito de convertê-los em benefícios complementares a previdência oficial. Assim, buscam investimentos que lhe ofereçam melhores retornos, compatíveis com seus compromissos de curto e longo prazo, e com riscos controlados. De modo que, tornaria desejável para estas entidades investirem em fundos de investimentos ou empresas em que a gestão do conhecimento é tratada como questão estratégica de governança, se a expectativa de ganho futuro superar os ganhos previstos nos investimentos *free risk* e se o investimento não extrapolar a tolerância a risco do fundo de pensão.

A partir de 2010, o órgão regulador autorizou os fundos de pensão a investirem até 20% do seu patrimônio em investimentos estruturados: fundos de investimento em participações (FIP), fundo de investimento imobiliário (FII), investimentos externos e fundos multimercados. Identificam-se os FIPs como investimentos em que o capital intelectual é fator importante para seu sucesso e apesar da expectativa de ganhos superiores aos mercados tradicionais de renda fixa e renda variável, ainda são inexpressivos os valores alocados neste segmento.

Assim, o objetivo principal deste estudo foi identificar como o fundo de pensão objeto deste estudo de caso vem realizando investimentos em médio e longo prazo neste segmento e quais são as dificuldades que encontra ao fazê-lo, apesar de ter interesse em realizar investimentos que aumente o retorno sobre o capital no médio e longo prazo. Para alcançar este fim, o estudo teve como objetivos intermediários verificar como a estrutura de propriedade pode desenvolver ou interferir no investimento em conhecimento e analisar as métricas disponíveis e sua utilidade aos investidores.

2. Metodologia

A pesquisa foi do tipo exploratório. Quanto aos meios empregados, segundo a taxonomia de Vergara (2013), a investigação foi de natureza bibliográfica, com base em conteúdos publicados em livros, artigos, jornais e revistas especializadas; de investigação documental, por considerar informações obtidas em documentos de acesso privado como atas, notas técnicas, políticas de investimento, regulamentos e outros; e pesquisa de campo, visto que a pesquisa buscou compreender como o fenômeno ocorreu dentro de um fundo de pensão por meio de observação, de participação em reuniões e palestras, bem como de entrevistas do tipo aberta e não estruturada com as partes envolvidas no processo decisório. O presente estudo foi realizado somente em um fundo de pensão, escolhido pelo critério não probabilístico de acessibilidade. O fundo de pensão em que se procedeu à investigação é uma entidade classificada de patrimônio médio, de patrocínio predominantemente público, com *Asset* de pequeno porte (quatro analistas) e gestão mista (*Asset* próprio e gestão terceirizada), com participação dos empregados nos comitês de alocação, de risco e auditoria e de investimento.

A entrevista foi realizada por meio de algumas perguntas relacionadas ao estudo, mas de caráter espontâneo e informal, e foram selecionados para participar das entrevistas os membros-chave que participam do processo decisório e do comitê de investimento. A observação foi realizada, nos anos de 2013 e 2014, pela própria pesquisadora, na qualidade de membro da equipe de investimento no perfil de controle. A proximidade física da equipe de investimento permitiu que a pesquisadora observasse as condutas e expressões no dia a dia, em reuniões, teleconferências e apresentações, possuindo um ponto de vista interno ao caso

(Yin, 2001). A análise dos documentos, como atas, notas técnicas, normas, manuais e relatórios externos, foi realizada no mesmo período da observação com acesso irrestrito.

O uso de diversas fontes de evidências teve por objetivo realizar um cotejamento entre os discursos e decisões apresentados em cada uma delas e o material levantado na revisão teórica, de modo que, a análise dos dados foi realizada em conjunto resultando na construção de uma explanação sobre o caso (Yin, 2001).

Elemento	Caracterização
Questão principal	Como os fundos de pensão vêm investindo em ativos mobiliários relacionados ao capital intelectual e quais os desafios em fazê-lo.
Unidade de análise	Relacionamento entre o processo decisório de inovação e as dificuldades dos investidores em aplicar recursos com base em capital intelectual.
Limites de tempo	2013 e 2014
Local	Fundo de pensão de patrocínio predominantemente público localizado no Rio de Janeiro
Validade interna	Múltiplas fontes de dados: análise de documentos, observação e entrevistas.
Questões do estudo de casos	Como são realizadas as análises de investimentos, em especial nos fundos de investimentos em participação? Quais são os principais desafios e riscos relacionados aos investimentos de médio e longo prazo? Como são definidas as metas de prazo de investimento? Que informações são necessárias para confiar em um gestor? Qual a relevância da participação dos empregados na estrutura de propriedade da empresa/ fundo que será realizado o investimento? O que levaria a investir em um fundo de participações? Qual a importância da estrutura de governança na análise dos investimentos?

Quadro 2: Protocolo do estudo de caso.

Tipo	Investidor institucional: fundo de pensão multipatrocinado de patrocínio predominantemente público
Patrimônio	Entre R\$ 2 bilhões e R\$ 10 bilhões
Produto	Plano de benefícios previdenciário de contribuição definida (CD), contribuição variável (CV) e benefício definido (BD).
Composição do público-alvo	Por tipo: 60% ativos e 40% assistidos. Por plano de benefício: 36% BD, 58% CD e 6% CV
Comitês	Investimento (operacional, tático e executivo) e Risco (executivo e deliberativo).
Participação no processo decisório de investimento	Participação nos comitês: os empregados relacionados diretamente à alocação e seleção dos ativos e à gestão de risco. Percentual de alocação em renda variável: participantes/assistidos dos planos CD por meio da escolha de perfis de investimento. Demais plano sem participação direta.
Composição dos órgãos de governança	Composto por representantes das patrocinadoras e participantes/assistidos. Em 2014, um dos gestores foi eleito como diretor financeiro.

Quadro 3: Ficha de identificação da empresa selecionada para o estudo de caso

3. REFERENCIAL TEÓRICO

3.1. Os reflexos da Governança Corporativa em Investimentos em Inovação

Ao longo dos últimos anos, diversos estudos buscaram demonstrar a relação entre a estrutura de governança e a inovação. Belloc (2012), em sua revisão sobre este tema, identificou que há persistentes ambiguidades nos resultados empíricos encontrados, como por exemplo, a estrutura de propriedade concentrada afeta positivamente os processos de inovação, visto que fazem restrições mais firmes em relação à reputação e favorecem as relações de longo prazo, como também, afeta negativamente por aumentar os problemas com assimetria no poder de barganha. Em relação aos investidores institucionais, Belloc (2012) identificou estudos que os indicavam como favoráveis aos processos de inovação, porque eles não poderiam desinvestir no curto prazo sem causar perdas no preço de suas ações; aumentam o monitoramento favorecendo o êxito das inovações; e, em se tratando dos fundos de pensão, possuem interesses de longo prazo. Como também, os investidores institucionais afetam negativamente os processos de inovação por possuírem interesses de curto prazo.

Para Pereira e Fontes Filho (2010), a alta concentração de proprietários institucionais pode estar positivamente relacionada aos investimentos em P&D, e carece de estudos mais aprofundados. Já os estudos de Li, Pink e Haniffa (2008) evidenciaram que quanto mais concentrada a propriedade menos propensa é a organização em divulgar informações sobre o capital intelectual.

	Efeitos sobre a inovação	Principais trabalhos
Identidade do proprietário (investidores institucionais versus outros)	Investidores institucionais afetam positivamente a inovação, porque não podem sair da propriedade, a curto prazo, sem impactar o preço de outras ações.	Hansen e Hill (1991), Kochhar e David (1996)
	Investidores institucionais afetam positivamente a inovação, pois aumentam o monitoramento.	Aghion et al (2009)
	Investidores institucionais afetam negativamente a inovação, porque eles têm interesses de curto prazo.	Hill et al (1988), Graves (1988)
	Fundos de pensão afetam positivamente a inovação, porque eles têm interesses de longo prazo.	Sherman et al (1998), Hoskisson et al (2002)
	Fundos mútuos afetam negativamente a inovação, porque eles têm interesses de curto prazo.	Sherman et al (1998)
	Bancos afetam positivamente a inovação porque os bancos são capazes de monitorar o empresário ativamente.	Lee (2005)

Quadro 4: Sumário de estudos sobre inovação, governança e participação dos trabalhadores (adaptado).

Fonte: Belloc, F., 2012. Corporate governance and innovation: a survey. *Journal of Economics Surveys*, volume 26, issue 5, pp. 835 - 864.

Belloc (2012) também traz à discussão a importância da trajetória tecnológica e as escolhas que a empresa optou em seguir com os resultados obtidos em P&D ao longo desta trajetória, de modo que, esta vertente de pesquisa tem por objetivo relacionar o processo de inovação de determinada empresa às suas características organizacionais, buscando compreender este processo de acordo com uma teoria evolucionista em conjunto com as estratégias de gestão e de governança corporativa. Outro fator relevante apresentado em sua revisão trata-se da alternância dos relacionamentos entre principal-agente de acordo com a localização, características nacionais de governança e cultura.

Ainda segundo Belloc (2012), a partir destes estudos podem-se investigar diversas dimensões das empresas que impactam o desempenho inovador delas.

“o sistema de governança torna-se fundamental para uma análise da inovação, uma vez que afeta as formas pelas quais os indivíduos integram seus recursos físicos e humanos e a maneira como estes indivíduos tomam suas decisões de investimento” (Belloc, 2012, p. 837).

Este autor também identifica três dimensões de governança corporativa relevantes para o processo de inovação: a estrutura de propriedade da empresa, ou seja, a distribuição de direitos de controle e de lucros residuais dentro das corporações que define sobre a alocação dos recursos e dos incentivos para investir no processo de inovação; finanças corporativas, que se tratam dos mecanismos que a empresa escolhe para financiar a inovação; e, capital humano, tão importante para a criação inovadora quanto o capital físico e ainda pouco explorado nos estudos tradicionais de governança corporativa (Blair, 1999; Belloc, 2012).

Além dessas dimensões, Belloc (2012) evidencia três elementos importantes a serem observados no processo decisório dos investidores em projetos relacionados à inovação, que são: a especificidade dos investimentos, a impossibilidade de antecipar os retornos e a incerteza nos resultados. Estes elementos, inerentes aos processos de inovação, implicam na incapacidade dos agentes em realizar contratos que consigam contemplar todas as obrigações de cada parte. Para os fundos de pensão, a análise destes elementos é imprescindível nas decisões de alocação de recursos, visto suas metas atuariais e prazo de pagamento dos benefícios.

Em relação à especificidade dos investimentos, verifica-se a importância da coordenação e integração no processo de inovação. Para Belloc (2012), a especificidade dos investimentos se refere a um processo cumulativo e coletivo, em que as partes envolvidas interagem entre si seus conhecimentos e suas experiências. Este elemento demonstra a dependência do capital humano e os riscos associados a este processo.

Williamson (1996) afirma que a especificidade de um ativo deve ser tratada como questão-chave, e corresponde ao “grau que um ativo pode ser realocado para usos alternativos ou usuários alternativos sem sacrifício de valor produtivo” (Williamson, 1996, p. 59). Para este autor, a especificidade de um ativo caracteriza-se por gerar problemas de longevidade, incerteza e complexidade, racionalidade limitada e oportunismo. Por estas razões, um contrato seria incapaz de considerar todas as variáveis existentes na relação, necessitando de outros meios de organização para mitigar as possíveis distorções destes ativos. Em relação à especificidade do capital humano, Williamson (1996) afirma que a economia dos custos de transação compreende a idiossincrasia do conhecimento e as relações de trabalho e complementa que esta teoria abrange três aspectos: (1) a especificidade de ativos pode assumir muitas formas, sendo que a especificidade dos ativos humanos é única; (2) a especificidade de ativos, além de provocar incentivos complexos *ex ante* (seleção adversa), dá origem a estruturas de governança complexas como resposta *ex post* (risco moral); e (3) o estudo da organização econômica em todas as suas formas - organização industrial, de trabalho, de comércio internacional, desenvolvimento econômico, a organização familiar, sistemas comparativos, e mesmo finanças - torna-se combustível para a usina de economia dos custos de transação. (Williamson, 1996, p. 59)

Segundo a teoria dos custos de transação, as empresas com capital específico estão sujeitas a problemas de *hold-up*, em que há o risco de uma das partes ameaçarem a retirar parte dos recursos após os investimentos dos demais participantes. Para Belloc (2012), este problema traz como consequência distorções nas decisões de investimento, de modo que, as partes buscam antecipar este comportamento oportunista da contraparte *ex ante*, observando que, por um lado, pode-se gerar comportamento oportunista por parte dos investidores em casos de investimentos de curto prazo; por outro lado, investimentos de longo prazo são incertos e os resultados não podem ser antecipados mesmo em casos de sucesso do projeto. Ainda segundo este autor, este problema pode ser parcialmente resolvido pela integração vertical, visando eliminar os incentivos ao comportamento oportunista; contudo, deve-se analisar atentamente à possibilidade de perda de capacidade de investimento dos não proprietários, o que demonstra um dos problemas cruciais da governança no processo de inovação, a criação de arranjos institucionais que regulem a relações entre aqueles que contribuem com os ativos específicos da empresa, diante de diversos investidores em cenários de incerteza e de interesses próprios, permitindo que a empresa se inove continuamente.

Uma vertente de pesquisa identifica a inclusão da participação dos empregados na estrutura de governança como uma forma de incentivo ao capital humano nos processos de

inovação e de tratamento da mobilidade do capital humano. Belloc (2012) expõe que as habilidades específicas são reconhecidas atualmente como um insumo fundamental para as empresas; contudo, investimentos em capital humano introduzem novos problemas para as empresas posto que os retornos finais relacionados à inovação são desconhecidos *ex ante*.

	Efeitos sobre a inovação	Principais trabalhos
Participação dos trabalhadores (alta participação versus baixa)	Alta participação dos trabalhadores afeta positivamente a inovação porque corrige falhas organizacionais e incentiva o desenvolvimento de competências.	McCain (1980), Smith (1991), Scott e Bruce (1994), Michie e Sheehan (1999, 2003), Searle e Ball (2003), Laursen e Foss (2003) e Shipton et al (2005)
	Baixa participação dos trabalhadores pode causar resistência do empregado à inovação porque os funcionários não esperam por receber benefícios relacionados ao investimento de seu capital humano.	Bemmels and Reshef (1991) Zwich (2002)

Quadro 5: Sumário de estudos sobre inovação, governança e participação dos trabalhadores (adaptado).

Fonte: Belloc, F., 2012. Corporate governance and innovation: a survey. *Journal of Economics Surveys*, volume 26, issue 5, pp. 835 - 864.

Além disto, segundo Blair e Roe (1999), há cinco razões a serem consideradas na participação dos empregados na estrutura de governança: os incentivos ao trabalho e monitoramento; as restrições de riqueza e o racionamento de crédito; a aversão ao risco e seguro; a especificidade de ativos e incentivos ao investimento; e os problemas de escolha coletiva. Para estes autores, a propriedade de uma empresa é determinada por três componentes: o direito de reivindicar a receita; de determinar como a empresa é operacionada; e o de transferir a propriedade para outros. De modo que, para distinguir se a propriedade da empresa é *labor-managed* ou *capital-managed*, deveria se questionar quem elege o conselho da empresa: se são os fornecedores de capital ou os fornecedores de trabalho. Porém, estes autores reconhecem que há ambiguidades nas organizações, podendo os empregados possuírem assentos no conselho ou terem participação informal no processo de decisão, por exemplo, os comitês; por esta razão, eles enfatizam a percepção do controle final, que determina a capacidade potencial de um grupo substituir a gestão de topo em contraponto ao controle formal da organização. Assim, estes autores reconhecem um contínuo entre as formas puras de *capital-managed* e *labor-managed*.

3.2. Investindo em Inovação

A teoria do controle organizacional coloca que para inovar uma empresa precisa ter três condições institucionais: controle estratégico para permitir a alocação de recursos físicos e humanos, integração organizacional para criar incentivos à equipe nos esforços dos processos de aprendizado coletivo e compromisso financeiro para assegurar recursos ao projeto até a fase de retorno (Belloc, 2012).

O mercado acionário, segundo Belloc (2012), pode influenciar o processo de inovação nas empresas por meio de cinco modos: (1) uso do compromisso financeiro na formação de novas empresas e rentabilidade de suas participações; (2) controle estratégico permitindo a separação entre o controle gerencial e gestão e propriedade das ações; (3) fornecimento de fundos para fusões e aquisições; (5) uso de mecanismos para incentivo dos gerentes e funcionários em aplicar suas habilidades em processos inovadores e facilitar a integração organizacional; e (5) fonte de compromisso financeiro em períodos especulativos.

Belloc (2012) também menciona que os custos relacionados à inovação são elevados devido ao longo prazo para retorno dos investimentos e o alto risco do processo por si próprio, por isto, as grandes empresas possuem mais dificuldades em realizar pesquisas em inovação do que as pequenas, já que precisam gerenciar mais tarefas de difíceis mensuração. Mintzberg et al (2001) percebem as organizações jovens com estruturas dinâmicas e flexíveis como favoráveis à inovação e as classificam como empresas empreendedoras ou inovadoras. Para estes autores, o sucesso organizacional depende do processo de aprendizado descontínuo e de criação. Ainda segundo estes autores, as organizações inovadoras têm como pontos negativos as questões políticas, o custo da inovação, a falta de clareza nas definições de funções e o alto custo do processo decisório em que envolve a participação de todos.

Diante da perspectiva de que empresas pequenas e jovens possuem condições mais favoráveis à inovação e possibilidade de proporcionar maiores ganhos, os investimentos em *private equity* se tornam uma alternativa para investimento em inovação, verificando-se nestes investimentos ênfase ao capital intelectual, visto que dependem das capacidades empresariais dos seus gestores e proprietários, bem como da retenção das pessoas-chave vinculadas ao negócio (Latini et al, 2014). Porém, não obstante a expectativa de ganhos em investimentos em *private equity*, há uma série de riscos nesses investimentos que devem ser observados, principalmente, aqueles relacionados a governança corporativa, visto que há um

conhecimento limitado por parte desses empresários das melhores paráticas de governança e fraco controle de qualidade (Latini et al, 2014).

Dada esta fragilidade, Clark et al (2011) percebem uma atuação mais ativa dos intermediários financeiros como os fundos em *private equity* que se inserem por meio de participações na gestão e operação de empresas não financeiras que eles governam ou controlam, com intuito de obter ganhos nos investimentos em inovação, reduzindo os riscos desses investimentos.

Os fundos em *private equity* tem como objetivo a captação de recursos para investimentos e a realização da transição para estágios mais maduros de governança. No Brasil, os fundos de investimento em participação (FIP) são regulamentados pela intrução 391 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que o define como sendo:

“constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.” (art. 2º)

O *private equity*, por sua vez, trata-se de investimentos em empresas fechadas que já alcançaram estágio de amadurecimento e que possuem grande potencial para abertura de capital no futuro. Os investimentos são realizados através de instrumentos particulares e obedecem algumas diretrizes de governança corporativa, como gestor/ administrador qualificado, com influência no processo decisório e estratégico, auditoria anual, adoção de câmara de arbitragem para resolução de conflitos. Sua estrutura básica é composta por: gestores, investidores, veículos de investimento e empresas em portfólio, como demonstrado na ilustração a seguir.

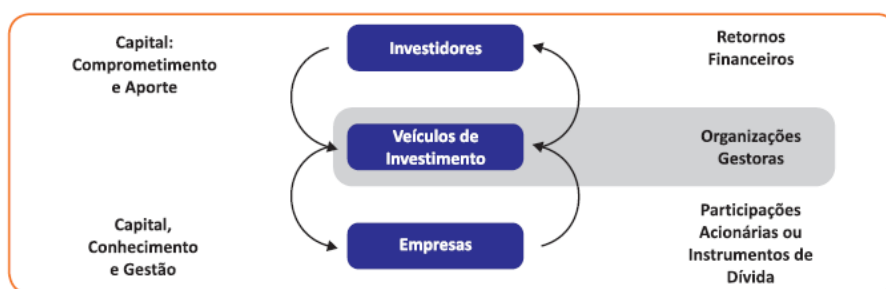


Figura 1: Estrutura básica de *private equity*.

Fonte: ABDI (2010) Introdução ao private equity e venture capital para empreendedores. Brasília

Os estágios de desenvolvimento das empresas são classificados conforme o nível de maturação da empresa, conforme demonstrado na Figura2. O estágio de Private Equity se

estende nos estágios de *Expansion*, *Later Stage* e *Buyout*, nos dois últimos estágios o investimento já alcançou um fluxo de caixa estável e positivo, mas ainda de baixa liquidez.

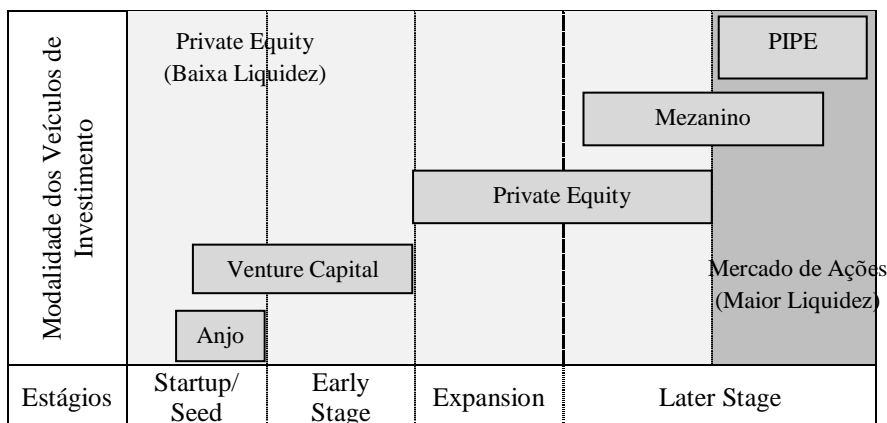


Figura 2: Estágios dos empreendimentos e modalidade dos veículos de investimentos de Private Equity.

Fonte: Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital. Relatório de pesquisa - http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/panorama_2008_ptbr.pdf - acessado em 14/09/2014

No Brasil, estes investimentos são estimulados pelas incubadoras e entidades de fomento à inovação, que têm como objetivo principal proporcionar a integração entre as organizações gestoras de fundos e as empresas que estão buscando investimentos, fomentando a inovação e ajudando no planejamento das empresas que estão no estágio inicial de criação.

Segundo ABDI (2010), estas organizações podem ser de natureza governamental e não governamental. No primeiro grupo, responsável por desenvolver o empreendedorismo e o investimento em PE/VC, destacam-se o Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas (FINEP), o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI). De natureza não governamental, as principais são o Centro de Estudos em PE/VC da FGV-EAESP (GVcepe) e a Associação Brasileira de Venture Capital e Private Equity (ABVCAP). O papel destas instituições é desenvolver o mercado de PE e VC por meio de pesquisas, mobilização e desenvolvimento de profissionais qualificados.

Atores	Funções
ABDI	Promover a execução da Política de Desenvolvimento Industrial, em consonância com as políticas de Comércio Exterior e de Ciência e Tecnologia. Promoção do PE/VC.
FINEP	Fomento à Ciência, Tecnologia e Inovação em empresas, universidades, institutos tecnológicos e outras instituições públicas ou privadas.
BNDES	Providenciar financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em todos os segmentos da economia.
GVcepe	Análise, produção de conhecimento, capacitação profissional e a formulação de propostas de evolução institucional da indústria de Private Equity e Venture Capital.
ABVCAP	A Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital é uma entidade que representa o “capital empreendedor” no Brasil. A instituição é voltada ao estímulo, desenvolvimento e propagação de investimentos de longo prazo.

Quadro 6: Principais atores e suas funções no fomento à inovação. Adaptado.

Fonte: Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores – EASP – ABDI (2010).

3.3. Os fundos de pensão de patrocínio público

A Lei 6.435 de 1977 institucionalizou a criação das entidades de previdência privada constituídas para garantir aos seus adeptos (participantes) recursos complementares aos do sistema de previdência oficial. Os fundos de pensão, como os outros investidores institucionais, são apontados em diversos estudos como grandes investidores que podem se interessar em investimentos relacionados a projetos em inovação (Senge et al, 1999 e Crawford, 1994), das boas práticas de governança corporativa e de responsabilidade social corporativa por sua natureza de captação e aplicação de recursos em longo prazo.

Os fundos de pensão de patrocínio público, até os dias atuais, ainda são os de maior relevância econômica, representando 63,9% do total de investimentos em fundos de pensão (Abrapp, 2014); assim como, segundo Lazzarini (2011), por sua trajetória político-econômico, destacam-se pela “crescente centralidade de fundos”, sendo responsáveis pelas “mais diversas aglomerações locais corporativas”.

Nestes fundos, há a predominância de patrocinadas submetidas ao direito público, em que o vínculo empregatício como uma de suas patrocinadoras é condição imprescindível para adesão aos planos de benefícios por elas administrados. Sua gestão é realizada por representantes das patrocinadoras (indicação) e participantes (eleição) tanto nos conselhos (deliberativo e fiscal) quanto na diretoria executiva, com objetivos de obter transparência na gestão por meio da representação paritária. As contribuições em prol do fundo são feitas de forma equivalente entre os empregados e suas empregadoras, cabendo ainda contribuições extraordinárias por parte dos empregados. Em sua maioria, os empregados dos fundos de pensão também são participantes com os mesmos direitos e responsabilidades e, em alguns casos, também participam do processo decisório por meio dos comitês, entre eles, os comitês de investimentos.

Estas entidades, nos últimos anos, passaram por diversas adaptações no seu processo de gestão e de investimento, como a gestão e a supervisão baseadas em risco, muitas delas motivadas pelas crises e pelos escândalos que envolveram algumas destas entidades em âmbito internacional. As leis complementares 108 e 109 entraram em vigor em 2001 e trouxeram diversas mudanças, como a garantia da representação dos trabalhadores nos conselhos deliberativos e diretivos – a paridade de gestão, o direito de portabilidade para entidades de previdência abertas ou fechadas e o modelo de contribuição definida –

constituição individualizada, sem risco atuarial e vinculada ao desempenho de mercado. A Previc define este plano como sendo:

“aquele cujos benefícios programados têm seu valor permanentemente ajustado ao saldo de conta mantido em favor do seu participante, inclusive na fase de percepção de benefícios, considerando o resultado líquido de sua aplicação, os valores portados e os benefícios pagos” (Resolução CGPC nº 16, 22/11/2005 – art. 3º)

Além do plano de contribuição definida, em que o benefício é indefinido e depende da rentabilização das contribuições constituídas, a Resolução do Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC) prevê, para estes fundos de pensão, a existência dos seguintes planos de benefícios, que se diferenciam, principalmente, pela existência de risco atuarial e solidariedade entre os membros:

Benefício definido (BD), que é “aquele cujos benefícios programados têm seu valor ou nível previamente estabelecidos, sendo o custeio determinado atuarialmente, de forma a assegurar sua concessão e manutenção” (Resolução CGPC nº 16, de 22/11/2005 – art. 2º). Nessa modalidade, há solidariedade entre os adeptos (participantes) do plano, de modo que o fundo de pensão possui a responsabilidade de rentabilizar os recursos no montante necessário para garantir o benefício futuro dos participantes e seus beneficiários, caracterizando-se pelo risco atuarial, que é composto principalmente pelos riscos de biometria, de mercado, de liquidez e de descasamento entre ativo e passivo (Guia de Melhores Práticas Atuariais – Previc)

Contribuição variável (CV) – plano com características mistas do plano BD e CD (Resolução CGPC nº 16, de 22/11/2005 – art. 4º).

Outros marcos regulatórios são as resoluções do Conselho de Gestão de Previdência Complementar (CGPC) de nº 13 e do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 3792.

A resolução CGPC nº 13, de 01/10/2004, dispõe sobre as questões relacionadas à governança corporativa e aos controles internos. Do capítulo dos riscos e seu monitoramento, esta resolução coloca que os riscos devem ser avaliados, observando os princípios de conservadorismo e prudência, e que a entidade deve possuir um sistema de controle interno em aperfeiçoamento contínuo capaz de prevenir atos ilícitos e fraudulentos. Adicionalmente, o conselho fiscal deve se manifestar, no mínimo, semestralmente, para verificar a aderência da gestão às normas e às políticas.

Já a resolução CMN nº 3792, de 24/09/2009, além de estabelecer os limites de aplicação dos recursos garantidores por segmento de mercado, também veta a aplicação em companhias abertas que não aderiram aos níveis de listagem da bolsa – Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e

BovespaMais – e que tiveram sua abertura de capital (primeira distribuição) depois de 29 de maio de 2001 (inciso VII, artigo 53, Resolução CMN nº 3792, 24/09/2009).

Concomitantemente, os participantes dos fundos de pensão, pessoas físicas inscritas em planos de benefícios previdenciários destas entidades, demonstram cada vez mais uma preocupação com a rentabilidade mês a mês, fator que pressiona as políticas de investimentos destes fundos e a criação de benefícios imediatistas, como, por exemplo, as operações com participantes – empréstimos e financiamentos. Esta preocupação com o horizonte de tempo dos participantes está em pauta nos fundos de pensão, que buscam por meio de programas de educação financeira e previdenciária conscientizar seus participantes da ideia de investimento de longo prazo; contudo, esta medida, segundo Sammogini (2013), se mostrou insuficiente para diminuir as reclamações dos participantes, principalmente aquelas relacionadas aos planos de contribuição definida e com perfil de investimento.

Para os fundos que estão na fase de pagamentos de benefícios, suas preocupações também se tornam de curto prazo, principalmente com a administração dos planos de benefício definido (BD) que apresentem *deficit*. Para alcançar equilíbrio atuarial dos planos de benefícios e boas rentabilidades com baixo risco, uma das opções de investimento têm sido os títulos do Tesouro Nacional. Contudo, em decorrência do fechamento de juros, que corresponde à expectativa de redução dos juros futuros, os fundos de pensão vêm buscando alternativas de investimento.

Ademais, considerando o seu papel econômico e os riscos de sua insolvência, os fundos devem justificar os casos de divergência não planejada, caso não possuam um modelo proprietário de risco que gerencie os riscos e os retornos esperados, limitando a probabilidade de perdas máximas toleradas (Resolução CMN Nº 3792, 24/09/09 – art. 13).

Em observância ao seu dever fiduciário, os fundos de pensão buscam métodos e investimentos que lhes resultem em rendimentos maiores com riscos controláveis e liquidez programada. E, apesar de serem concorrentes potenciais (dado o instituto da portabilidade), os fundos de pensão possuem como recurso positivo as alianças e trocas de conhecimentos e de estratégias entre si.

Logo, mesmo sendo identificados como um investidor institucional relevante, capaz de movimentar o mercado em relação a uma tendência de gestão, visto que em muitos tipos de investimentos os fundos participam do processo decisório das empresas investidas, há a prerrogativa de o investimento ser rentável e controlável, ou seja, os fundos precisam mensurá-lo a partir de critérios objetivos e subjetivos, que envolvem a necessidade de informações confiáveis. Assim, os desafios para os fundos de pensão aplicarem seus recursos

em empresas que investem em capital intelectual são, além da estrutura de propriedade e governança, explicados por quatro fundamentos: comparabilidade (*benchmarking*), prazo, confiança e controle/autonomia.

3.4. *Benchmark* para ativos intangíveis

Os fundos de pensão utilizam-se de indicadores de desempenho (*benchmark*) com intuito de comparação entre os investimentos e os fundos. O propósito do *benchmark* seria estabelecer um patamar de tolerância a risco e de retorno mínimo, em que se espera que os retornos dos investimentos ultrapassem o *benchmark*, como também avaliar o risco de mercado por meio do distanciamento entre o retorno obtido e o *benchmark*. Comumente, os *benchmark* são índices que podem ser diretamente relacionados ao investimento, por exemplo, renda variável: IbrX e renda fixa: IMA, CDI e INPC, para analisar as rentabilidades auferidas e à meta atuarial do plano.

Os ativos relacionados à inovação são impactados pelo capital humano e sua capacidade de troca e interação em ambientes de incerteza e dinamicidade. Segundo Reich (1991), os acionistas encontram-se cada vez mais fragilizados devido à crescente superação do capital intelectual frente ao capital físico, tornando-se o principal capital das organizações, visto a dificuldade de mensurar e controlar os ganhos e perdas relacionados ao capital intelectual. Adicionalmente, há a dificuldade dos contadores em expressar o real valor de uma empresa para os respectivos investidores; denominando de *goodwill* a esta área de discrepância entre os valores tangíveis e intangíveis. Diante de tal fato, introduz-se um dos desafios relacionados à sua quantificação e comparação com outros ativos. Diversos pesquisadores buscaram criar modelos visando suprir esta demanda do investidor, como por exemplo, o *Goodwill*, “q” de Tobin, Árvore do Conhecimento, Coeficiente Intelectual do Valor Agregado – VAIC, IC Rating, Navegador do Capital Intelectual de Stewart e Navegador Skandia.

É cognoscível que a avaliação de uma empresa (investimento) é por si só uma atividade demasiadamente complexa, devido ao número de variáveis envolvidas de âmbito interno e externo (econômico, ambiental, político, social). Atualmente, os principais métodos de avaliação de empresa são o fluxo de caixa livre da empresa, o fluxo de caixa do acionista, o valor presente ajustado (APV), o lucro econômico e as opções reais (Costa, Costa & Alvim, 2011). E as análises podem ser classificadas em técnica ou fundamentalista.

A análise fundamentalista busca avaliar as empresas pelo valor justo de sua ação partindo das informações obtidas com as empresas, do mercado em que a empresa atua e dos cenários macroeconômicos. Sua premissa básica é a de que o valor de uma empresa está relacionado à sua capacidade de geração de lucro futuro (fluxo de caixa descontado). O objetivo dessa análise é identificar os títulos que estão sendo vendidos por valores abaixo do seu valor justo e vendê-los quando seu preço se elevar, obtendo assim ganhos de capital (Walter, 1974) e reduzindo os riscos sistemáticos e especulativos relacionados ao aumento ou à queda de determinado título.

Apesar da relevância destes modelos, eles contêm informações de natureza contábil, que não retratam fielmente os ativos intangíveis. Segundo o *High Level Expert Group* (HLEG), os ativos intangíveis são:

“Fatores não-materiais que contribuem para o desempenho da empresa na produção de bens ou na prestação de serviços ou que gerem benefícios econômicos para as entidades ou indivíduos que controlam sua aplicação”. (Edvinsson, 2003, p. 30)

Este grupo também concluiu que os ativos intangíveis são, por suas características intrínsecas, difíceis de serem rastreados e mensurados diretamente, sendo percebidos através dos resultados econômicos proporcionados, que não são explicados por indicadores convencionais.

Os pronunciamentos contábeis em vigor, aprovados em novembro de 2010, sobre os ativos intangíveis dispõem que para um ativo intangível ser reconhecido ele precisa ser separável e resultar de direitos contratuais ou de outros direitos legais; precisam ser prováveis os benefícios econômicos futuros e o seu custo deve ser mensurado com confiança. Além disso, não poderá ser considerado como ativo intangível o *goodwill* gerado internamente; os dispêndios provenientes de pesquisa; as marcas, os títulos de publicações, as listas de clientes e outros itens semelhantes gerados internamente (Sumário do Pronunciamento Técnico CPC 04).

Este mesmo Pronunciamento dispõe que os ativos em fase de desenvolvimento só poderão ser considerados como ativo intangível se a empresa demonstrar a viabilidade técnica; a intenção de conclusão; sua capacidade de uso ou venda; a existência de um mercado para a venda ou sua utilidade para uso interno; a disponibilidade técnica, financeira e outros recursos para garantir a conclusão de seu desenvolvimento; e a capacidade de mensurar os gastos durante a fase de desenvolvimento com segurança. (Sumário do Pronunciamento Técnico CPC 04).

Adicionalmente, as informações sobre salários e benefícios só tornaram-se de divulgação obrigatória a partir de 2008 por meio da Demonstração do Valor Adicionado (DVA). E apesar disto, há outro complicador, visto que nesta demonstração a distribuição para os empregados se subdivide em remuneração direta, benefícios e FGTS; de modo que, apesar de ser um avanço, trazendo novos elementos aos investidores em relação ao capital humano das empresas, as informações relacionadas ao desenvolvimento e treinamento ainda estão ocultas. Segundo Cosenza (2003), o grupo de retribuição do valor adicionado aos trabalhadores deve conter tanto o pagamento realizado diretamente ao trabalhador como outras vantagens concedidas no período (obrigatórias e voluntárias); porém, ainda falta consenso das informações que devem ser consideradas neste agrupamento.

Assim, percebemos que as diretrizes contábeis para tratamento do intangível obscurecem informações relevantes ao investidor que utilizar somente critérios quantitativos para análise do capital intelectual e podem trazer impactos significativos, tanto positivos quanto negativos.

Crawford (1994) coloca que, diferentemente dos ativos tangíveis, não há dados financeiros aos acionistas sobre o aprimoramento dos ativos intangíveis e expansão na organização. E indica que uma das formas de avaliação seria acompanhar os investimentos em treinamento, o nível de satisfação dos empregados e a taxa de rotatividade; contudo, ressalta que este tipo de informação não agrega atratividade as organizações para os investidores orientados aos resultados numéricos, exceto os fundos de pensão, que podem considerar estas informações visto possuem interesses de longo prazo.

Outro complicador de quantificar o capital humano pelo valor investido em treinamento está relacionado à mobilidade e ao direcionamento do treinamento. As pessoas que recebem treinamento dissonante à capacidade da organização pode gerar um aumento do *turn-over*. Por outro lado, os treinamentos são mecanismos de integração e engajamento entre as pessoas e pode ser um impeditivo a saída da organização (Stewart, 2002).

Verifica-se desta forma que os modelos quantitativos dos bens intangíveis são de pouca aplicabilidade aos investidores, por serem considerados incapazes de avaliar as intercorrências do capital humano, como compreendido por Zanini (2007, p. 55):

“alguns estudiosos entendem que as medidas objetivas mais frequentemente empregadas para a aferição do desempenho organizacional são raramente perfeitas, e a eficiência da aplicação de incentivos contratuais depende, em grande parte, da análise conjunta de fatores psicológicos, sociais e econômicos ainda não inteiramente explorados e entendidos pelas ciências econômicas e administrativas.”

Diante destas dificuldades, Crawford (1994) propõe uma análise qualitativa a partir de um guia de avaliação de riscos, pontuando a empresa em uma escala de 5 (maior risco) a 1 (menor risco).

Característica	De risco mais alto	De menor risco
Foco orientado para o consumidor/ mercado	Orientado para o produto, o processo e a engenharia.	Empresa organizada para atender ao consumidor ou ao mercado.
Inovação e empreendimento	Não há fundos disponíveis nas unidades de trabalho para investimento em novas ideias.	Oferece oportunidades e incentivos aos empregados para inovação e espírito empreendedor.
Tamanho das unidades de negócios e direção	O maior objetivo é o crescimento da economia de escala. A missão da unidade de negócios não é clara	Unidade de negócio reduzida (menos de 100 pessoas), com missão clara e objetivos mensuráveis.
Reputação da empresa	Uma clara reputação negativa por uma ou mais razões.	Considerada uma das duas ou três melhores empresas do seu setor
Educação dos empregados e níveis de especialização	O nível de formação dos empregados está abaixo da média do setor.	Os níveis educacionais de seus empregados são elevados.
Rotatividade/ moral/ empenho	Alta rotatividade de pessoal	Os empregados se identificam claramente com a visão da gerência. Baixa rotatividade de pessoal
Sistemas de compensação	Estrutura padrão de administração e revisão anual de salários.	Uso significativo da divisão dos ganhos, divisão dos lucros, ou programas de participação na produtividade e lucro.
O que os administradores enfatizam para os investidores	Seu equipamento de produção	Enfatizam seus recursos humanos e o investimento nas pessoas e nas ideias.
Atitudes na tomada de decisões	Ênfase no controle e centralização nos níveis gerenciais na tomada de decisões. Burocracia.	Ênfase na delegação e participação. Adhocracia.
Atitudes em relação aos empregados	Os empregados representam um custo e podem ser facilmente substituídos ou repostos.	As pessoas representam um investimento de capital. Os fatores primordiais para a produção são pessoas e informação.
Atitudes em relação à motivação	As pessoas precisam ser observadas e controladas. Forte ênfase no controle e na rentabilidade de curto prazo.	Orientação para valores. Ênfase na performance de alta qualidade de longo prazo.

Quadro 7: Guia de análise de risco para investimento em capital intelectual

Fonte: Crawford, R. (1994). Na era do capital humano: o talento, a inteligência e o conhecimento como forças econômicas. Seu impacto nas empresas e nas decisões de investimento. São Paulo, Atlas. – pp. 178-182 (adaptado)

3.5. A interferência da liquidez nos investimentos de longo prazo

O fundamento prazo surge como um fator essencial nos relacionamentos e nas trocas coletivas de aprendizado e experiências. Dada sua importância no processo de inovação e de decisão de investimento, os investidores devem estar atentos ao prazo de desinvestimento para evitar riscos de liquidez dos seus ativos. Para os fundos de pensão, a liquidez dos investimentos é crucial na fase de pagamentos dos benefícios, necessitando que haja o

gerenciamento dos ativos em relação aos seus passivos, logo este risco precisa ser analisado durante a seleção dos ativos a serem investidos em termos de curto e longo prazo.

Senge (1990) nos coloca que “quando a mesma ação produz efeitos completamente diferentes a curto e longo prazo” estamos diante de uma “complexidade dinâmica”, este tipo de complexidade, que faz com que uma determinada ação possua efeitos diversos no local de intervenção e em outras partes do sistema, pode levar o gestor do negócio a decisões equivocadas, principalmente quando atua de maneira complexa, e acrescenta que “mais rápido significa mais devagar”, ou seja, apesar das expectativas de crescimento acelerado almejado pelos investidores, as organizações possuem um “ritmo ideal de crescimento” que pode divergir daquele. Mas como compreender esta relação de temporalidade em uma era de dinamicidade das informações e de reduções dos ciclos de vida.

Para Zanini (2007), a dinamicidade da Era do Conhecimento se faz sobre um ambiente de forte incerteza sobre os resultados futuros e o ciclo de vida das soluções. Esta incerteza do mercado afeta as organizações e, muitas vezes, elas se comprometem com perspectivas de investimento e de retorno no curto prazo. Se por um lado as relações de aprendizado e cooperação se fortalecem ao longo do tempo vinculadas ao aumento da confiança (redução do risco comportamental), por outro lado esta necessidade de ganhos de curto prazo em um cenário de alta incerteza futura levam as organizações a terem baixa perspectiva de confiança.

Para o regime contábil, o prazo está relacionado ao ciclo operacional, que em sua maioria está compreendido no período de um ano civil. Por esta análise, as ações de curto prazo seriam aquelas que são realizadas em um período de um ano civil ou em um ciclo operacional, o que for maior. Já as de longo prazo seriam as que ocorrem em períodos superiores a este marco. Kirzner (2012), em seus estudos, verificou que o sentido mais comum para longo prazo está relacionado à durabilidade de uma decisão, e suas consequências tornam-se conhecidas por um tempo ilimitado. Outros sentidos para compreensão de longo prazo e curto prazo estão relacionados a entendê-los por lucros ou custos de longo prazo e de curto prazo.

Para Kirzner (2012), a avaliação de um acontecimento em curto ou longo prazo pode ser compreendida pela sequência de decisões que levam ao resultado final. Assim, “uma visão a mais longo prazo será aquela que se tem a partir da perspectiva de uma decisão anterior numa sequência (em que as primeiras decisões são condições prévias para as decisões posteriores)” (Kirzner, 2012, p. 172), enquanto que a de curto prazo “será aquela que se tem a partir de uma perspectiva de uma decisão posterior na sequência” (Kirzner, 2012, p. 172).

As decisões empresariais são, em si, decisões de longo prazo, como compreendido por Kirzner (2012), visto que uma decisão de compra precede uma decisão de venda até a obtenção do resultado final. Contudo, as decisões de longo prazo podem coincidir com as visões de curto prazo, se as decisões de compra e venda forem simultâneas, tornando-se transações de arbitragem.

Esta percepção do prazo relacionado a uma sequência de decisões até o resultado final nos permite perceber os efeitos da arritmia da economia do conhecimento, originada pelas transformações na sociedade caracterizadas pela igualdade, individualidade, diversidade e autoexpressão, que tendem a “horizontalizar as organizações e trazer uma mudança de comportamento, privilegiando redes de contato menores e várias estruturas alternativas” (Toffler & Toffler, 2012, p. 39). De modo que a percepção de prazo por estes indivíduos também observa estas características, se tornando “mais individualizado e irregular, se não errático” (Toffler & Toffler, 2012, p. 66).

Nas organizações, esta dessincronização é acentuada pela adoção de grupos de projetos cada vez mais temporários e efêmeros, por exemplo, as *joint ventures*, visto a crescente necessidade de sistemas mais flexíveis e renováveis. Para Toffler e Toffler (2012), a noção de prazo sincronizado utilizado na era industrial precisa ser rejeitada para abrir espaço para criatividade e geração de riqueza na economia do conhecimento. Somente quando os investidores avançarem sobre esta conexão entre prazo e retorno na economia do conhecimento poder-se-á obter ganhos sobre a individualização do tempo. Caso contrário, continuaremos na batalha de horizonte do tempo, em que gera um ciclo de perdas para a criação de riqueza: investidores determinados a obterem retornos rápidos que pressionam os gestores a cortarem investimentos em P&D ou realocarem os recursos de pesquisas em desenvolvimentos de produto ou pesquisa aplicada.

“Por mais interessados que os investidores possam estar em descobrir a hora certa para investir, eles são notoriamente desinformados sobre o papel que o sincronismo – e mais ainda que o dessincronismo – exerce na criação de riqueza e pobreza.” (Toffler & Toffler, 2012, p. 65)

Observa-se, até aqui, que o aprendizado e seus retornos estão relacionados ao investimento no prazo, assim como os investidores realizam suas análises de risco e retorno em relação à temporalidade. Apesar de ser uma variável comum, a noção de tempo da era industrial (massificada, rítmica e centralizada) diverge acentuadamente da era do conhecimento (diversificada, arrítmica e descentralizada). De modo que a compreensão de curto e longo prazo para cada agente da economia são diferentes, acentuada pela mudança nas

relações pessoais e organizacionais, que se tornam cada vez mais curtas e rápidas (Toffler & Toffler, 2012).

3.6. Os riscos do fator confiança no processo decisório de investimento

A confiança é compreendida como um importante fator de vinculação dos agentes, permitindo que as transações organizacionais (investimentos) se realizem apesar das limitações contratuais, dos interesses oportunistas e dos riscos inerentes aos negócios. É ela que permite que o desenvolvimento ocorra, devido ao espírito cooperativo e de compartilhamento (Peyrefitte, 1999; Zanini, 2007; Migueles & Zanini, 2014). Blair (1999) entende que relacionamentos de longo prazo podem incentivar o desenvolvimento de uma boa reputação; de modo que quanto mais duradouro for o relacionamento, maiores os incentivos de ambas as partes em realizar uma transação.

“a mola do desenvolvimento reside na confiança depositada na iniciativa pessoal, na liberdade empreendedora e criativa – numa liberdade que conhece suas contrapartidas, seus deveres, seus limites, em suma, sua responsabilidade, ou seja, sua capacidade de responder por si mesma.” (Peyrefitte, 1999, p. 32).

Peyrefitte (1999) nos coloca que o *ethos* da confiança é, segundo os pensamentos de Hegel, a “audácia deliberada, livre e responsável: ‘a coragem da inteligência humana’”. (Peyrefitte, 1999, p. 399). De modo que, para Peyrefitte (1999), agir em confiança desfaz a necessidade de autoridades e hierarquias, posto que há verdade entre os agentes. Zanini e Migueles (2014) acrescentam que isto seria possível porque a confiança funciona com um mecanismo informal de coordenação e controle. Estes autores também colocam que as relações de confiança possibilitam a redução dos custos transacionais através da aplicação do conhecimento com maior grau de autonomia e melhora o compartilhamento do aprendizado.

Segundo Peyrefitte (1999), o homem obtém das relações de confiança em si próprio, no outro e na humanidade os seguintes comportamentos:

Confiança em si próprio	Confiança no outro	Confiança na humanidade
<ul style="list-style-type: none"> • Autonomia • assunção de riscos • responsabilidade • capacidade de julgamento 	<ul style="list-style-type: none"> • delegação • descentralização • associação • trabalho em equipe • tolerância a divergência de idéias 	<ul style="list-style-type: none"> • inovação • acesso à prosperidade • crença na solução dos problemas coletivos • afirmação do direito natural

Quadro 8: Resultantes das relações de confiança em si próprio, no outro e na humanidade

Zanini (2007) elenca três dimensões nas relações de confiança: confiança interpessoal, confiança sistêmica e confiança institucionalizada. Para ele, a confiança sistêmica se refere ao investimento de confiança entre um agente e um determinado sistema social, ou seja, trata-se do grau de confiabilidade percebido em um sistema social como uma organização, em que são observadas as regras de reciprocidade e de reputação. Já a confiança institucionalizada se relaciona a sistemas mais complexos e está vinculada a cultura nacional. Para Zanini (2007, p.45), “nesta dimensão, as instituições representadas por meio de contratos, certificações, reputações e garantias sinalizam certa confiabilidade e molda as interações humanas”.

As relações de confiança são notoriamente benéficas para as transações econômicas e para o desenvolvimento de uma sociedade de aprendizado. Para obter tais benefícios, segundo Zanini (2007), dois elementos precisam estar presentes: interesses mútuos e uma estrutura de incentivos. Com a coexistência destes dois elementos a organização estará integrada e engajada frente às situações de riscos, e a relação se perpetuará por meio da estrutura de incentivos.

Logo, a confiança representa o elemento de risco das relações de comportamento (Peyerefitte, 1999), dado que quanto maior a necessidade de transferência de conhecimento, maior será a necessidade de gerir a confiança para obter os resultados esperados com a gestão do conhecimento. Assim, em ambientes de baixos níveis de confiança, há menos disposição para assunção de riscos, e os agentes de ambas as partes da relação buscam segurança nos mecanismos institucionais contra a probabilidade de perdas e danos (Zanini, 2007).

No âmbito econômico, Duffie e Singleton (2003) colocam que há duas imperfeições no mercado de crédito: a seleção adversa e o risco moral – causados pela assimetria de informação – que implicam em controles adicionais de risco de crédito e limitação da concentração desse risco nos investimentos. Zanini (2007) entende que o fator confiança se torna importante devido à necessidade da reprodução da cooperação espontânea e incondicional normalmente encontrada nas relações familiares ou em sociedades de pequena escala nas grandes organizações, reduzindo assim as incertezas nos investimentos entre estes agentes ao longo do tempo. Para este autor, a confiança está relacionada aos riscos comportamentais e culturais por ser:

“uma aceitação antecipada e voluntária de um investimento de risco, pela abdicação de mecanismos contratuais explícitos de segurança e controle contra comportamentos oportunistas, na expectativa de que a outra parte não agirá de uma forma oportunista”. (Zanini, 2007, p. 12).

Assim, a confiança pode funcionar como uma nova forma de cooperação e coordenação, dado o envolvimento social dos agentes, em substituição aos controles burocráticos e hierárquicos, estabelecidos por meio de regras, normas e procedimentos. O uso intensivo de controles tradicionais baseados em regras pode acarretar a ausência de confiança. Este sentimento, por regra, acentua a aplicação de mecanismos de coerção gerando maior rotatividade e, em decorrência, geralmente, aprisiona a entidade em resultados de curto prazo (Zanini, 2007).

Contudo, as relações de confiança também estão relacionadas a fatores externos, que produzem um ambiente de maior ou menor incerteza.

“empresas que operam em ambientes institucionais de alta incerteza e baixa estabilidade, frequentemente associadas a demandas instáveis - por exemplo, causadas por rupturas tecnológicas -, apresentarão em geral maiores dificuldades para o desenvolvimento das relações de confiança em suas estruturas internas” (Zanini, 2007, p. 15).

Para Zanini (2007), os níveis de confiança estão relacionados a uma gestão íntegra e consistente, com percepção de transparência e compartilhamento.

Compreende-se que a relação de confiança entre os agentes e as expectativas de benefícios desta relação para ambas as partes, incontestavelmente, são estabelecidas ao longo do tempo. Com esta percepção de ganhos futuros e reciprocidade, as incidências de comportamentos oportunistas de curto prazo são suprimidas. E, ao longo do tempo, constrói-se uma reputação capaz de se externalizar aos demais *stakeholders* (Zanini, 2007). Esta externalização seria imprescindível considerando que o conhecimento é, por si só, um investimento de alto risco, caracterizado por ser incerto e diretamente relacionado à assimetria de informação e aos custos de transação (Zanini, 2007).

A relação de confiança entre o agente e o sócio (investidor), para as organizações listadas em bolsa de valores, também precisa estar alerta aos riscos relacionados à divulgação privilegiada das informações relevantes. Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estas informações, “doutrinamente, são aquelas que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vender, comprar ou reter esses valores.” Estas informações ficam sob a guarda de cargos de confiança da organização e são desconhecidas dos sócios até se tornarem informações públicas de modo a garantir a equanimidade a todo o mercado.

Nota-se, nas relações de confiança, a existência de quesitos morais e éticos em sua essência, relacionados à cultura organizacional e nacional, visando ao alinhamento de interesses sem comportamentos oportunistas de ambas as partes (Zanini, 2007).

Logo, as relações de confiança podem ser de caráter moral ou intelectual, interpessoal ou sistêmico/institucional, configurando-se como fator de risco. Assim, sob a ótica da gestão do conhecimento: quanto maior o prazo, maior o nível de confiança, menor o risco no compartilhamento e obtêm-se melhores resultados - confiança interpessoal: moral ou intelectual. Já, pela ótica do investidor: quanto maior o prazo, maior o risco do negócio (incerteza), menor é o nível de confiança e por isso tem que apresentar maiores retornos - confiança institucional/ sistêmica.

3.7. Autonomia versus controle: uma relação de poder nas estruturas de governança

Em uma organização que aprende, a necessidade de estruturas flexíveis e de baixo controle burocrático facilitam o compartilhamento e o engajamento das partes envolvidas; para que este ambiente seja desenvolvido, relações de confiança precisam ser fortalecidas ao longo do tempo. Porém, compreende-se que há uma dessincronização temporal nas relações transacionais e comportamentais. Assim, na economia informacional, novos mecanismos de coordenação e controle precisam estar presentes, sendo os investimentos em confiança uma das formas de alcançá-lo. Blair e Roe (1999) percebem que a relação de monitoração envolve outros fatores, como a eficiência do controle vertical versus o controle horizontal ou mútuo entre os empregados; de modo que, para que haja criação de valor pelo capital intelectual, a equipe precisa ser dotada de autonomia e de baixos controles verticais. A autonomia revela-se como mais um desafio para o investidor que precisa enfrentar o dilema autonomia versus integração (controles verticais).

Para Peyerefitte (1999), a autonomia é um comportamento resultante da confiança em si mesmo. Segundo Lalande (1951), a autonomia trata-se, etimologicamente, da “condição de uma pessoa ou de uma coletividade cultural, que determina ela mesma a lei à qual se submete”; sociologicamente, do poder de um grupo, em sua maioria de um grupo político para se organizar e administrar, pelo menos em certas condições e dentro de certos limites.

A concepção (ética) kantiana de autonomia traz consigo o entendimento que o conhecimento pode nos tornar autogovernados. Para Kant, a autonomia da vontade é a característica da vontade pura, uma vez que seria determinada universalmente pela lei moral (sua própria essência), desconsiderando qualquer outro padrão mesmo que significativo

(motivo sensível) (Lalande, 1951), tratando-se da capacidade de autogoverno do indivíduo pela razão livre de relações de desejos. Kant entendia que a moralidade “se centra em uma lei que os seres humanos impõe a si próprios” (Schneewind, 2005, p. 527). Assim, um indivíduo dotado de autonomia possui capacidade de criar e de decidir suas regras, como também de poder exercê-las, dotado de liberdade, visto que sua submissão não estaria relacionada a um dever (impositivo) e sim a sua vontade. Apesar desta liberdade, a autonomia não significa autossuficiência, posto que para ser realizada ela se limita pelo ordenamento jurídico, concepções sociais, leis naturais e outros (Zatti, 2007). Segundo Kant, as decisões tomadas em estado de autonomia seriam moralmente boas, posto que estariam isentas de fatores externos (Schneewind, 2005).

A autonomia kantiana desconsiderava a busca do homem pelo sensível e vinculava a moralidade a questões racionais. E esta busca se contrapõe à autonomia absoluta de Kant; de modo que, como posto por Lalande (1951), o indivíduo autônomo não vive sem regras, mas apenas escolhe as quais regras obedecer, que é determinada por sua razão e todas as tendências que concordam com ela. Schneewind (2005, p. 554) também ressalta que “a maior parte das pessoas é incapaz de pensar bem o bastante para proporcionar a si mesmas orientação moral adequadas”, necessitando da existência de mecanismos de ameaças e recompensas para suprimir os seus desejos e suas paixões (Schneewind, 2005).

Zatti (2007) nos traz que, segundo Piaget, a autonomia para o aprendizado apresenta dois enfoques: a autonomia moral, que se relaciona com a capacidade de decidir a partir da inter-relação com as demais ideias e visões e a autonomia intelectual, que seria a capacidade de ter e seguir sua própria opinião.

Apesar de ser uma das variáveis responsáveis ao desenvolvimento de uma cultura pró-aprendizado, além da exigência de níveis de confiança pleno, o autogoverno nas relações de investimento é limitado por diversos ordenamentos internos e externos, entre eles o jurídico, que não podem ser desrespeitados mesmo se houver entendimento contrário, ou seja, as pessoas em uma organização têm, caso participem oficialmente, sua liberdade de decisão pré-estabelecida por estes ordenamentos, a fim de evitar risco de *compliance* ou legal.

Sendo assim, diante das relações existentes nas organizações estaríamos realmente tratando de autonomia ou concedendo uma relação de poder? Para Giddens (2001), poder se trata do “acesso aos recursos materiais e políticos para fazer a diferença ao nível da atividade humana concreta”.

4. Estudo de Caso: Investimentos de longo prazo em um Fundo de Pensão

4.1. Síntese descritiva do Caso

Este estudo de caso foi baseado em um fundo de pensão localizado no Rio de Janeiro. A identificação da entidade, das pessoas e das redes de relacionamentos foi preservada para garantir a confidencialidade do negócio, de modo que, foram adotados nomes fictícios. A entidade será denominada GamaPrev.

A GamaPrev é uma entidade fechada de previdência complementar (fundo de pensão) multipatrocinada com patrocínio predominantemente público, de grande porte, e com gestão de investimento mista (*Asset* próprio e gestão terceirizada).

4.1.1. Contextualização

Os fundos de pensão ou entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) são instituições sem fins lucrativos que mantêm planos de previdência coletivos. São destinados a grupos de trabalhadores de determinada empresa ou entidade de classe, responsáveis por administrá-los. As atividades destas entidades são regulamentadas e fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), visando à segurança dos seus investimentos e à concessão dos benefícios contratados. Em uma visão macro, estas instituições agem em horizontes de longo prazo, objetivando a superação de suas metas atuariais e de desempenho; de modo que acumulem os recursos necessários para a concessão de benefícios complementares à previdência oficial.

Por serem captadores de recursos, estes investidores detêm poder econômico representativo, investindo em diversos setores. Por esta característica, são percebidos como agente econômico potencial para fomentar políticas de longo prazo, como boas práticas de governança corporativa e investimento em capital intelectual. Não obstante este papel, observa-se que são inexpressivas as alocações fora do segmento de renda fixa, em especial

nos fundos de investimento de renda fixa e títulos públicos federais, para obter os resultados de longo prazo.

Esta situação se sustentou por muitos anos já que os fundos de pensão conseguiam se manter superavitários aplicando apenas nos mercados tradicionais: renda fixa e renda variável. Contudo, este cenário se modificou nos últimos anos, e os retornos dos novos segmentos: estruturado e exterior começaram a se tornar atrativos, configurando-se em uma nova fonte de rentabilidade para os fundos de pensão. Embora os retornos mais atrativos, a alocação dos investimentos nestes segmentos ainda está aquém do limite do regulador, demonstrando que ainda há barreiras que limitam estes investimentos.

4.1.2. Os fundos de pensão e seus investimentos

Atualmente, os fundos podem investir nos segmentos de renda fixa, renda variável, investimentos estruturados (fundo imobiliário, fundo em participações – *private equity*, fundos em empresas emergentes e fundos multimercados), investimentos no exterior, imóveis (empreendimentos imobiliários, imóveis para aluguel e renda e outros imóveis) e operações com participantes (empréstimos e financiamentos), desde que respeitados os limites estabelecidos pela resolução CMN nº 3792. A partir desta resolução, os segmentos de investimentos estruturados e no exterior passaram a compor as carteiras dos fundos de pensão.

Segmento	Limite Legal
Renda Fixa	100%
Renda Variável	70%
Investimentos Estruturados	20%
Investimento no Exterior	10%
Imóveis	8%
Operações com participantes	15%

Quadro 9: Limites por segmento de investimentos
Elaborado pelo autor – fonte: Resolução CMN nº 3792.

Além dos limites por segmento, há restrições relacionadas ao emissor e a concentração dos investimentos, os quais se destacam a possibilidade de alocar somente até 10% dos seus recursos em investimentos em que o emissor seja uma sociedade de propósito específico (SPE) e o impedimento de realizar uma concentração superior a 25% dos seus recursos em uma mesma série de títulos ou valores mobiliários, em uma mesma classe ou série em fundos de direitos creditórios ou um mesmo empreendimento imobiliário.

Verifica-se que, nos últimos anos, grande parte dos investimentos destas entidades está aplicada no segmento de renda fixa por motivo de baixo risco e retornos compatíveis nos últimos anos.

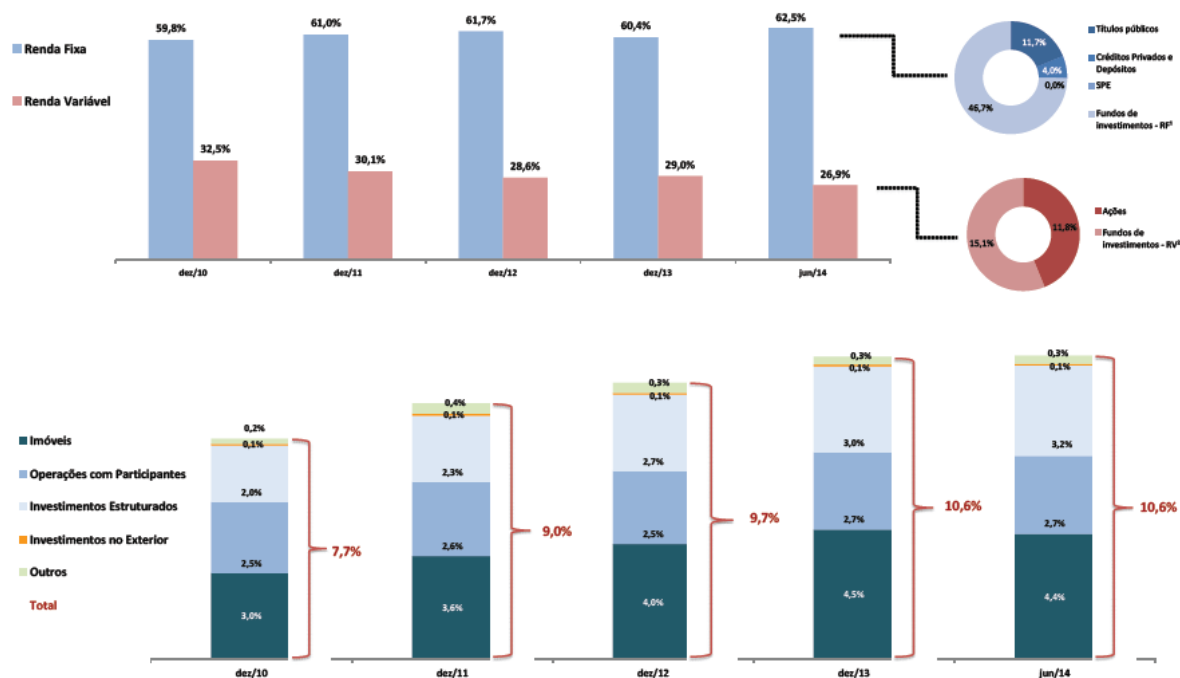


Figura 3: Evolução dos ativos por tipo de investimento

Fonte: Consolidado estatístico – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) – Junho/2014 – disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Forms/AllItems.aspx> 19/10/4014.

Para os pequenos fundos de pensão, o investimento em renda fixa é representativo; como demonstrado no quadro a seguir, somente 9,8% dos seus recursos estão alocados fora da renda fixa.

Investimentos	Quantidade EFPC	Representação (%)	Percentual alocado fora da renda fixa
Até R\$ 100 milhões	71	27%	9,8%
Entre R\$ 100 milhões e R\$ 500 milhões	70	26%	14,6%
Entre R\$ 500 milhões e R\$ 2 bilhões	75	28%	15,9%
Entre R\$ 2 bilhões e R\$ 10 bilhões	41	15%	17,2%
Acima de R\$ 10 bilhões	10	4%	30,8%
Consolidado	267	100%	15,1%

Quadro 10: Percentual alocado fora da renda fixa por quantidade de EFPC

Elaborado pelo autor - fonte: Consolidado estatístico – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) – Junho/2014 – disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Forms/AllItems.aspx> 19/10/4014

O segundo segmento de maior investimento - renda variável (RV), composto por ações e fundos de investimentos em RV, tem demonstrado ao longo dos anos que suas preocupações

são cada vez mais de curto prazo e de valor imediato, priorizando-se por mecanismos especulativos, como colocado por um dos *adviser*: “o mercado não quer saber de médio e longo prazo, se não entregou resultado está fora”. Para o *Controller* da GamaPrev, “a bolsa precisa ser especulativa, sem especulação não existe bolsa de valores”.

Diante da necessidade de entrega de resultado no curto prazo, os analistas evidenciam outra complexidade em torno da renda variável: a prestação de informações ao investidor. Colocando que, no cenário atual, as empresas listadas em bolsas acabam por evadir de prestar informações de cenários pessimistas para determinado período, insistindo em discursos pró-investimentos até que tenham que apresentar os resultados e as informações relevantes ao mercado. Para evitar equívocos relacionados a este fato, os analistas de investimentos buscam novos elementos para suas análises qualitativas que embora úteis e relevantes não corroboram as particularidades de cada empresa, como, por exemplo, comparação com empresas não listadas em bolsas, apresentações coletivas e individuais e *adviser* – consultor/perito em determinado setor. Como percebido em um comentário entres dois analistas de investimento da GamaPrev: “acho importante ir nesta apresentação já que esta empresa é de capital fechado e temos investimentos em empresas na bolsa do mesmo setor, por isso vou ouvi-los, porque eles não se preocupam em estar bem para o mercado, vão dizer o que pensam”, “quando se trata de analisar mercado, os cabelos brancos são um ponto a favor, pois possuem experiência para perceber as entrelinhas”, “se a empresa muda de discurso frequentemente e sempre começa o ano dizendo que o mercado está bom, não podemos mais confiar, é claro que eles não possuem estratégia”.

A percepção de que o processo decisório de investimento está além de critérios cognitivos também foi expressa recentemente pela administradora de recursos Dynamo, que publicou aos seus investidores em carta a importância da confiança na escolha dos investimentos como meio de se esquivar de equívocos, por eles classificados como elementos emocionais. Este administrador acrescenta que, segundo pesquisa realizada pela revista Fortune 2014, 65% dos executivos admitem ter dificuldade em utilizar somente análises quantitativas para embasar suas decisões e que, ao escolherem seus parceiros de negócio, conferem maior peso à confiança, reputação e experiência. Ainda segundo este administrador, estes elementos precisam ser monitorados para que não se desviem para a realização de interesses pessoais ou que esta confiança resulte em decisões equivocadas devido às trocas realizadas em períodos longos, possíveis de ocorrer em *value investors*.

As metas de desempenho utilizadas pelos fundos de pensão para renda variável podem resultar em comportamentos imediatistas pela própria composição/ metodologia dos índices.

Por exemplo, o IBrX carteira teórica em que para uma empresa ser elegível precisa estar entre as empresas mais negociadas na bolsa em um período de um ano, com revisão a cada quatro meses. O *Controller* da GamaPrev entende que as metas para fundos de valor não devem estar vinculadas ao IBrX e sim a geração de riqueza esperada para o plano.

Em relação às metas de investimento, para o *Controller* da Gamaprev, estas metas anuais causam conflitos entre os analistas entre as ações de curto – ganhar a meta/ bonificação - e as estratégias de longo prazo, resultando muitas vezes em usos de mecanismos de *hedge* para garantir o ganho da meta anual sem avaliação dos riscos e perdas da operação. Já o *Compliance* defende o uso das metas como um meio de evitar que os resultados de investimento fiquem abaixo da meta atuarial, definindo a tolerância a riscos do Conselho Deliberativo e do Comitê de Risco.

Em reunião com um gestor de fundos de investimentos especializados em fundos de pensão, sua apresentação focou a importância de conscientizar o órgão regulador, os fundos de pensão e seus participantes que maiores retornos exigem maiores prazos.

Diante deste dilema de retornos no curto e longo prazo, ganharam destaque os fundos de valor que são fundos de investimento que identificam empresas com potencial de valorização e realizam reestruturação para torná-las atrativas ao mercado. Estes fundos se preocupam em analisar os fundamentos da empresa, como colocado por um gestor de investimento de fundo de pensão “os fundos de valor são diferentes, eles olham para dentro da empresa e tem um prazo diferente do nosso”. Para realizarem este papel, os gestores destes fundos também participam dos conselhos deliberativo e fiscal das empresas que compõe o seu fundo de valor. Em reunião com um destes fundos, uma das estratégias adotada foi adaptar a governança das empresas às exigências e conformidades do mercado, criando o papel do sócio controlador em uma empresa de propriedade dispersa e aumentando o *tag-along* em uma empresa de propriedade mais concentrada.

Nos últimos anos, buscando opções de investimento que concedessem resultados de médio e longo prazo, os fundos de pensão começaram a alocar seus recursos em outros segmentos classificados em investimentos estruturados: empresas emergentes, participações e fundo imobiliário e investimentos no exterior.

Em entrevista para o Investidor Institucional (novembro/2013), a Real Grandeza – Fundação de Previdência e Assistência Social, instituída por FURNAS – Centrais Elétricas, coloca que veem no *private equity* e no Fundo de Investimento em Participações (FIP) um meio de comprar na bolsa de valores de 2020 e percebem várias tendências na economia que não podem ser capturadas na bolsa de valores de hoje, seja em consumo ou em infraestrutura.

Já a Fundação dos Economiários Federais (Funcef), em nota ao Diário Comércio, Indústria & Serviço (DCI) de 01/10/2014, para alcançar sua meta atuarial (inflação + 5,5% a.a.), declara estar em busca de investimentos de longo prazo, por meio de investimentos em fundos de participações, principalmente no setor de infraestrutura. E, apesar dos desafios da curva “J” nos primeiros anos, estes investimentos oferecem ganhos reais entre 20,0% a 30,0% ao ano.

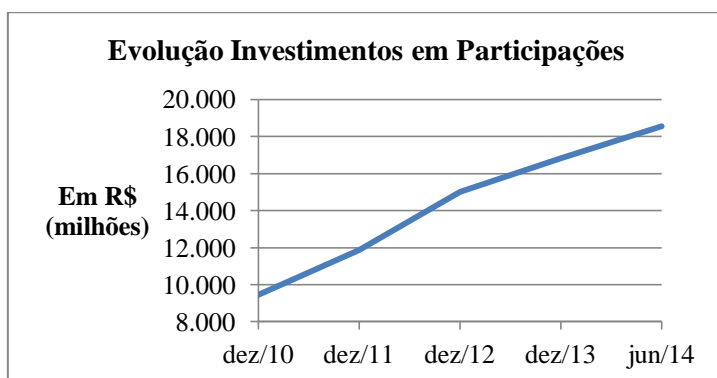


Figura 4: Evolução dos Investimentos em Participações

Elaborado pelo autor – fonte: Consolidado estatístico – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) – Junho/2014 – disponível em:

<http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Forms/AllItems.aspx> 19/10/4014

Observa-se que os investimentos em participações estão presentes, principalmente, nos investimentos com risco atuarial (benefício definido e contribuição variável) em que o fundo de pensão precisa gerenciar o seu ativo de modo a honrar os compromissos do seu passivo previdenciário (quadro 3), como também mais expressivos a depender do porte do fundo de pensão (quadro 4).

Segmento	Benefício Definido			Contribuição Definida			Contribuição Variável		
	R\$ milhões	% Modalidade	% Segmento	R\$ milhões	% Modalidade	% Segmento	R\$ milhões	% Modalidade	% Segmento
Renda Fixa	259.115	54,5%	63,6%	53.803	88,4%	13,2%	94.713	78,1%	23,2%
Renda Variável	158.308	33,3%	88,4%	5.360	8,8%	3,0%	15.325	12,6%	8,6%
Investimentos Estruturados	16.713	3,5%	79,1%	525	0,9%	2,5%	3.896	3,2%	18,4%
Investimentos No Exterior	374	0,1%	100,0%	0	0,0%	0,0%	0	0,0%	0,0%
Imóveis	26.314	5,5%	90,3%	333	0,5%	1,1%	2.496	2,1%	8,6%
Operações Com Participantes	13.151	2,8%	72,2%	698	1,1%	3,8%	4.369	3,6%	24,0%
Outros	1.158	0,2%	62,1%	166	0,3%	8,9%	541	0,4%	29,0%
Total	475.133	100,0%	72,3%	60.886	100,0%	9,3%	121.340	100,0%	18,5%

Quadro 11: Alocação da carteira consolidada por tipo de plano

Fonte: Consolidado estatístico – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) – Junho/2014 – disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Forms/AllItems.aspx> 19/10/4014.

PATRIMÔNIO	Renda Fixa	Renda Variável	Investimentos Estruturados	Investimentos no Exterior	Imóveis	Operações com Participantes	Outros
Até R\$ 100 mi	90,16%	6,15%	0,05%	0,00%	0,89%	0,55%	2,20%
Entre R\$ 100 mi e R\$ 500 mi	85,39%	10,08%	0,92%	0,00%	1,88%	1,28%	0,45%
Entre R\$ 500 mi e R\$ 2 bi	84,11%	9,99%	1,44%	0,00%	2,29%	1,58%	0,59%
Entre R\$ 2 bi e R\$ 10 bi	82,80%	9,17%	2,73%	0,11%	2,85%	1,85%	0,48%
Acima de R\$ 10 bi	69,21%	19,48%	3,50%	0,00%	4,73%	2,92%	0,17%
Consolidado	84,94%	9,52%	1,27%	0,02%	2,06%	1,37%	0,82%

Quadro 12: Alocação média por faixa de patrimônio

Fonte: Consolidado estatístico – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) – Junho/2014 – disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Forms/AllItems.aspx> 19/10/4014.

4.1.3. Governança Corporativa

Os fundos de pensão, por normativo legal, precisam ter em sua estrutura de governança representantes dos empregados e das patrocinadoras paritariamente. A GamaPrev possui a seguinte estrutura: Diretoria Executiva, Conselho Administrativo, Conselho Fiscal (permanente), Comitê de Risco e *Compliance*, sendo seus membros escolhidos por votação ou por indicação da patrocinadora instituidora e das patrocinadoras estatutárias (à exceção da própria GamaPrev). Há três instituições consideradas estatutárias e duas patrocinadoras sem este título. A GamaPrev está em processo de busca de novas patrocinadoras.

A Diretoria Executiva é composta por três membros, sendo o diretor financeiro eleito pelos ativos e assistidos e os outros dois membros indicados pelos representantes das patrocinadoras no Conselho Deliberativo. Atualmente, o diretor financeiro da entidade (cargo nomeado por eleição) é um dos empregados gestores da área financeira, o que reafirma o papel dos empregados no processo decisório da entidade.

O Conselho Deliberativo composto por seis membros titulares e seis membros suplentes, cabendo à instituidora a nomeação de um representante e seu respectivo suplente, às patrocinadoras estatutárias a nomeação de dois membros e seus respectivos suplentes e os demais membros eleitos em representatividade aos empregados sejam na qualidade de ativos ou assistidos. O Presidente do Conselho é indicado pelos representantes das patrocinadoras e deve ser participante ou assistido, este possui o voto de qualidade.

O Conselho Fiscal é composto por quatro membros titulares e quatro membros suplentes, cabendo à instituidora a nomeação de um representante e seu respectivo suplente, às patrocinadoras estatutárias a nomeação de mais um representante e seu respectivo suplente e os demais membros eleitos em representatividade aos empregados sejam na qualidade de

ativos ou assistidos. O Presidente do Conselho é escolhido entre os membros deste conselho e possui o voto de qualidade. É de responsabilidade deste conselho emitir relatórios de controle interno, pelo menos semestralmente, com suas conclusões a respeito da aderência da gestão dos recursos garantidores às normas, à política de investimento e às premissas atuariais.

A fundação possui duas visões principais que são intrínsecas ao próprio negócio, sendo uma ligada ao desempenho e ao resultado com visão de mercado e risco, vinculada à ótica do Ativo do fundo, e a outra voltada a questões de bem-estar e qualidade de vida, vinculada à ótica do Passivo do fundo. Alguns participantes admitem ver o fundo como um “instituto de amparo aos empregados das patrocinadoras e que seu papel é de facilitar suas vidas”, percepção ligada às questões de cunho assistencial, que inicialmente também estava fortemente presente em alguns produtos financeiros, que predominava nos órgãos de governança e nas instituições de políticas e normas.

Contudo, nos últimos anos, após a proibição legal de realizar serviços assistenciais, a visão voltada para resultados tem se fortificado, associada ao cumprimento de metas e à geração de valor futuro aos participantes.

4.1.4. O processo de investimento no Fundo de Pensão GamaPrev

A GamaPrev possui planos de benefício definido (BD), contribuição definida (CD) e contribuição variável (CV). O plano BD está em processo de extinção e, em 2005, os participantes tiveram a opção de migrar do plano BD para o plano CD.

Em 06/2006, a entidade disponibilizou a opção de perfil de investimento aos seus participantes do plano CD, da seguinte forma: Superconservador: participantes com baixa tolerância a risco, que não desejam alocar parte de sua reserva em renda variável; Conservador: opta por alocar 15% de sua reversa em renda variável; Moderado: opta por alocar 30% em renda variável e Agressivo: opta por investir 45% em renda variável. A escolha de perfil não é obrigatória, e aqueles participantes que não optarem por um dos quatro perfis de investimento têm seus investimentos alocados conforme análise da equipe interna, respeitando a política de investimento aprovada pelo conselho deliberativo anualmente. A decisão por perfil de investimento é um recurso de inclusão do participante no processo decisório de investimento, optando por sua tolerância a risco.

A equipe de investimentos é composta por profissionais qualificados e certificados, em sua maioria, que possuem formação grau de mestre ou doutor e com igualdade de gênero.

O processo decisório de investimento se subdivide em operacional, tático e estratégico. No nível operacional, estão os estudos e propostas dos técnicos a serem submetidos à aprovação dos comitês técnicos de gestão e de alocação e em seguida ao comitê executivo. Os comitês técnicos são compostos pelos representantes da área de investimento e o diretor financeiro, e todos possuem direito a voto. O comitê executivo, nível tático do processo decisório, é composto pelos membros da diretoria executiva com direito a voto e pelos representantes da área de investimento sem direito a voto.

Parte da gestão dos recursos é realizada por instituições externas à organização (gestão terceirizada). Esta prática é vista pela entidade como um recurso de gestão de risco, compreendendo que a gestão externa deve incorrer em maiores riscos que a gestão interna. Esta mesma compreensão é percebida em outros fundos de pensão, que declaram que estas instituições possuem autonomia para gerirem os recursos conforme suas estratégias, desde que respeitados os limites e as diversificações previamente estabelecidas, e são utilizadas para diversificação do risco e *bechmarck* para melhoria da carteira própria, visto o intercâmbio entre os técnicos externos e internos.

As normas de risco de investimento e o modelo proprietário de risco estão em fase final de estudo e elaboração. O conhecimento e as decisões são transmitidos à equipe por meio de estudos técnicos e das apresentações e aprovações nos comitês de investimento. Grande parte do conhecimento só faz parte do quadro de profissionais, com baixo registro em normas e regulamentos.

A entidade adota, como mecanismo de dinamicidade na gestão de renda variável, regras de autonomia na seleção de ativos, sem comprometimento da confiança no processo decisório e manutenção do veto do comitê executivo. Por estas regras, a entidade consegue otimizar a seleção de ativo que participem do *benchmark* adotado para a carteira de ações (IBrX) e que ainda não possuem análise técnica aprovada, restringindo-se a compra do título ao mesmo peso da carteira IBrX.

O investimento em longo prazo é defendido pela entidade, que utiliza a análise fundamentalista para os estudos técnicos. Nos estudos e propostas são avaliados os cenários macroeconômico e microeconômico, o setor, o histórico da empresa e experiência e outras informações qualitativas de divulgação não obrigatória ao mercado. Estes estudos apontam o preço justo das ações para compra e venda. Apesar da orientação de longo prazo da entidade,

a vinculação a carteira IBrX para a carteira de renda variável lhe confere uma tendência de curto prazo.

Em relação aos investimentos de longo prazo, os analistas entendem que estes devem ter o comprometimento financeiro do sócio, do gestor e do administrador do fundo, uma equipe com experiência no negócio, além dos riscos financeiros e de uma taxa de desempenho no mínimo equivalente à projeção da taxa de juros (*risk free*) para o mesmo período.

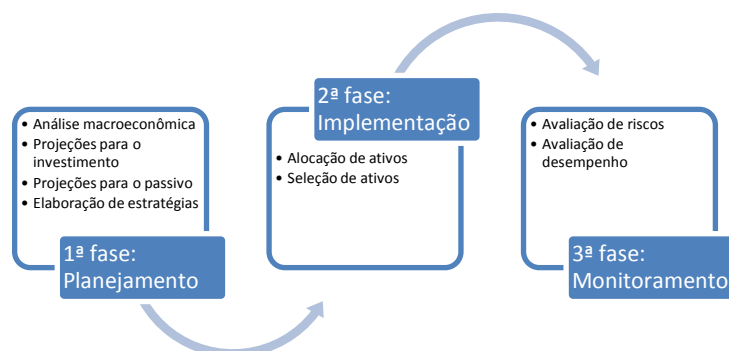


Figura 5: Gestão dos Ativos na GamaPrev

Outra variável que dificulta os investimentos em prazos mais longos é a liquidez do investimento em relação ao prazo. A liquidez dos investimentos deve ser coincidente com a necessidade de pagamento do passivo previdenciário. Dessa forma, os fundos em fase de pagamento de benefícios reduzem seu comprometimento em investimentos de longo prazo, focando o “casamento” dos seus ativos com seus passivos, e ao passo que os fundos em fase de captação estão mais dispostos em atuar em estratégias de prazos mais longos. Os dos maiores fundos de pensão brasileiros, Petros e Previ, divulgam estas estratégias em suas políticas de investimento.

Fase do Fundo	Petros	Previ
Pagamento	Estratégia de curto prazo em ações pagadoras de dividendos ou com retornos acima do IBrX. Em processo de desinvestimento de participações de médio e longo prazo.	Estratégia de investimento em prol de maior liquidez, aproveitando as oportunidades de mercado. Baixa alocação em investimentos estruturados/participações (até 1,5%).
Arrecadação	Estratégia de aumento da carteira de participações com expectativas de retorno em médio e longo prazo, priorizando os setores de infraestrutura e economia doméstica.	Com possibilidade de investimentos com baixa liquidez no curto prazo. Alocação máxima em investimentos estruturados de 5%, ênfase em <i>Private Equity</i> .

Quadro 13: Estratégia em Investimento Curto e Longo Prazo.

Fonte: Política de Investimentos dos Fundos de Pensão Petros e Previ (2014).

Na entidade em estudo, a equipe de investimento entende que para os planos previdenciários com risco atuarial a temporalidade dominante é o longo prazo e os investimentos devem estar vinculados à necessidade de liquidez dos fluxos de pagamentos;

enquanto que para os planos sem risco atuarial os investimentos devem se concentrar no médio prazo e priorizar o desempenho da carteira. Desse modo, são utilizados como horizonte de tempo para a gestão de risco os seguintes prazos: até um mês – curto prazo; entre um e 60 meses – médio prazo e acima de 60 meses – longo prazo. A preocupação com o prazo, estágio do fundo previdenciário e a liquidez correspondente e a existência de risco atuarial também estão ligadas à tentativa de evitar os efeitos da curva J, em que, no início do investimento, existem perdas para o investidor, as quais são superadas pelos retornos crescentes após a fase de maturação do investimento. Os analistas entendem que o efeito desta curva atinge consideravelmente os planos de contribuição definida e variável, em que a melhora do benefício é resultado do desempenho ao longo do tempo. Para estes planos, a pressão por resultado no curto prazo é maior, por isso a importância de introduzi-los no processo decisório por meio dos perfis de investimentos.

Os analistas da GamaPrev também se sentem receosos em embasar suas recomendações de investimento a partir do capital humano, devido há alguns casos pretéritos de insucesso relacionados a isto, situações que profissionais reconhecidos no mercado são contratados para melhorar a atratividade da instituição, com o propósito de disfarçarem as possibilidade de perdas.

Apesar dos riscos mencionados, verifica-se que a expectativa de retorno acima dos mercados tradicionais vem impulsionando muitos fundos de pensão a participarem em investimentos em *private equity*, em especial, na modalidade de fundos de fundos, que mitiga os riscos inerentes a este segmento através da diversificação nas safras/ estágios de investimento, como demonstrado na ilustração abaixo.



* Inclui pessoas físicas e outros tipos de investidores não listados dentre as demais opções.

Figura 6: Distribuição do Capital Comprometido Total em 30/06/2008 (US\$ 26,65 bilhões) por tipo de investidor
 Fonte: Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital. Relatório de pesquisa - http://gvcepe.com/site/wp-content/uploads/2008/12/panorama_2008_ptbr.pdf - acessado em 14/09/2014.

Segundo a GVcepe (2008), a captação de novos veículos de investimentos ocorreu em momentos com ambiente macroeconômicos específicos, como as privatizações em 1997, a tecnologia da informação entre 1999 e 2001 e a disseminação dos fundos de investimentos em participações (FIP), o aumento da liquidez financeira mundial, a redução da taxa de juros no Brasil, entre outros, no período entre 2005 e o primeiro semestre de 2008. Ainda, no panorama realizado por esta instituição em 2008, a participação dos fundos de pensão neste período é significativa, quase que superando o marco histórico das privatizações, correspondendo, em 30 de junho de 2008, a 27% do estoque total comprometido, sendo os fundos de pensão nacionais responsáveis pela maior parcela.

4.1.5. Investindo em Fundos em Participação: seleção de ativos por meio da análise do capital intelectual

Desde 1995, a GamaPrev vem realizando estudos para investimentos em *private equity*. Em 2008, a entidade, em conjunto com outros fundos de pensão, estudou a possibilidade de criar um FIP. Após a conclusão e aprovação nos comitês técnicos e executivos, o investimento foi vetado pelo conselho deliberativo da época.

Em 2012, a política para investimento em *private equity* foi aprovada pelo conselho; contudo, os critérios para análise só foram aprovados em 2013, resultando no primeiro investimento neste segmento. Por estes normativos, a entidade deve analisar os seguintes requisitos:

- (1) O gestor e a equipe do FIP, observando a experiência profissional, o tempo de vinculação à equipe, o tempo de dedicação dos profissionais-chave, a política de retenção, a credibilidade e o histórico de rentabilidade da equipe. Estes requisitos possuem peso de 40% na avaliação do fundo de investimento.
- (2) O processo de investimento em si, verificando a tese de investimento, a concentração do processo decisório, as etapas do processo de investimento, a qualidade do *pipeline* e a estratégia de saída. Com peso de 20% na avaliação do fundo de investimento.
- (3) A estrutura de governança do fundo e do gestor, analisando a governança do fundo, o perfil dos demais investidores, a segregação de funções de administrador e gestor,

o tamanho do fundo, a estratégia de longo prazo, o comprometimento financeiro, a rede de relacionamentos, as parcerias existentes e o alinhamento de interesses. Com peso de 40% na avaliação do fundo de investimento.

As propostas/ projetos selecionados devem ser prioritariamente do programa INOVAR do Fundo de Financiamento de Estudos de Projetos e Programas (FINEP), cabendo a dois analistas da fundação realizarem a seleção a partir dos critérios adotados pela FINEP. A incubadora INOVAR, segundo divulgação no site do programa, tem como objetivo “o desenvolvimento e a consolidação da indústria de *Venture Capital* (VC) no Brasil”. As propostas pré-qualificadas pelo programa INOVAR – FINEP (incubadora) são posteriormente avaliadas por uma banca de investidores, sendo que onze destes investidores são fundos de pensão em sua maioria de patrocínio público.

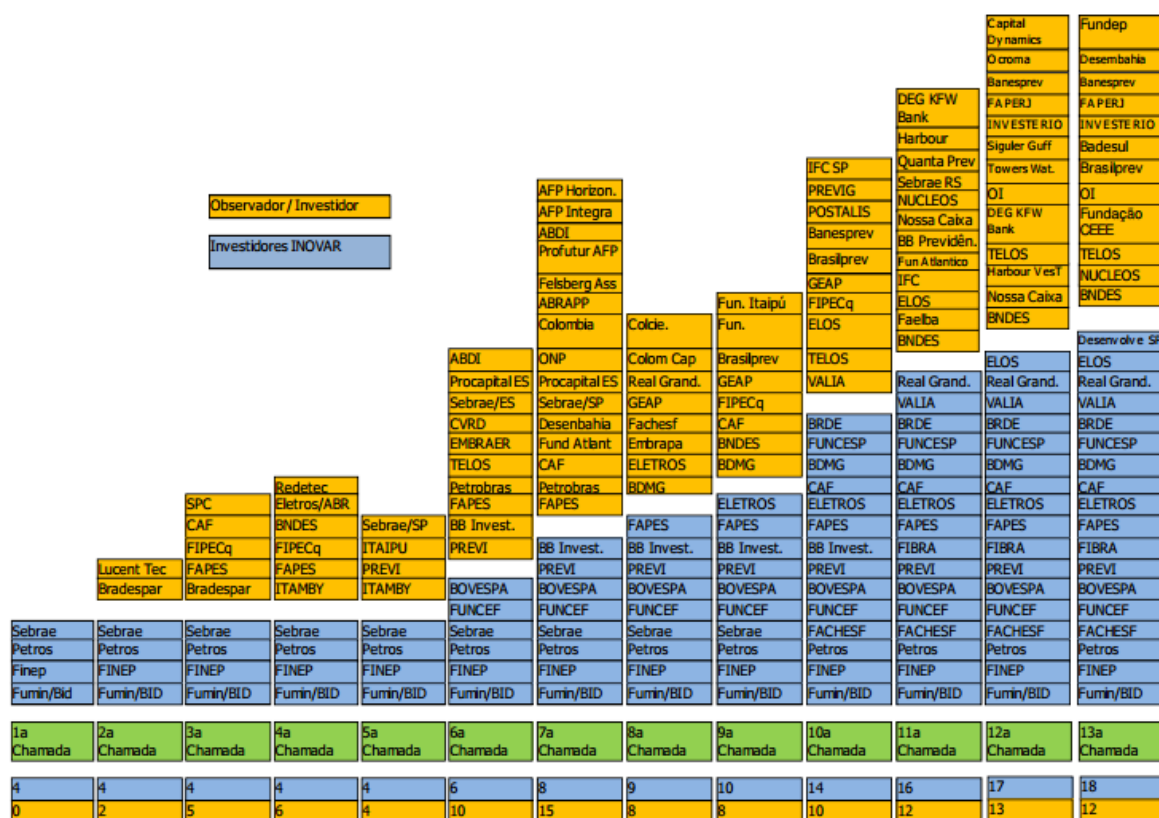


Figura 7: Instituições que participam da banca do fundo INOVAR.

Fonte: FINEP - <http://www.finep.gov.br/pagina.asp?pag=inovar> – acessado em 16/09/2014.

A GamaPrev analisou cinco fundos em *private equity* a partir de questionários, entrevistas e outros, e identificou os seguintes pontos positivos e negativos.

	Pontos Positivos	Pontos Negativos
Fundo 1	<ul style="list-style-type: none"> • Experiência do gestor • Dedicação da equipe 	<ul style="list-style-type: none"> • Prazo muito longo • Tempo de trabalho em equipe pequeno
Fundo 2	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Pipeline</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Pouco tempo de relacionamento da equipe com o principal responsável pelo fundo.
Fundo 3	<ul style="list-style-type: none"> • Tempo de dedicação da equipe chave • Prazo de investimento e desinvestimento 	<ul style="list-style-type: none"> • A equipe não está formada • Sem histórico de rentabilidade (<i>track record</i>)
Fundo 4	<ul style="list-style-type: none"> • Experiência individual e tempo de trabalho da equipe no exterior • Histórico de rentabilidade (<i>track record</i>) • Diversificação nos estágios • Menor risco 	<ul style="list-style-type: none"> • Prazo do fundo muito longo • Baixa experiência no Brasil • Tempo de dedicação baixo
Fundo 5	<ul style="list-style-type: none"> • Experiência individual do gestor e da equipe 	<ul style="list-style-type: none"> • Baixo comprometimento financeiro do fundo • Baixa integração da equipe • Prazo muito longo

Quadro 14: Análise dos fundos de *private equity* pela GamaPrev

Estes fundos recrutam profissionais gabaritados e estes fazem parte da estrutura de propriedade. Segundo o relatório da EAESP (2008), as empresas gestoras destes investimentos estão absorvendo profissionais de alta qualificação profissional para compor seu quadro de pessoal em altos níveis, com concentração em profissionais com grau de mestre. Dos prospectos apresentados, mais de 50% das cotas de propriedades destes fundos são de seus empregados, que age como uma política de retenção de talentos - instituições com baixíssimos índices de rotação de pessoal; como um fator de confiança dos investidores, visto o comprometimento de seus recursos nos fundos de *private equity* e como criação de redes específicas de relacionamentos favoráveis à obtenção de informações indispensáveis ao sucesso deste empreendimento.

Os fundos de PE/VC preveem grandes oportunidades no mercado brasileiro impulsionadas, mormente, pelo crescimento da classe média, aumento da receptividade das empresas familiares e empreendedores a este tipo de financiamento e a variedade de recursos naturais.

Em análise aos prospectos destes fundos de PE/VC, identificou-se também a preocupação da vinculação a administradores de fundos que apresentem o mesmo grau de confiabilidade/ reputação que o gestor do fundo, assim como estrutura de governanças propícias ao compartilhamento e ao aprendizado, vinculadas ao capital intelectual. Um exemplo de administrador com esta visão é o BTG Pactual, que declara possuir visão de longo

prazo tanto nos investimentos quanto nos relacionamentos com os clientes, com comprometimento financeiro; uma política de meritocracia; e parceria na gestão interna, com sociedade com os melhores profissionais e com a preocupação de promover um ambiente baseado na confiança mútua.

A GamaPrev optou por selecionar o Fundo 4, que apresentou como tese de investimento obter rentabilidade superior aos mercados tradicionais. A seguir, demonstra-se a pontuação obtida por cada um dos FIPs e as avaliações realizadas pelos analistas de investimento, evidenciando que os requisitos diretamente relacionados ao capital intelectual como experiência, credibilidade, rede de relacionamentos e parcerias foram decisivos na seleção do fundo a ser investido.

Avaliação de fundos de Private Equity (GamaPrev)	Gestor/ Equipe	Processo de Investimento	Governança Fundo	Governança Gestor	Resultado
Fundo 1	3,14	1,56	1,65	1,59	7,94
Fundo 2	2,26	1,46	1,55	1,44	6,71
Fundo 3	3,03	1,66	1,72	1,40	7,81
Fundo 4	3,46	1,82	1,80	1,67	8,75
Fundo 5	3,20	1,72	1,77	1,49	8,17
Maior nota	3,46	1,82	1,80	1,67	8,75
Menor nota	2,26	1,46	1,55	1,40	6,71

Quadro 15: Resultado avaliação dos fundos em *private equity*.

Fonte: GamaPrev (elaborado pelo autor)

Como pode ser observado no quadro acima, a análise de investimento no segmento de fundos em participação (*private equity*) baseia-se em variáveis relacionadas ao capital intelectual, principalmente nas relacionadas ao grupo do capital humano - as habilidades e os conhecimentos dos profissionais-chave - e ao grupo do capital em clientes - rede de relacionamentos com o mercado, visando à obtenção das informações necessárias ao êxito do empreendimento. A análise do capital intelectual nos investimentos relacionados à inovação torna-se imprescindível por causa da vinculação da equipe ao sucesso do investimento; contudo, apesar da ênfase a estas variáveis, verifica-se que as relações de governança – redução dos riscos comportamentais e o histórico da rentabilidade – trajetória evolucionista dos gestores dos fundos em private equity, pontos vitais para o investidor (fundo de pensão), não são menosprezados.

Abaixo, demonstra-se o espaçamento entre as variáveis avaliadas em cada grupo gestor/equipe, processo de investimento, governança do fundo e governança do gestor,

demonstrando que as maiores variações das notas do fundo 4 em relação ao demais encontram-se no grupo gestor/equipe. Observa-se que, nesse grupo, as maiores pontuações foram experiência, credibilidade, tempo da equipe e dedicação da equipe. Estas variáveis estão relacionadas ao ativo intangível: confiança.

Ressalta-se que estes fundos de investimentos em participações foram pré-selecionados pela incubadora INOVAR, fato que pode explicar a proximidade das notas obtidas.

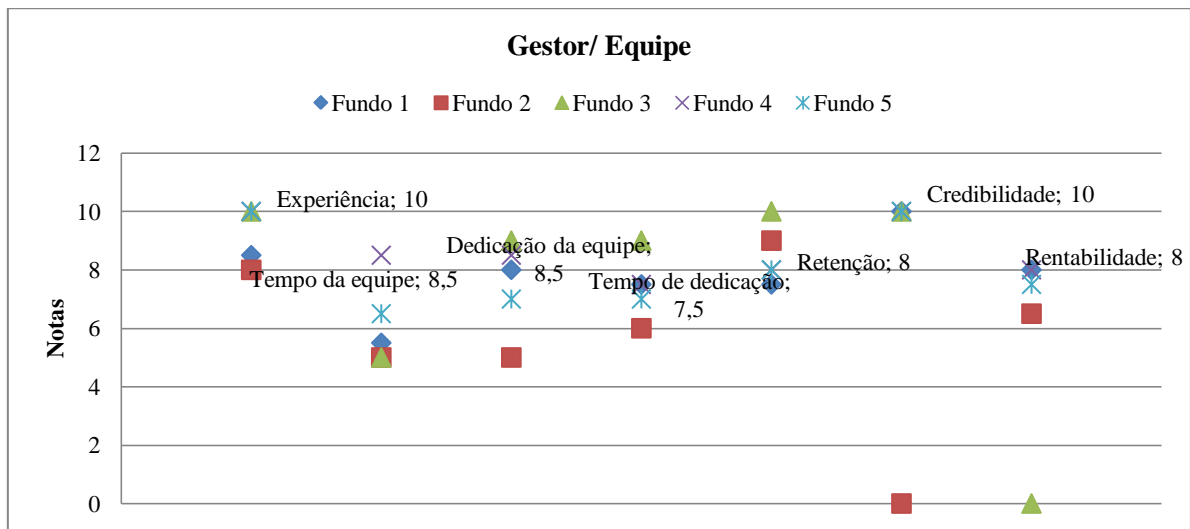


Figura 8: Dispersão notas variáveis Gestor/ Equipe

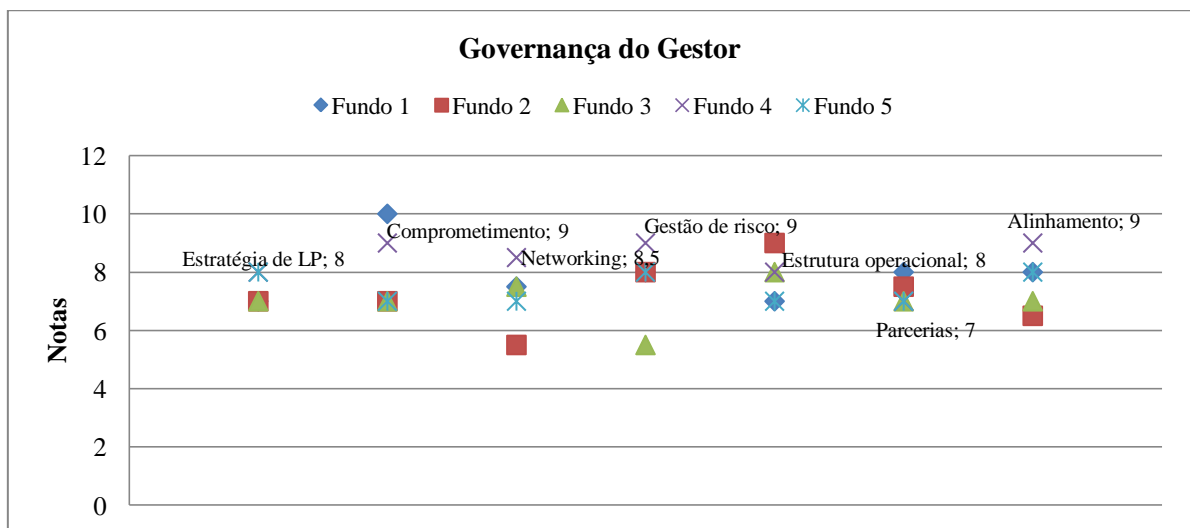


Figura 9: Dispersão notas variáveis governança do gestor

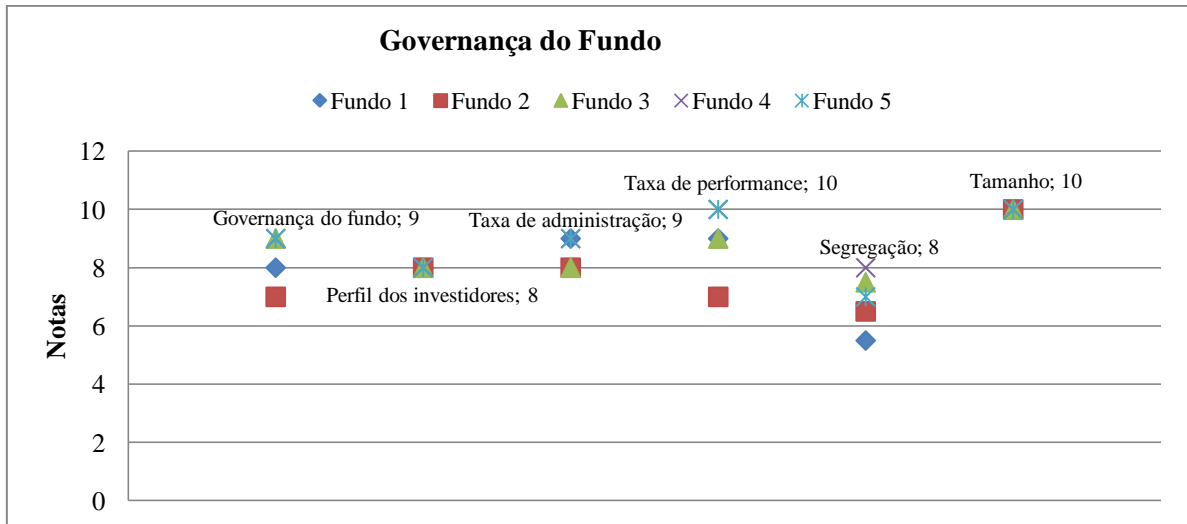


Figura 10: Dispersão notas variáveis governança do fundo

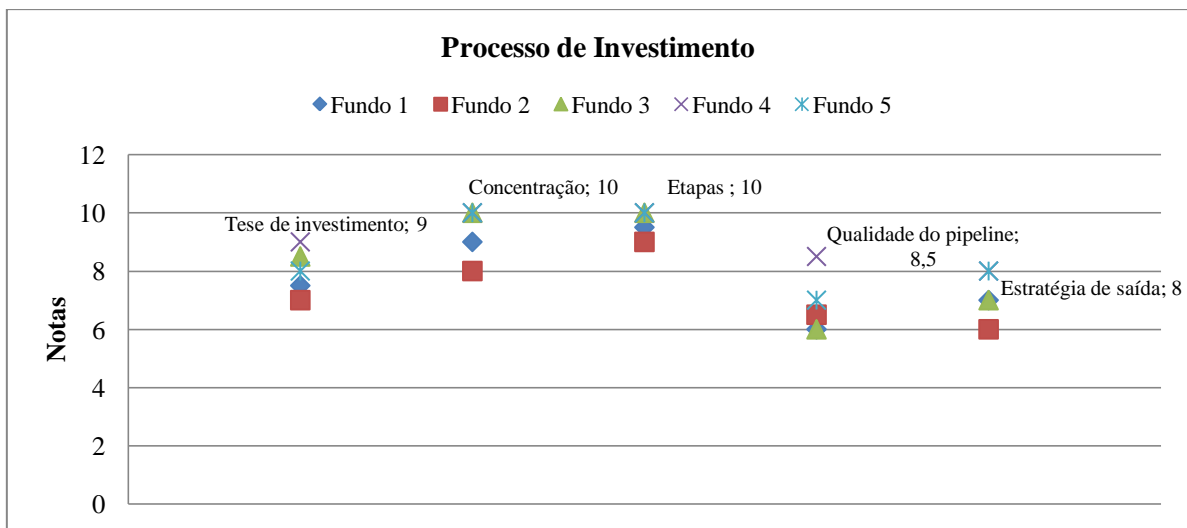


Figura 11: Dispersão notas variáveis processo de investimento

4.1.6. Declaração do Conselho

O investimento em conhecimento se dá em empresas de capital fechado, mas não necessariamente em empresas familiares. O desafio é encontrar um bom gestor para que os fundos de pensão possam fazer suas aplicações, uma vez que a legislação não permite investimento em empresa de capital fechado. Para realizar investimentos em longo prazo, ou seja, superiores a quatro ou cinco anos, deve existir a possibilidade de obter retornos superiores aos obtidos nos mercados tradicionais e haver uma estrutura representada por um

acionista, que pode ser de um grupo familiar, desde que haja acordo para a condução dos negócios da empresa. Um fator que levaria a confiança em investir em uma empresa seria a periodicidade e a clareza das informações apresentadas, não limitadas apenas aos aspectos da legislação, como balanços e notas explicativas, bem como o envolvimento dos órgãos diretivos da empresa.

Uma boa governança pode ser considerada aquela em que há bastante clareza na definição e atribuição de responsabilidades entre os diversos níveis hierárquicos da empresa. A sua importância é vital para o desenvolvimento dos negócios, sendo necessária a existência de normas de governança. A estrutura de propriedade é importante para a disseminação e o compartilhamento de conhecimento, e esta iniciativa deve partir dos escalões superiores. A participação dos empregados na estrutura de propriedade pode ser vista como fator positivo ao desenvolvimento e crescimento dos negócios da empresa, pelo engajamento no processo decisório; contudo, não é argumento suficiente para uma tomada de decisão, mas seria levado em conta, de forma positiva.

4.2. Análise do Caso

Nas análises dos estudos revisados sobre investimento em capital intelectual, percebe-se que quanto maior o prazo, maior o nível de confiança entre os agentes econômicos e de poder de decisão. Em contrapartida, maior é a incerteza, os controles são mais difíceis e o risco é maior, de modo que há necessidade de maiores retornos para compensá-los e mecanismos de diversificação. Logo, a postura do proprietário neste circuito interferiria na gestão do capital intelectual nas decisões de alocação de recursos de curto e longo prazo. Considerando que o proprietário possui papel decisivo nesse processo, a análise da estrutura corporativa em relação ao processo de inovação se torna relevante e identifica-se em comum aos estudos de governança corporativa e gestão do conhecimento as variáveis: prazo, confiança e autonomia.

1. Governança corporativa e gestão do conhecimento			
Pontos-chave	Estrutura de propriedade	Finanças Corporativas	A especificidade do capital humano
Desafios	<ul style="list-style-type: none">- Criação de arranjos institucionais que regulem a relação entre o investidor e o capital humano;- Saída de uma das partes após o início do investimento (<i>hold up</i>);- Comprometimento financeiro do gestor do fundo com o projeto;- Comportamento oportunista do investidor em relações de curto prazo;- Comportamento oportunista do capital humano vinculado à incerteza do resultado e a especificidade dos ativos.		
2. Prazo na economia informacional			
Pontos-chave	Diversificação	Descentralização	Liquidez
Desafios	<ul style="list-style-type: none">- Percepção de prazo individualizada dos agentes;- Necessidade de liquidez vinculada ao sentimento de uso e urgência;- Dinamicidade das relações;- Impossibilidade de antecipar os retornos;- Incerteza dos resultados em relações de longo prazo.		
3. Fator confiança nas relações entre investidor e investida			
Pontos-chave	Fator de vinculação, cooperação e compartilhamento	Aumenta o grau de autonomia	Crédito
Desafios	<ul style="list-style-type: none">- Inaplicabilidade de indicadores convencionais para mensuração e comparabilidade dos bens intangíveis;- Pouca informação sobre o capital intelectual e seus avanços (assimetria de informação e <i>track record</i>);- Permanência da equipe vinculada ao processo de inovação;- Vinculação emocional resultando em cegueira estratégica no processo decisório de investimento;- Excesso de confiança.		
4. Autonomia: uma relação de poder no processo de decisório			
Pontos-chave	Autogoverno		<i>Compliance</i>
Desafios	<ul style="list-style-type: none">- Necessidade de controle e monitoramento;- Integração dos interesses econômicos das partes envolvidas;- Concessão de agilidade no processo decisório sem que haja comportamento oportunista do agente;		

Quadro 16: Síntese dos desafios dos investidores ao aplicarem recursos em investimentos relacionados à inovação. Fonte: elaborado pelo autor.

Desafio 1: governança corporativa e gestão do conhecimento

Em contraposição às evidências teóricas com o caso em estudo, constata-se que o investimento de longo prazo é reconhecidamente importante para o desenvolvimento econômico e para os investidores institucionais, principalmente para os fundos de pensão e suas metas atuariais. Observa-se que estes tipos de investimentos estão relacionados ao capital intelectual da organização, ou seja, sua capacidade de empreender e inovar – de romper barreiras como colocado por Mintzberg et al (2001). Este espírito criativo, segundo Mintzberg et al (2001), está presente nas empresas no seu período de formação, isto é, são empresas

jovens, o que as tornam elegíveis a investimentos de longo prazo para os investidores, que as percebem como fontes alternativas de altos retornos – empresas no estágio de *private equity*.

As empresas que compõe os fundos de investimentos em participações são identificadas assim pelos fundos de pensão, como colocado pela Real Grandeza, que entende que existem movimentos importantes que o mercado acionário não consegue captar. E pela Funcef que estima ganhos reais entre 20% e 30% ao ano.

Esta vinculação de investimento de longo prazo com capital intelectual faz com que novos arranjos se configurem na economia e análises de investimento, considerando o alto risco de investir em processos de inovação (Belloc, 2012). Analisando as estruturas de propriedade do fundo de pensão e dos gestores dos FIP em estudo, verifica-se o entendimento de Blair (1999) da importância de tratar o capital humano como uma questão estratégica de negócio e não apenas como uma relação de trabalho, principalmente pela especificidade do capital humano no desenvolvimento da reputação de longo prazo (Blair, 1999). O caso em estudo demonstra que tanto o fundo de pensão como o FIP, há a figura do empregado como proprietário e com alta qualificação técnica, demonstrando a necessidade de um proprietário consciente e envolvido com a longevidade dos negócios. Percebe-se também que apesar de os fundos de pensão serem elencados como investidores de longo prazo (Belloc, 2012), e por isto reconhecidos por diversos autores como investidores-chave e aptos para potencializar a gestão baseada em capital intelectual, outros fatores limitam estes investimentos. Sendo um deles, a alteração de plano de benefício definido para contribuição definida e os perfis de investimentos, que traz uma visão mais individualizante e a necessidade de maiores rentabilidades (desempenho). Assim, a tolerância a risco dos investidores que compõe o fundo de pensão ganhou maior peso no processo decisório. Verifica-se também, como identificado por Clark et al (2011), a presença dos fundos em *private equity* como intermediadores no processo de investimento em inovação, fomentados pelas incubadoras deste segmento tal como a FINEP.

Desafio 2: prazo na economia informacional

No que diz respeito ao prazo, os desafios são diretamente relacionados ao risco de liquidez e solvência. Muitos fundos de pensão se encontram na fase de pagamento de benefício; e esta fase faz com que estas entidades se preocupem com o nível de liquidez dos seus investimentos, mas ao mesmo tempo se preocupem em atingir e até ultrapassar suas metas atuariais de longo prazo. Para os planos de contribuição definida, na entidade em

estudo, a visão predominante para administração de riscos é de médio prazo. Isto ocorre porque quanto mais acumularem no curto prazo, melhores serão os benefícios futuros. A entidade considera também a possibilidade de um dos seus membros realizar portabilidade, o que pode ser prejudicial se existir um investimento de longo prazo, devido ao efeito da curva “J”.

A pressão por retornos de curto prazo também está presente nas metas de investimento da instituição, que buscam assegurar a tolerância a risco que a entidade deseja incorrer. Considerando o objetivo principal dos fundos de pensão, estas entidades possuem baixa tolerância a risco, priorizando investimentos com maior segurança, o que as submete a uma batalha de horizonte de tempo, como previsto por Toffler e Toffler (2012), caracterizada por interesses e compromissos de longo prazo e necessidade de resultados de curto prazo.

Verifica-se que na entidade em estudo, em suas avaliações em investimento de *private equity*, alguns fundos foram avaliados negativamente pelo tempo de investimento e desinvestimento. Essa preocupação está relacionada não somente com a necessidade de liquidez do investimento, como também com a capacidade de se estimar variáveis econômicas com algum grau de razoabilidade, visando comparar o nível de risco e retorno destes investimentos com o obtido nos mercados tradicionais, isto retrata os desafios da impossibilidade da antecipação e da incerteza dos resultados (Belloc, 2012). Esta evidência se relaciona a variável confiança, sendo a mais importante em um ambiente de incertezas e de valores intangíveis.

Desafio 3: fator confiança nas relações entre investidor e investida

O fator confiança permite o desenvolvimento de vínculos e alianças capazes de tornar viáveis os investimentos que por motivo de riscos elevados não seriam uma opção no processo decisório dos investidores (Peyrefitte, 1999; Zanini, 2007; Migueles e Zanini, 2014). Os investimentos em *private equity* se disseminaram entre os fundos de pensão com a presença de gestores, administradores e incubadoras na modalidade de fundo de fundos, capazes de minimizar e diversificar estes riscos. As alianças estabelecidas nesta indústria são formadas por meio de relações de longo prazo e de boa reputação do capital humano destes fundos de investimentos. E, apesar desse arranjo, a confiança no gestor se materializa com o comprometimento financeiro do gestor e de sua equipe, ou seja, se verifica a confiança sistêmica (Zanini, 2007), em que são observadas regras de reciprocidade e de reputação, assim como, o histórico do desempenho do gestor (*track record*) – trajetória evolucionista

(Belloc, 2012) . Do mesmo modo, este comprometimento financeiro exerce o papel de manutenção da equipe-chave em todo o circuito: investidor, gestor, administrador e empresa investida; agindo como elemento de engajamento e integração por meio de uma estrutura de incentivos e interesses mútuos (Zanini, 2007).

No processo de análise da GamaPrev, a variável confiança está presente na avaliação do envolvimento da equipe, tempo de dedicação, comprometimento financeiro, estrutura de governança, *turn-over* e experiência, que resultam na análise dos riscos de crédito, operacional e de mercado. A iniciativa do programa INOVAR da FINEP também foi um elemento chave para a entrada neste segmento pela GamaPrev, visto o espaço criado aos investidores para analisarem e participarem com maiores detalhes nesta opção de investimento, corroborando para aumentar o nível de confiança da transação.

A relação de confiança é o cerne do investimento de longo prazo com base em capital intelectual. Sem o desenvolvimento de uma relação de confiança, não há compartilhamento, cooperação e comprometimento (Zanini, 2007). Os investidores institucionais já identificam isso como um fator importante em suas análises de investimento. Tanto gestores quanto administradores de fundos de investimentos também promovem relações de longo prazo com sua equipe, visando à criação de uma boa reputação.

O dilema da confiança em investimento de longo prazo, baseado em valores intangíveis, inicia-se na escolha e no uso de métricas e parâmetros de análise de desempenho. As métricas para capital intelectual, em sua maioria, utilizam-se de informações que tiveram tratamento contábil, que devido à preocupação com a materialidade dos intangíveis, desconsideram valores que podem impactar significativamente o negócio. Esta restrição de acesso às informações influencia na restrição do crédito, como mencionado pelo Conselho Deliberativo da GamaPrev, que aponta como fatores para confiar em investir em uma empresa a periodicidade e a clareza das informações apresentadas, não limitadas apenas aos aspectos da legislação, como balanços e notas explicativas, bem como o envolvimento dos órgãos diretivos da empresa, posicionamento que demonstra que, apesar de não comporem as demonstrações contábeis, tais informações não são negligenciadas hoje pelos investidores, como afirmado por Martinez (1999).

Dada esta restrição de indicadores, os analistas e gestores da entidade em estudo abordam os elementos relacionados ao capital intelectual, em parte, nas análises qualitativas e nos processos de *due diligence*. Em cotejo com o modelo qualitativo proposto por Crawford (1994), verificam-se pontos comuns na análise de risco dos fundos em participação pelo método adotado pela GamaPrev, como demonstrado no quadro a seguir.

Característica	Avaliação de Risco	Avaliação de FIP pela GamaPrev
Foco orientado para o consumidor/ mercado	Empresa organizada para atender ao consumidor ou ao mercado.	Tese de investimento, estratégia de saída.
Inovação e empreendimento	Oferece oportunidades e incentivos aos empregados para inovação e espírito empreendedor.	Existência de cotas de propriedade dos fundos, principalmente, com os melhores profissionais - mais de 50% das cotas de propriedades destes fundos são de seus empregados; de política de meritocracia; parceria na gestão interna e percepção de um ambiente baseado na confiança mútua.
Reputação da empresa	Considerada uma das duas ou três melhores empresas do seu setor	Credibilidade do Gestor do fundo e da equipe
Educação dos empregados e níveis de especialização	Os níveis educacionais de seus empregados são elevados.	Experiência profissional e grau de formação da equipe.
Rotatividade/ moral/ empenho	Os empregados se identificam claramente com a visão da gerência. Baixa rotatividade de pessoal	O tempo de vinculação à equipe, o tempo de dedicação dos profissionais-chaves.
Sistemas de compensação	Uso significativo da divisão dos ganhos, divisão dos lucros, ou programas de participação na produtividade e lucro.	Política de retenção e comprometimento financeiro
O que os administradores enfatizam para os investidores	Enfatizam seus recursos humanos e o investimento nas pessoas e nas ideias.	Rede de relacionamentos, parcerias existentes e alinhamento de interesses.
Atitudes na tomada de decisões	Ênfase na delegação e participação. Adhocracia.	Concentração no processo decisório, etapas do processo de investimento, segregação de funções de administrador e gestor.
Atitudes em relação aos empregados	As pessoas representam um investimento de capital. Os fatores primordiais para a produção são pessoas e informação.	Redes específicas de relacionamentos favoráveis à obtenção de informações indispensáveis ao sucesso do empreendimento.
Atitudes em relação à motivação	Orientação para valores. Ênfase na performance de alta qualidade de longo prazo.	Histórico de rentabilidade da equipe, qualidade do <i>pipeline</i>

Quadro 17: Comparação Avaliação Capital Intelectual entre o modelo proposto por Crawford (adaptado) e o adotado pela GamaPrev

A atenção à equipe da empresa investida, em transações de longo prazo, se torna um elemento sensível e de grande risco ao investidor e está diretamente relacionado à confiança no negócio, visto que, a ênfase nestas variáveis pode representar uma manipulação para encobrir um mau negócio, utilizando-se da reputação profissional e da técnica da equipe. Isto se reforça pela mobilidade do capital intelectual, que, sem um grau de comprometimento, pode evadir-se a qualquer momento. Como observado nas avaliações dos FIP, há preocupação com a credibilidade, experiência, rede de relacionamentos, dedicação da equipe sem prejuízos a rentabilidade do fundo por parte do investidor.

Assim, apesar dos benefícios do fator confiança, que pode aumentar a disposição para assunção de riscos (Peyerefitte, 1999; Zanini, 2007), percebe-se que este comportamento pode causar decisões equivocadas nas trocas realizadas em períodos longos, que por esses motivos

precisam ser monitoradas para que não se desviem para interesses pessoais e não causem a permanência em estratégias falhas – como apontada pelo Dynamo ao mencionar o peso relacionado à confiança, reputação e experiência.

Desafio 4: autonomia, uma relação de poder no processo de decisório

A preocupação em relação ao fator confiança e à assimetria de informação faz com que a resultante autonomia seja limitada por mecanismos de monitoramento para a gestão da confiança, relacionando-a ao risco de *compliance* e legal. De modo que, tanto os fundos de investimentos como os fundos de pensão estão restritos aos normativos legais, internos e contratuais, não cabendo aqui dizer que há espaço para o autogoverno (Lalande, 1951). E esta necessidade de controle e monitoramento advém desde o órgão regulador, reproduzindo-se na gestão interna e terceirizada, que buscam se adaptar a estes estereótipos para tornarem-se atrativos ao mercado financeiro.

Na GamaPrev, mesmo com a participação dos empregados nos processos decisórios, a necessidade de limitação da autonomia é importante, verificando diversos níveis de decisão de investimento e de compatibilidade de tolerância a risco. O método utilizado pela entidade, denominado de regra de autonomia, se trata apenas de um recurso operacional para conceder dinamicidade às negociações, administrando os ganhos e reduzindo as perdas (Giddens, 2001). Assim, percebe-se que os desafios relacionados à autonomia são identificados pela autonomia intelectual (Zatti, 2007), de modo que o agente tenha capacidade de obter por si próprio as melhores soluções e alocações, considerando os limites regulamentares.

Assim, apesar dos ganhos em investimento em capital humano, a intangibilidade destes recursos e sua consequente ausência de mecanismos de mensuração torna o elemento confiança o fator de risco para todas as partes envolvidas, se acentuando pela longevidade da relação e resultando em estágios de autonomia, baixo controle. Uma das formas vistas pelas teorias de Governança Corporativa e Gestão do Conhecimento para reduzir este risco é estimular a participação dos empregados do conhecimento na estrutura de governança, tornando-se uma organização do tipo *labor-managed*; porém, esta formação também apresenta riscos como incentivos ao trabalho, as restrições de riquezas para realização de investimentos e o racionamento ao crédito e os problemas da escolha coletiva (Blair & Roe, 1999). Dessa forma, as empresas se configuram em arranjos mistos, criando assim novos agentes econômicos para a ligação entre os investidores e as empresas investidas, transformando-se em uma rede de relacionamento institucional, entre os

empreendedores/inovadores, os gestores dos fundos e os administradores dos fundos – as três pontas se valendo de uma gestão propícia ao compartilhamento e aprendizado.



5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo visou compreender a dificuldade em se realizar investimentos de longo prazo, baseados em capital intelectual, a partir das variáveis: prazo, confiança e autonomia e verificar como estes investimentos vêm sendo realizados. Optou-se por analisar um fundo de pensão, pois este tipo de investidor se qualifica como detentor de capital financeiro, relações de longo prazo e empregados na estrutura de governança, participantes do processo decisório de investimento, como também possui elos com diversos segmentos de mercado: renda fixa, renda variável, *private equity* e outros e agentes econômicos.

Verifica-se que o mercado acionário está indisposto a realizar investimentos de médio e longo prazo, focando suas transações em ações que tenham desempenho favorável no curto prazo, excetos os *value investors*, e que as empresas de capital fechado no estágio de *private equity* são uma excelente alternativa para investimento em longo prazo, principalmente por serem empresas jovens, inovadoras, empreendedoras e com alto retorno sobre o capital investido (acima dos mercados tradicionais).

Nestes investimentos, há peso considerável dos fatores de capital intelectual, e esta intangibilidade acentua e qualifica o fator confiança como principal risco deste investimento e mecanismo de coesão, compartilhamento e cooperação.

Em relação à variável prazo, identificou-se como principal desafio ao investimento em longo prazo a dessincronização entre os agentes econômicos: proprietários solidários e

independentes, gestores de fundos de investimento e empresas investidas, que resultam em relações e ambientes incertos e complexos, interferindo diretamente na construção da confiança entre estes agentes econômicos e a sua consequente autonomia – livre de desejos individuais. Este prazo errático ultima por definir as decisões de alocação de recursos no curto e médio prazo, devido ao risco de liquidez do investidor, real ou cogitada, decorrente da interiorização de uma teoria de uso e urgência.

Quanto à variável confiança, sobressaem às dificuldades de desenvolver relações de confiança em horizontes de prazos longos, mitigando os riscos pertinentes aos próprios interesses pessoais do agente, relacionados à assimetria de informação. Estas barreiras determinam o uso de mecanismos de diversificação do risco de crédito e mercado.

E a autonomia, variável resultante dos fundamentos essenciais confiança e prazo, demonstrou ser uma relação de poder com responsabilidade entre os diversos agentes, sendo limitada e controlada pelos ditames legais e contratuais, como também monitorada pelas avaliações de risco de *compliance* e legal.

Manifesto estes desafios, verificou-se que, neste estudo de caso, os investimentos em longo prazo vêm sendo realizados, excluindo as alocações em renda fixa, principalmente, nos fundos de investimento em participações, que apresentem expectativas de retorno superiores aos mercados tradicionais (renda fixa e renda variável), por meio de uma incubadora com capacidade de realizar pré-seleções destes fundos e com espaço para apresentações e esclarecimentos grupais e individuais aos investidores. Os FIPs escolhidos são formados na modalidade fundo de fundos, visando a reduzir os riscos com a diversificação das safras e estágios. Confirmou-se também a relevância do capital intelectual no processo decisório de investimento e as máculas históricas em investimentos – como por exemplo o uso dos fundos de pensão nos processos de privatizações, com acordos prejudiciais para estas entidades. Percebeu-se também que, apesar da relevância econômica dos investimentos em longo prazo baseado em capital intelectual – identificados como fundos em participações, eles são poucos expressivos em termos financeiros e estão distantes dos limites estabelecidos pelo regulador no caso dos fundos de pensão.

O estudo também demonstrou a importância da postura e visão do proprietário como variável importante na alocação de investimentos de longo prazo. No investidor em análise, verificou-se a relevância da alteração da modalidade de benefício definido, com solidariedade entre os membros participantes do fundo, e contribuição definida, individualizada e voltada para desempenho no curto e médio prazo, que cria uma dominação simbólica do capital e sentimento de valorização da liquidez imediata. Nos gestores e administradores dos fundos de

investimento em participações e dos fundos *value investors*, percebeu-se a relevância da participação dos empregados-chave (empregados do conhecimento) na estrutura de propriedade como mecanismo de retenção, de integração por comprometimento financeiro e de confiança estratégica na criação de reputação ilibada e de alianças, parcerias e redes de relacionamento com o mercado, sendo essencial no processo de avaliação e decisão de investimento em FIP pelo investidor em estudo.

Como recomendação para estudos futuros, a pesquisa indica analisar estes desafios em outras estruturas de governança voltadas a gestão da inovação, assim como nos programas e incubadoras de incentivo à inovação.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA BRASILEIRA DE DESENVOLVIMENTO INDUSTRIAL (ABDI). **Introdução ao Private Equity e Venture Capital para Empreendedores**. Brasília, 2011.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (Abrapp). **Consolidado Estatístico**. São Paulo, 2014.

Baysinger, B. D.; Kosnik, R. D.; Turk, T. A. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. **Academy of Management Journal**, pp. 205-214, 1991.

Bello, F. Corporate governance and innovation: a survey. **Journal of Economics Surveys**, volume 26, issue 5, pp. 835 - 864, 2012

Blair, M. M.; Roe, M. J. (Org.) **Employees and corporate governance**. Washington: The Brookings Institution, 1999.

Bontis, N. Intellectual capital: an exploratory study that develops measure and models. **Management Decision**, v. 36, n.2, pp. 63-76, 1998.

BRASIL. Resolução CMN nº 3792, de 24 de setembro de 2009. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. **Fundos de pensão**: coletânea de normas. Brasília, pp. 253 – 272, 2010.

BRASIL. Resolução CGPC nº 13, de 1º de outubro de 2004. Dispõe sobre os princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar. **Fundos de pensão**: coletânea de normas. Brasília, pp. 175 – 180, 2010.

Brealey, R. A.; Myers, S. C.; Allen, F. **Princípios de finanças corporativas**. s.l.:Mc-Graw Gukk, 2008.

Brown, L.; Osborne, S. P. Risk and innovation: towards a framework for risk governance in public services. **Public Management Review**, v. 15, n. 2, pp. 186-208, 2013

Bukh, P. N.; Larsen, H. T.; Mouritsen, J. Constructing intellectual capital statements. **Scandinavian Journal of Management**, Volume 17, pp. 87 – 108, 2001.

Clark, G. L.; Urwin, R. Innovative models of pension fund governance in the context of the global crisis, 2010. **Pensions**, v. 15, 1, p. 62-77, 2010.

Clark, I.; Appelbaum, E.; Batt, R. Financial capitalism, breach of trust and collateral damage four cases: Cadbury, Emi, Mervyn's, and Stuyvesant Town/Peter Cooper Village. In: Interdisciplinary Conference on the Global Challenges Facing Workers and Employment Research. **Center for Economic and Policy Research**. Washington, 2011. Disponível em: <http://www.cepr.net/documents/publications/financial-capitalism-2011-11.pdf>

Crawford, R. **Na era do capital humano**: o talento, a inteligência e o conhecimento como forças econômicas. Seu impacto nas empresas e nas decisões de investimento. São Paulo: Atlas, 1994.

Costa, L. G. T. A.; Costa, L. R. T. A.; Alvim, M. A. **Valuation**: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas. 2ª Edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2011

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Ativos Intangíveis**. Brasília, 2010. Disponível em: http://static.cpc.mediatgroup.com.br/Documentos/188_CPC04_Sumario.pdf

Consenza, J.P. A eficácia informativa da demonstração do valor adicionado. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**. Edição comemorativa, pp. 7-29, 2003.

Duffie, D.; Singleton, K. J. **Credit risk**: pricing, measurment and management. New Jersey: (Princeton series in finance) British Library Cataloging, 2003.

Drucker. P. F. **Sociedade pós-capitalista**. 4ª edição. São Paulo: Ed. Livraria Pioneira, 1995.

Edvinsson, L.; Sullivan, P. Developing a model for managing intellectual capital. **European Managment Journal** , pp. 356-364, 1996.

Edvinsson, L. **Longitude corporativa**: navegando pela economia do conhecimento. São Paulo: M.Books, 2003

Eisenhardt, K. M. Building theories from case study research. **The academy of Management Review**, v.14, n. 4, pp. 532-550, 1989.

Giddens, A. **O Estado-Nação e a Violência**. São Paulo: Edusp, 2001.

CENTRO DE ESTUDOS EM PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL DA FGV-EAESP (GVcepe). **Panorama da Indústria Brasileira de Private Equity e Venture Capital**. São Paulo, 2008.

Kirzner, I. M. **Competição e atividade empresarial**. São Paulo: Instituto Ludwing von Mises, 2012.

Lalande, A. **Vocabulaire technique et critique de la philosophie**. Sixième édition. Paris: Presses Universitaires de France, 1951.

Latini, E.T; Fontes Filho, J. R.; Chambers, E. L. Private equity and corporate governance: managing Brazilian SMEs. **Corporate Governance**, v. 14, n. 2, pp. 220-237, 2014.

Lazzarini, S. G. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. Editora Elsevier: Rio de janeiro, 2011.

Li, J.; Pike, R.; Haniffa, R. Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. **Accounting and Business Research**, pp. 137 - 159, 2008.

Martinez, A. L. Measuring and reporting intellectual capital: the accounting challenge for the next millenium. In: ENCONTRO ANNUAL DA ANPAD, 23, Foz do Iguaçu, 1999. **Anais eletrônico**. Disponível em: http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=52&cod_evento_edicao=3&cod_edicao_trabalho=3307#self

Mintzberg, H.; Lampel, J.; Quinn, J. B.; Goshal, S. **O processo da estratégia**: conceitos, contextos e casos selecionados. Porto Alegre: Bookman, 2007.

Nagano, M. S.; Stefanovitz, J. P.; Vick, T. E. O contexto organizacional como aporte à inovação: um viés comparativo de casos em empresas brasileiras. **Revista Gestão e Produção**, v. 21, n.3, p. 477-490. São Paulo, 2014. Disponível em <http://dx.doi.org/10.1590/0104-530X510>

Pereira, J. A. M.; Fontes Filho, J. R. Efeitos de mudanças de propriedade sobre os processos intraorganizacionais de aprendizagem. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, pp. 2-13, 2010.

Pulic, A. Intellectual capital: does it create or destroy value?. **Measuring Business Excellence**, pp. 62-68, 2004.

Peyrefitte, A. **A sociedade de confiança**: ensaio sobre as origens e a natureza do desenvolvimento. Rio de Janeiro: Topbooks, 1999.

Reich, R. B. **The work of nations**: preparing ourselves for 21St-century capitalism. New York: Alfred A. Knopf, 1991.

Saleh, N. M.; Rahman, M. R. C. A.; Hassan, M. S. Ownership structure and intelectual capital performance in malaysia. **Asian Academy of Managment Journal of Accounting and Finance**, pp. 1-29, 2009.

Senge, P. M. **A quinta disciplina**: arte, teoria e prática da organização de aprendizagem. 9ª ed. São Paulo: Best Seller, 1990.

Senge, P.; Kleiner, A; Roberts, C.; Ross, R.; Roth, G; Smith, B. **A Dança das Mudanças**: os desafios de manter o crescimento e o sucesso em organizações que aprendem. Rio de Janeiro: Editora Campos, 1999.

Schneewind, J. B. **A invenção da autonomia**: uma história da filosofia moral moderna. São Leopoldo: Unisinos, 2005.

Stewart, T. **A riqueza do conhecimento**: o capital intelectual e a organização do século XXI. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

Toffler, A.; Toffler, H. **O futuro do capitalismo**: a economia do conhecimento e o significado da riqueza no século XXI. São Paulo: Saraiva, 2012.

Vergara, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2013.

Walter, R. G. Análise fundamentalista e avaliação de títulos: aspectos teóricos. **Revista de Administração de Empresas**, v. 14, n.1, pp. 15-3, 1974.

Williamson, O. E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

Yin, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookman, 2001.

Zanini, M. T. **Confiança: o principal ativo intangível de uma empresa**. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

Zanini, M.T.; Migueles, C. P. O papel mediador entre confiança e o desempenho organizacional. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 49, n.1, pp. 45-58, 2014.

Zatti, V. **Autonomia e educação em Immanuel Kant e Paulo Freire**. Porto Alegre: EDIPUCRS, 2007.