

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS – RJ

ESCOLA BRASILEIRA DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS

CENTRO DE FORMAÇÃO ACADÊMICA E PESQUISA

CURSO DE DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO

**ESTUDO DA VALIDADE DE GENERALIZAÇÃO DAS PRÁTICAS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA AO AMBIENTE DOS FUNDOS DE
PENSÃO: UMA ANÁLISE SEGUNDO AS TEORIAS DA AGÊNCIA E
INSTITUCIONAL**

TESE APRESENTADA À ESCOLA BRASILEIRA
DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E DE EMPRESAS
PARA A OBTENÇÃO DO TÍTULO DE DOUTOR EM
ADMINISTRAÇÃO

JOAQUIM RUBENS FONTES FILHO

Rio de Janeiro/2004

A Claudia, Eduardo e Fernando,
motivação maior do trabalho e da vida

A meus pais, Rubens e Marisa,
pela dedicação e exemplo

Agradecimentos

Ao chegar à PREVI, em maio de 1998, o tema da governança corporativa ocupava grande importância nos debates internos, associado ao destaque que o fundo de pensão assumia na participação acionária de um significativo grupo de empresas brasileiras. Sua posição de liderança como investidor institucional trazia-lhe a responsabilidade por desenvolver os modelos de ativismo que iriam nortear não apenas sua atuação como também influenciar no desenvolvimento de práticas de relacionamento entre acionistas e gestores. Posteriormente tive oportunidade de acompanhar a tramitação das leis complementares que remodelaram o ambiente da previdência complementar no país e estabeleceram regras para a governança dos próprios fundos de pensão. Essa vivência profissional me instigou a aprofundar a análise dessas questões, motivando a elaboração desta tese. Sou grato à PREVI por seu apoio para que participasse do doutorado e pelo ambiente fecundo para o debate e construção de idéias sobre as questões de governança. Acima de tudo, tenho profundo reconhecimento aos inúmeros amigos que construíram essa organização centenária. Listar nomes seria também omitir, por isso meu agradecimento coletivo.

Quando iniciei os estudos do doutorado, tinha claro que a metodologia deveria ser escolhida como forma de estudar um problema de pesquisa. Mas ao cursar as disciplinas de análise de dados 1, 2, 3, 4... com o professor Moisés Balassiano, passei a ter mais certeza dos meios que dos fins, provocado por sua didática e paixão pelo assunto. Ao me tornar um “quantóide”, foi fundamental sua orientação para manter firme a natureza do problema da tese, a escolha da metodologia, e superar as etapas de incerteza ao longo do trabalho que se mostraram o maior desafio. Ao meu orientador, professor Moisés, meu agradecimento e reconhecimento por sua competência, estímulo e dedicação.

Agradeço aos demais professores componentes das bancas de tese e projeto, Antonio Fandiño, Marcelo Milano, Maurício Castanheira, Paulo Motta, e Ruderico Pimentel, pelas valiosas contribuições para que o trabalho se materializasse.

Aos professores do curso de doutorado da FGV/EBAPE, pelos ensinamentos e exemplos ao longo do curso. Agradecimento especial à professora Anna Maria Campos, por seu esforço para nos provocar à geração das idéias para elaboração do projeto e carinho ao tentar, em

alguns momentos, “tirar leite de pedra” quando o que temos são apenas dúvidas e expectativas.

Agradeço ao CFAP, na figura da professora Deborah Zouain, o apoio ao longo do curso e, especialmente, para realizar a pesquisa que subsidiou esta tese.

À Abrapp – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, na figura de seu presidente, Fernando Pimentel, e superintendente, Devanir da Silva, o estímulo ao estudo do tema e o apoio na realização da pesquisa junto aos fundos de pensão.

Agradeço imensamente aos gestores de fundos de pensão que participaram da pesquisa. É muito gratificante para o pesquisador receber o retorno dos questionários enviados, pela atenção que nos conferem os respondentes que dedicam uma preciosa parcela de seu tempo a participar de uma pesquisa.

Meus agradecimentos à competente equipe da biblioteca da FGV, com especial reconhecimento à Denise, Lígia, Malaquias e Virgílio.

Aos colegas do curso de doutorado, com quem pude compartilhar as dúvidas e os avanços no trabalho, mas principalmente com quem aprendi que uma tese é, acima de tudo, um trabalho coletivo. Reconheço especialmente o apoio do Humberto, que me estimulou a participar do doutorado, e ao companheirismo da Cecília, Marcelo, Isabel, Alketa, Vítor, Mariana e Elvira, que contribuíram para criar um ambiente agradável de colaboração e ajudar a promover, ainda mais, a qualidade que caracteriza a Fundação Getulio Vargas.

Agradeço a minha família, por compreender tantos momentos de ausência, e pela permanente torcida e apoio.

E, mais importante, agradeço a Deus por ter tantos a quem agradecer.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS E QUADROS	vii
LISTA DE TABELAS	viii
RESUMO	x
ABSTRACT	xi
1. INTRODUÇÃO	1
1.1 OBJETIVO DA PESQUISA	5
1.2 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	6
1.3 APRESENTAÇÃO DO TRABALHO	8
2. CONTEXTUALIZAÇÃO: GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA APLICAÇÃO AOS FUNDOS DE PENSÃO	9
2.1 O GOVERNO DE UMA ORGANIZAÇÃO	9
2.2 O DESENVOLVIMENTO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	12
2.3 OS MODELOS PARADIGMÁTICOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	14
2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL	19
2.5 A GENERALIZAÇÃO DOS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA	23
2.6 A GOVERNANÇA DOS FUNDOS DE PENSÃO	26
2.6.1 O sistema de previdência complementar fechada no Brasil	26
2.6.2 As questões da governança dos fundos de pensão	31
3. DESENVOLVIMENTO TEÓRICO	35
3.1 TEORIA DA AGÊNCIA	35
3.1.1 Os problemas de agência	35
3.1.2 Bases da teoria da agência e questões atuais	37
3.1.3 Limitações da teoria da agência	46
3.2 TEORIA DA AGÊNCIA E INSTITUCIONAL: CONVERGÊNCIAS, DIVERGÊNCIAS E COMPLEMENTARIDADES	58
3.3 TEORIA INSTITUCIONAL	63
3.3.1 A perspectiva institucional	63
3.3.2 A teoria institucional no estudo das organizações	68
3.3.3 Legitimidade e isomorfismo estrutural	72
4. METODOLOGIA	77
4.1 HIPÓTESES DE PESQUISA	78
4.2 DEFINIÇÃO DE CATEGORIAS ANALÍTICAS	85
4.3 ESQUEMA DE PESQUISA E DEFINIÇÃO DO UNIVERSO	88
4.4 ANÁLISE DOS DADOS	89
4.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA	90
5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	91
5.1 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA E TRANSFORMAÇÃO DAS VARIÁVEIS	91
5.1.1 Amostra e representatividade	91

5.1.2	<u>Perfil da amostra</u>	94
5.1.3	<u>Processo de transformação das variáveis</u>	105
5.2	<u>DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS</u>	113
5.2.1	<u>Resultados e análises das variáveis discriminantes</u>	113
5.2.2	<u>Variáveis explicativas</u>	117
5.2.3	<u>Resultados das questões 19 e 48</u>	133
5.3	<u>TESTE DAS HIPÓTESES</u>	135
5.3.1	<u>Construção dos fatores para as variáveis intervalares</u>	135
5.3.2	<u>Análise discriminante</u>	138
5.3.3	<u>Análise discriminante para pressões dos mecanismos e institucionais</u>	143
5.3.4	<u>Avaliação das hipóteses de pesquisa</u>	143
5.4	<u>ANÁLISE GLOBAL DOS RESULTADOS</u>	148
6.	<u>CONCLUSÃO</u>	156
	<u>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</u>	162
	<u>ANEXO 1 – Questionário aos dirigentes de fundos de pensão</u>	173
	<u>ANEXO 2 – Métricas do planejamento</u>	178
	<u>ANEXO 3 – Estatísticas descritivas das variáveis discriminantes</u>	183

LISTA DE FIGURAS E QUADROS

Figura 1: Pressões de monitoramento e controle <i>versus</i> pressões isomórficas	5
Figura 2: Evolução da relação dos ativos dos fundos de pensão sobre o PIB	27
Figura 3: Evolução dos planos de pensão nos EUA por tipo de plano	30
Figura 4: Componentes de uma teoria	46
Figura 5: Limitações da teoria da agência	53
Figura 6: Processos inerentes à institucionalização	76
Figura 7: Origem do patrocinador principal	95
Figura 8: Influência dos resultados de outros fundos e investimentos sobre a gestão	128
Figura 9: Influência das práticas de gestão do patrocinador	129
Figura 10: Gráfico <i>scree plot</i> para fatores institucionais	136
Quadro 1: Propriedade das 100 maiores empresas não-financeiras	21
Quadro 2: Teoria da agência <i>versus</i> teoria do <i>stewardship</i>	57
Quadro 3: Teoria da agência e teoria institucional	62
Quadro 4: Elementos e portadores	73
Quadro 5: Universo de pesquisa	93
Quadro 6: Segmentação das variáveis discriminantes	109
Quadro 7: Quadro sintético de organização das categorias, construtos e variáveis	111
Quadro 8: Tabulação das respostas para a questão 48	144
Quadro 9: Medidas de adequação da análise fatorial	136
Quadro 10: Variância total explicada pelos fatores	136
Quadro 11: Matriz de rotação dos fatores	137

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: População dos fundos de pensão	88
Tabela 2: Universo e amostra	93
Tabela 3: Origem do patrocinador na amostra	95
Tabela 4: Perfil da amostra para os ativos de investimento	96
Tabela 5: Perfil da amostra para o número de patrocinadores	96
Tabela 6: Perfil da amostra para o tempo de existência da entidade	97
Tabela 7: Perfil da amostra para tempo no cargo do gestor	98
Tabela 8: Perfil da amostra para participação no conselho dos fundos de pensão	98
Tabela 9: Perfil da amostra para participação no conselho dos fundos patrocinados por empresas privadas	99
Tabela 10: Perfil da amostra para participação no conselho dos fundos patrocinados por empresas estatais	99
Tabela 11: Perfil da amostra para participação na diretoria dos fundos de pensão	99
Tabela 12: Perfil da amostra para participação na diretoria dos fundos de pensão patrocinados por empresas privadas	100
Tabela 13: Perfil da amostra para participação na diretoria dos fundos de pensão patrocinados por empresas estatais	100
Tabela 14: Perfil da amostra para número de planos administrados por fundo de pensão	101
Tabela 15: Perfil da amostra para participantes dos planos	102
Tabela 16: Perfil da amostra para números de empregados e terceirização	102
Tabela 17: Perfil da amostra para tipos de plano predominante	103
Tabela 18: Perfil da amostra para tipos de plano predominante há 2 anos	104
Tabela 19: Perfil da amostra para participação da patrocinadora no custeio do plano	104
Tabela 20: Perfil da amostra para participação da patrocinadora no custeio administrativo	105
Tabela 21: Teste de independência das variáveis discriminantes	114
Tabela 22: Testes de diferença entre grupos para mecanismos de monitoramento	118
Tabela 23: Testes de diferença entre grupos para existência de associação de participantes	119
Tabela 24: Testes de diferença entre grupos para participação no conselho e diretoria	119
Tabela 25: Testes de diferença entre grupos para controle indireto	121
Tabela 26: Testes de diferença entre grupos para incentivo	123
Tabela 27: Testes de diferença entre grupos para percepção da influência dos participantes na gestão	126
Tabela 28: Testes de diferença entre grupos para controle externo pelo mercado	127
Tabela 29: Tabulação das respostas à questão 32	130
Tabela 30: Tabulação das respostas à questão 38	130
Tabela 31: Instrumentos e intensidade da comunicação	130
Tabela 32: Resultados significativos para diferenças entre grupos nos itens de comunicação	131

Tabela 33: Tabulação das respostas para meios de comunicação utilizados	132
Tabela 34: Tabulação das respostas para intensidade da comunicação	133
Tabela 35: Análise das métricas utilizadas no planejamento	134
Tabela 36: Média, desvio-padrão e a intercorrelação entre os construtos constitutivos	141
Tabela 37: Resultados das funções discriminantes geradas para os construtos	142

RESUMO

Este estudo investiga as possibilidades de generalização das práticas de governança corporativa a organizações operando em ambientes não mercantilistas. Os limites da teoria da agência, referencial teórico predominante no desenvolvimento dessas práticas, são analisados no ambiente dos fundos de pensão brasileiros a partir da verificação da aplicação dos mecanismos de monitoramento, controle e incentivos, previstos por essa teoria, por patrocinadores e participantes, e a percepção dos gestores quanto à importância desses mecanismos na conformação de seu comportamento. Alternativamente, é examinada a extensão da busca de legitimidade pelos gestores, segundo o referencial da teoria institucional. São comparados os resultados obtidos para fundos com perfis diversos quanto a variáveis como tipo de plano, origem do patrocinador e maturidade. Os resultados indicam uma diferença no uso e percepção daqueles mecanismos, em virtude principalmente da natureza do patrocinador, volume de ativos de investimento, tempo de existência e maturidade do fundo. Não foram obtidas diferenças estatísticas significativas para a percepção dos fatores institucionais, sugerindo a existência de elevada coesão no campo organizacional constituído pelos fundos de pensão.

PALAVRAS-CHAVE: Governança corporativa; Teoria da agência; Teoria institucional; Fundos de pensão.

ABSTRACT

The present work analyzes the possibilities of generalization of the corporate governance theoretical frame to organizations within a non-profit environment. The limits of the agency theory, as a major theoretical framework, is investigated in the context of pension funds in Brazil through the examination of monitoring, control and incentives mechanisms, as proposed by the theory, by sponsors and participants of pension plans. It is also investigated the actual importance of those mechanisms to conform their behavior, as perceived by the managers. Alternatively, it is investigated the importance of the legitimacy of the managers actions, according to the institutional theory framework. The results are categorized and compared according to the type of plan, nature of the sponsor, and maturity of the pension plans, with evidences that points towards a difference in the use by the principals and perception by the agents of those mechanisms, mainly because of the nature of the plan sponsor, assets accumulation, age of the pension fund and maturity of the plans. There is no statistical evidence of differences among the institutional dimensions, suggesting a strong cohesion of the pension funds organizational field.

KEY-WORDS: Corporate governance; Agency theory; Institutional theory; Pension funds.

1. INTRODUÇÃO

As discussões sobre governança corporativa se disseminaram ao longo da última década, impulsionadas por avaliações sobre as elevadas remunerações dos presidentes das grandes empresas, pela defesa dos direitos de acionistas minoritários, pela busca de razões que permitissem explicar o sucesso empresarial e, mais recentemente, pela necessidade de compreender os mecanismos que permitiram as fraudes nos balanços de gigantes empresariais americanos como Enron e WorldCom, e da italiana Parmalat.

O movimento em torno da implantação de práticas de governança corporativa iniciou-se, no mercado norte-americano, como contraponto ao crescente poder dos executivos frente aos proprietários. Em virtude da fragmentação da propriedade da empresa entre os diversos acionistas, os executivos conseguiam, freqüentemente, assumir amplos direitos de voto nas assembleias, a partir dos votos por procuração (*proxy votes*). As denominadas “boas práticas” de governança corporativa passaram a ser perseguidas e exigidas, principalmente, pelos investidores institucionais. Estudos posteriores, onde se apresentava um valor de mercado superior às empresas que adotavam essas práticas, trouxeram grande contribuição para que se multiplicasse sua adoção (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Essas práticas de governança corporativa baseiam-se, além do arcabouço teórico e das questões de poder, em um conjunto de princípios consolidados na maioria das legislações internacionais: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*), cumprimento das leis (*compliance*) e ética (*ethics*). O *locus* de implementação dessas práticas, por excelência, é o conselho de administração (*board of directors*).

A questão que tem impulsionado o campo de estudos em torno da governança corporativa é a separação entre propriedade e controle, inerente às grandes empresas contemporâneas, e os problemas gerados por essa separação (DENIS, 2001, p.192). Resulta que o objetivo principal da governança corporativa está, então, em como assegurar que os executivos persigam os objetivos determinados pelos acionistas e pelo conselho: o denominado problema de agência.

O sucesso na difusão dessas práticas tem estimulado diversos países e organizações a buscarem replicar seus modelos. Entretanto, a história da governança corporativa mostra um desenvolvimento articulado em torno de contextos culturais e de mercado específicos, inerentes aos diversos modelos. Como exemplo, o conjunto de práticas mais difundido internacionalmente e discutido hoje no Brasil, conforme refletidos nas regras do Novo Mercado da Bovespa, é aquele de origem anglo-saxônica. O Brasil não tem, contudo, a mesma pulverização do mercado bursátil daqueles países, ocorrendo exatamente o contrário, uma elevada concentração da propriedade, o que reduz os problemas de agência.

Mais recentemente, outras organizações como fundos de pensão, organizações sem fins lucrativos, e associações diversas têm procurado incorporar essas práticas de governança corporativa à sua dinâmica de funcionamento. A questão que se apresenta, portanto, é se essas práticas, que têm se mostrado adequadas às corporações norte-americanas, são úteis também para essas organizações.

Entretanto, a generalização de modelos e teorias para além de sua delimitação, embora comum, nem sempre ocorre sem problemas, haja vista as propostas de redução sociológica feitas, já na década de 60, por Ramos (1965). A difusão das práticas de governança corporativa no ambiente empresarial, principalmente anglo-saxão, não necessariamente assegura uma transplantação de sucesso ao contexto nacional, tampouco sua utilização em organizações não-mercantilistas, uma vez que as condições de financiamento das empresas e as forças de mercado sugerem diferenças nos mecanismos que regulam o relacionamento entre as partes que articulam o governo dessas organizações.

O interesse desse estudo está voltado para compreender a utilização dessas práticas de governança corporativa no Brasil, em especial em ambientes não plenamente sujeitos às forças competitivas de mercado.

Os problemas que a governança corporativa visa a tratar são resultantes de uma estrutura empresarial onde o proprietário, conceituado como o principal na relação, não atua diretamente como gestor, denominado agente. A definição apresentada por Siffert Filho (1998, p.2) reforça essa compreensão: “Governança corporativa diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de uma determinada

empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários”.

A teoria da agência objetiva justamente lidar com os problemas que surgem com essa separação entre propriedade e gestão, chamados problemas de agência, ocasionados por diferenças de motivação e objetivos entre proprietários e gestores, assimetria de informação e preferências de risco. É a perspectiva teórica dominante aplicada aos estudos de governança corporativa (DAILY, DALTON, CANNELLA, 2003; SHLEIFER e VISHNY, 1997, AGUILERA e JACKSON, 2003; LYNALL, GOLDEN e HILLMAN, 2003).

A relação principal-agente constitui-se, portanto, no objeto de análise da teoria da agência. Sua premissa básica é que, se ambas as partes em um relacionamento principal-agente buscam maximizar sua função utilidade, nem sempre o agente vai agir no melhor interesse do principal. O principal pode limitar interesses divergentes aos seus estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitoramento delineados para limitar extravagâncias ou atividades anômalas do agente.

Entretanto, em contextos onde o esforço exigido do agente não é evidente, ou quando há uma multiplicidade de proprietários-principais com interesses não convergentes, os modelos da teoria da agência poderão se tornar pouco úteis para compreender as pressões que conformam a atividade dos gestores. Nessas situações, ao não conseguir definir resultados claros e comparáveis ao mercado, a preocupação maior desses executivos torna-se a busca pela legitimidade da organização e de suas atividades (NILAKANT e RAO, 1994), reduzindo a capacidade explicativa da teoria da agência e a validade de suas proposições.

Uma vez caracterizada a limitação da teoria da agência às organizações operando em ambientes de mercado competitivo, configura-se uma restrição à generalização das práticas de governança corporativa, visto que alicerçados nessa teoria. Identificar, portanto, os limites à generalização da teoria da agência representa identificar os próprios limites de generalização das práticas de governança corporativa, conforme concebidas em sua vertente anglo-saxônica.

O campo de observação deste trabalho são as entidades fechadas de previdência complementar, usualmente denominadas fundos de pensão ou simplesmente fundações, em

decorrência do formato jurídico predominante nas organizações do setor¹. Além de sua importância social e econômica – com cerca de 2,3 milhões de participantes e beneficiários diretos e ativos de R\$ 215 bilhões (SPC, 2003) – os fundos de pensão têm características singulares que os tornam atraentes para estudo dos problemas de governança.

Fundos de pensão têm sido um dos principais impulsionadores da governança corporativa nos Estados Unidos em decorrência, principalmente, das práticas de ativismo nas empresas onde investem (ROSENBERG, 2000). No Brasil, este fenômeno também tem tido um papel de destaque. Entretanto, os modelos de governança internos aos fundos têm recebido menor atenção, em que pese a influência indireta desses modelos nas próprias práticas de governança adotadas pelos fundos de pensão nas empresas e as mudanças que vêm sendo introduzidas no setor com a possibilidade de múltiplos patrocinadores. Além disso, embora caracterizados juridicamente como organizações sem fins lucrativos, operam em um ambiente competitivo, no sentido que há ofertas de benefícios semelhantes por parte de planos de previdência por empresas de mercado e produtos financeiros.

Em adição às características de ativismo e finalidade, uma terceira razão se mostrou decisiva para a escolha desse campo de estudo. Os fundos oferecem planos de previdência a seus participantes em duas modalidades fundamentais: benefício definido (BD) e contribuição definida (CD). Planos CD são semelhantes a fundos de investimento financeiro ou caderneta de poupança, de forma que os participantes podem facilmente avaliar seus resultados. Planos BD, ao contrário, envolvem diversas premissas atuariais que tornam difícil ao participante, e ao mercado, acompanhar seu desempenho. Uma vez que os fundos de pensão têm, geralmente, uma modalidade predominante de plano, investigar os efeitos dessa modalidade sobre as práticas de governança da entidade permite formular e verificar hipóteses baseadas nas delimitações e proposições da teoria da agência e com isso avaliar sua explicabilidade a esse conjunto de organizações.

O interesse do estudo se caracteriza por identificar os limites à generalização das práticas de governança corporativa, examinando as limitações de seu referencial teórico predominante. A tese defendida neste trabalho é que, à medida que se torna mais difícil avaliar o esforço alocativo do agente, a teoria da agência reduz seu poder explicativo. Nesse contexto, o agente

¹ Ao longo deste trabalho, as denominações entidades fechadas de previdência complementar, fundos de pensão e fundações estarão sendo utilizadas alternativamente.

irá buscar legitimar sua ação pela adequação às pressões isomórficas no campo organizacional.

Utilizando o conceito de ambiente da teoria institucional, no ambiente técnico as proposições da teoria da agência seriam válidas para explicar o comportamento do principal e do agente. Entretanto, à medida que o ambiente assume características mais institucionais, a teoria institucional teria maior poder explicativo. Esta tese pode ser representada pela figura 1:

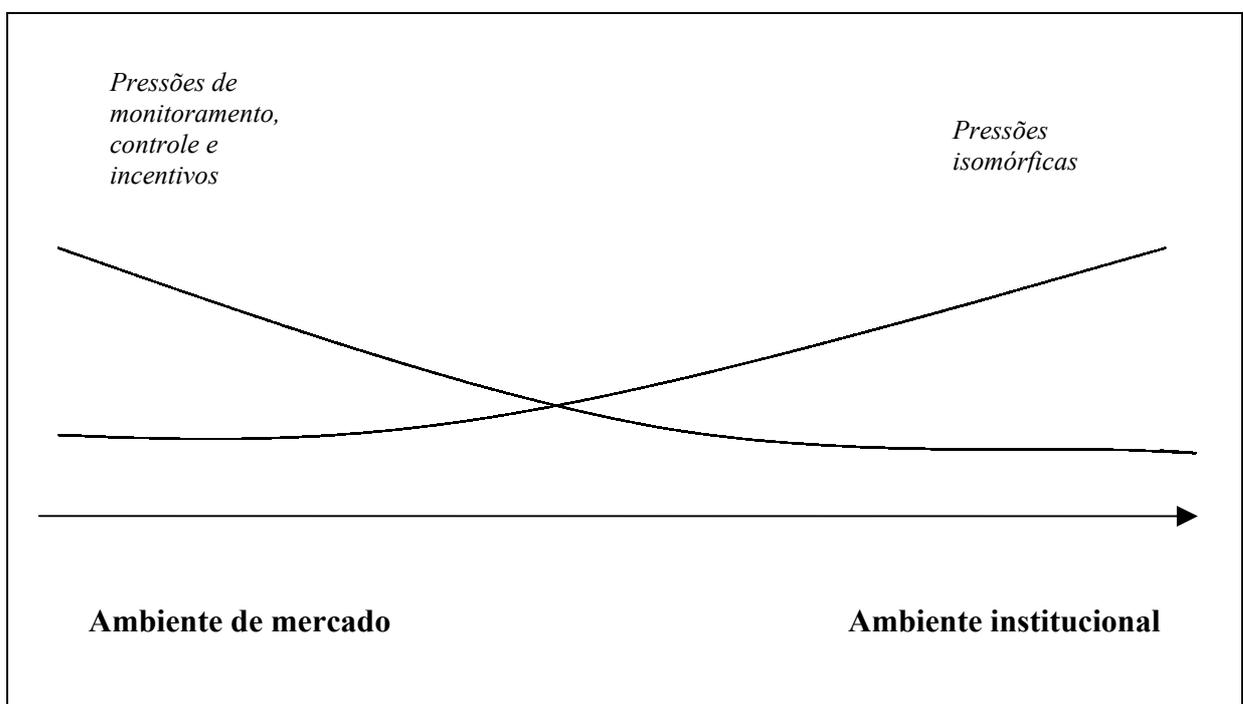


Figura 1: Pressões de monitoramento e controle versus pressões isomórficas

1.1 OBJETIVO DA PESQUISA

O objetivo geral deste estudo é verificar os limites à generalização da teoria da agência em ambientes de mercado não competitivos.

Para atingir esse objetivo geral, os seguintes objetivos específicos foram buscados:

- a) Identificar as principais práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas;

- b) Compreender as premissas fundamentais que sustentam o desenho dos modelos de governança corporativa;
- c) Compreender a dinâmica de funcionamento dos fundos de pensão no Brasil e as características de seus modelos de governança;
- d) Mapear, no segmento dos fundos de pensão, os diversos problemas de agência que ocorrem conforme a modalidade dos planos que gerenciam;
- e) Identificar as pressões que conformam o comportamento dos gestores dos fundos de pensão;
- f) Identificar as principais características que poderiam auxiliar na segmentação comportamental do conjunto dos fundos de pensão;
- g) Entender os instrumentos utilizados pelos fundos de pensão para assegurar a legitimidade de suas ações frente a seus principais *stakeholders*;
- h) Identificar elementos para a construção de modelos de governança mais efetivos para organizações não sujeitas ao ambiente de mercado competitivo.

1.2 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

A adoção de práticas de governança corporativa pelas organizações tem sido utilizada como mecanismo para resolver os problemas entre as partes interessadas. A proposta fundamental que permeia essas práticas é equacionar a discussão relativamente ao controle da empresa e minimizar os problemas de agência que ocorrem entre acionistas e gestores.

Para organizações não mercantilistas, a questão da governança também justifica a definição de referenciais teóricos sólidos. A relação entre os formadores do *funding*, os definidores dos objetivos organizacionais, e seus executores, sinaliza problemas complexos para os quais um conjunto de regras deve ser utilizado a fim de disciplinar o relacionamento entre esses atores.

Entretanto, a mera adaptação dos modelos utilizados no contexto empresarial anglo-saxão não parece ser a solução, embora seja o que tem sido proposto em diversos fóruns, a exemplo dos

fundos de pensão (VENTURA, 2001). Nesse contexto, compreender melhor os limites à generalização dos modelos de governança corporativa mostra-se necessário para produzir soluções mais eficazes para que as organizações possam lidar com suas estruturas internas de governo.

A centralidade da teoria da agência no desenvolvimento nos modelos de governança corporativa significa que avaliar a validade de suas premissas em outros contextos que não aqueles das empresas atuando no mercado é fundamental para compreender como melhorar as práticas de governança em um conjunto mais amplo de organizações. Adicionalmente, identificar as pressões que orientam o comportamento dos gestores nessas organizações representa uma significativa contribuição para o desenvolvimento de modelos de governança mais efetivos.

O momento vivido pelos fundos de pensão soma-se às exigências levantadas anteriormente para justificar o estudo da governança nessas organizações. A nova legislação no setor, introduzida pelas Leis Complementares 108 e 109 (BRASIL 2001a, e 2001b), além de regulamentar aspectos da governança dos fundos, fortalece as possibilidades do multipatrocínio e cria a figura do instituidor. Pela primeira, uma entidade pode ter um número ilimitado de empresas patrocinadoras de seus planos, tornando mais acirrados os problemas de governança. Cabe destacar que, embora já permitido anteriormente, a nova legislação trouxe maior clareza a esse multipatrocínio.

A segunda possibilidade se refere ao instituidor, pela qual não apenas uma empresa, mas também uma associação ou sindicato podem oferecer planos de previdência fechado a seus associados. Criam-se, com isso, novas configurações na dinâmica do relacionamento principal-agente, uma vez que para sindicatos e associações terem seus associados filiados a um plano de previdência que administrem é um instrumento significativo, adicional, para legitimar sua atuação.

Esse novo contexto apresenta desafios às estruturas de governança dos fundos de pensão, que saem de uma relação singular de patrocinador (empresa) – participantes (empregados) para uma estrutura complexa de vínculos e interesses. Nesse sentido, a contribuição esperada da tese para essas organizações é permitir compreender melhor as relações de interesse envolvidas e a forma de exercício do monitoramento e controle para o desenho de modelos de governança mais eficazes.

1.3 APRESENTAÇÃO DO TRABALHO

A apresentação deste trabalho está estruturada em seis capítulos. Inicialmente, neste capítulo introdutório, é apresentada a formulação do problema de pesquisa, os objetivos da tese, e a justificativa do estudo. A seguir, é realizada a contextualização do tema, apresentando as questões que têm configurado o desenvolvimento do campo da governança corporativa e dos fundos de pensão no Brasil. O terceiro capítulo, dedicado ao referencial teórico, apresenta uma revisão da literatura sobre as teorias da agência e institucional, utilizadas para o desenvolvimento do trabalho, orientada para a contextualização e justificação das hipóteses de pesquisa.

O quarto capítulo trata da metodologia. Nele são apresentadas as hipóteses, as categorias analíticas, o esquema de pesquisa de campo e as limitações do estudo. O quinto capítulo trata da apresentação dos dados e procede à análise dos resultados frente às hipóteses de pesquisa. No último capítulo são apresentadas as considerações finais sobre o estudo, os resultados alcançados e elaboradas propostas para novos estudos.

2. CONTEXTUALIZAÇÃO: GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUA APLICAÇÃO AOS FUNDOS DE PENSÃO

2.1 O GOVERNO DE UMA ORGANIZAÇÃO

“Quem deve controlar a empresa?” Assim iniciava Mintzberg (2001) a discussão sobre o controle corporativo. Desenvolvendo proposta inicialmente apresentada em 1976, propõe que as visões sobre esse controle se alinham em torno de uma ferradura. Por este modelo propôs um referencial para a discussão daquilo que denominou o maior debate sobre o setor privado, qual seja, quem deveria controlar as corporações. A ferradura representaria as diversas posições acerca desse debate.

As várias posições da ferradura traduzem, antes, uma visão política sobre a empresa e sua inserção na sociedade. Refletem modelos de governança onde o papel dos diversos atores – acionistas, estado, sociedade, funcionários, etc. – oscila entre os extremos da nacionalização e a total independência de ação de seus proprietários.

As discussões sobre o governo das organizações continuam bastante atuais, extrapolando o contexto da empresa. Nas duas últimas décadas, o fortalecimento do modelo econômico liberal e dos mercados de capitais conduziu ao surgimento de práticas alinhadas ao lado direito da ferradura conceitual. Os movimentos pelo estado mínimo e pelo fortalecimento da iniciativa privada, alimentaram a visão da empresa como propulsora do desenvolvimento. Paralelamente, reduziram sua missão à produção de lucro, desconsiderando potenciais externalidades positivas como sua responsabilidade.

Como contraponto, mais recentemente ressurgiram as questões sobre responsabilidade social corporativa, relacionamento com *stakeholders*, e benefício das organizações para a sociedade. Seguindo um processo dialético, retorna à pauta a questão original: quem deve controlar a empresa?

O governo da organização é, portanto, a expressão da distribuição do poder na organização. Posta dessa forma, permite-se incluir na análise não apenas as empresas mercantilistas, mas

todas as organizações, inclusive aquelas sem fins lucrativos, comunitárias e estatais. Como se constitui o governo, ou em sua versão aplicada, a governança das organizações? Como as diversas forças se articulam no controle e que conseqüências isso traz para as estratégias e práticas organizacionais?

Desde o trabalho seminal de Chandler (1993), divulgado em sua primeira versão em 1962, que a máxima que reza que a estratégia deve preceder a estrutura tem apontado uma relação determinística à empresa, “um modelo sociológico impessoal do comportamento empresarial com laivos de determinismos a que os historiadores são avessos” (McCRAW, 1998, p.20).

Esse determinismo traz ao pesquisador do campo da administração a reflexão sobre que outros fenômenos limitam a liberdade das organizações em realizar suas escolhas e decisões. Pode-se supor, como conseqüência, que se há um determinismo entre estratégia e estrutura, deve haver também algo que rege a estratégia. Essa reflexão se generaliza a qualquer organização. Há algum conjunto de condicionantes que reduziria o grau de liberdade da escolha, pela organização, da estratégia a adotar?

O mesmo Mintzberg traz, em trabalho recente (2000), a discussão sobre como as estratégias são formuladas, onde apresenta 10 escolas pelas quais se pode compreender o processo. Destaca que, enquanto algumas têm natureza prescritivas, outras são mais descritivas e visam compreender como surge a estratégia. Contudo, seguindo uma visão determinística, associa a adoção de uma escola a diversas características próprias das empresas, como modelo de organização, estilo de liderança e ambiente. Segue, de alguma forma, a visão contingencial que prega a necessidade da adaptação da organização à turbulência ambiental, impulsionada principalmente pelas pesquisas da década de 60 por Burns e Stalker, como discutidas por Morgan (1986) e aprofundadas por Donaldson (1999).

A formulação de estratégias conforme sistematizado por Mintzberg (2000) depende em algumas organizações principalmente dos aspectos contingenciais, enquanto em outras o impulso seria originário de elementos internos das organizações — seus recursos, capacidades ou competências essenciais —, condicionantes mercadológicas ou da indústria, como discutido em Porter (1991), do conjunto de forças políticas internas, condições culturais, cognitivas ou outras características como grau de empreendedorismo e organização para o aprendizado. Entretanto, a análise de seu trabalho permite identificar com frequência a existência de algum grau de determinismo associado à escolha da estratégia.

No ambiente das grandes corporações, os economistas buscam compreender outro aspecto do comportamento empresarial, que mais recentemente veio a convergir ao tema da estratégia. Na década de 30, Adolf Berle e Gardiner Means estudaram o relacionamento entre as corporações e seus proprietários. A hipótese com que trabalharam era que os administradores de empresas abertas, as sociedades anônimas, em virtude da separação da propriedade e controle, eram motivados a adotar práticas que lhes traziam benefícios pessoais e não a maximização da riqueza do acionista. A partir desses estudos, desenvolveram-se tanto a teoria da firma e, posteriormente, a teoria dos custos de transação e a teoria da agência ou do agente. Essas teorias, e seus desenvolvimentos posteriores, serviram de arcabouço para o desenvolvimento, mais recentemente, dos modelos de governança corporativa.

Estabelecendo uma ligação entre as quatro abordagens anteriores – de Chandler, Mintzberg, a visão contingencial e a teoria da agência – pode-se produzir a hipótese que, dentro de determinadas práticas de governança corporativa onde o controle da empresa esteja efetivamente com seus proprietários, de acordo com a visão *shareholder*, a estrutura de propriedade deve determinar a estratégia e práticas de gestão, ou condicioná-las fortemente. De fato, diversos estudos vêm investigando essa relação.

Associações foram identificadas entre estrutura de propriedade com: a diversificação (AMIHUD e LEV, 1999, DENIS, DENIS e SARIN (1999), o valor de mercado (THOMSEN e PEDERSEN, 2000), o desempenho (HOSKINSSON *et al*, 1994), as estratégias funcionais (BAYSINGER, KOSNIK e TURK, 1991), e o desempenho social corporativo (JOHNSON e GREENING, 1999). Essas associações demonstram a correspondência entre a governança e a estratégia realizada pela organização.

Para as organizações não mercantilistas, essas associações somam-se a outras variáveis tornando mais complexas as questões de governança. A revisão do papel do Estado, iniciada na gestão Thatcher, na Inglaterra, e reforçada pelos movimentos neo-liberais norte-americanos, colocaram em pauta a preocupação com a eficiência do aparelho estatal a partir do denominado gerencialismo (*managerialism*). As pressões pela redução do déficit fiscal promoveram uma revisão da máquina estatal, induzindo processos de desestatização e focalização em atividades típicas de estado, priorizando esforços para o aumento da eficiência. As organizações estatais passaram a adotar modelos da iniciativa privada orientados à melhoria da gestão, a exemplo da reengenharia (OSBORNE e GAEBLER, 1995)

e Qualidade Total. Organizações comunitárias e do terceiro setor, e demais sem fins lucrativos, acompanham também a diretriz de busca por aumento de eficiência.

Também os modelos de governança passaram a ser revistos, seguindo nesse contexto o que ocorre para as corporações, exemplificado pelas discussões sobre governança corporativa. Como compor os conselhos das organizações? A quem cabe determinar seus objetivos? A quem se deve prestar contas (*accountability*)? Como assegurar a legitimidade da organização?

2.2 O DESENVOLVIMENTO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A mudança de um modelo produtivo baseado na pequena propriedade e em empresas organizadas em torno de profissionais e especializações foi um dos marcos da revolução industrial.

Um pouco antes, no século XVI, os empreendimentos comerciais de exploração dos novos territórios encontraram na constituição da sociedade por ações um mecanismo para superar as dificuldades de aumentar o número de sócios e assegurar maior perenidade à organização, permitindo que continuasse a existir para além da vida dos proprietários. Mas foi apenas em 1807, com o código comercial francês que a sociedade anônima foi disciplinada (ARAÚJO, 1999, p.2).

No século XX, grandes complexos empresariais começaram a se expandir e diversificar. A partir da década de 50 a estrutura de capital das empresas começou a se modificar. As exigências de recursos para financiar o crescimento, as necessidades de economia de escala e o acesso a novos mercados, tornaram as poupanças individuais insuficientes para atender à nova demanda. O fortalecimento dos mercados de capitais, a criação dos fundos mútuos e o surgimento dos grandes investidores institucionais configuraram o novo ambiente para o financiamento das necessidades empresariais.

A pulverização da propriedade das empresas em um número cada vez maior de acionistas conduziu a um controle difuso, e o controle das informações e o conhecimento do negócio passou a ficar cada vez mais no âmbito executivo. A tecnoestrutura, como identificada por Galbraith (1982), tornou-se detentora dos instrumentos de condução da organização. O presidente da empresa ou CEO (*Chief Executive Officer*), ao controlar o quadro de técnicos e

executivos, expandiu seu poder sobre a organização frente aos proprietários. Os movimentos pela introdução de práticas de governança corporativa surgiram justamente com o intuito de resgatar esse poder para os acionistas.

A saída do proprietário da condução dos negócios deu origem aos chamados problemas de agência, ou seja, conflitos de interesse entre proprietários e executivos relacionados às diferenças de orientação entre o que os executivos (agentes) buscam com sua atuação na organização e aquilo que esperam os proprietários (principal).

Seguindo pressupostos de natureza econômica, orientados para a eficiência, os indivíduos são percebidos como agindo em seu próprio interesse ou motivação. Assim, os proprietários devem empreender dois conjuntos de ações junto aos executivos: criar incentivos contratuais, monetários ou não, consistentes com seus interesses, e monitorar o comportamento desses agentes para que aquilo que foi contratado seja realizado. Como novas situações não previstas inicialmente podem surgir, além dos custos de monitoramento, controle e incentivos há perdas residuais resultantes dessas situações.

Como consequência direta da aplicação da teoria da agência surgem os problemas da governança corporativa ou empresarial (*corporate governance*)². Embora *lato sensu* as questões relacionadas à governança empresarial tenham como abrangência as decisões tomadas pelos executivos das organizações e o impacto no conjunto de *stakeholders*, sua utilização cotidiana, principalmente no Brasil, tem se limitado a abordar o relacionamento entre o *board* da empresa, ou conselho de administração, e os executivos. Parte desse direcionamento se deve certamente aos modelos e práticas adotadas pelos investidores institucionais norte-americanos, e o tratamento dado ao tema pela OECD (1999a, 1999b).

Diversas são as definições utilizadas para governança corporativa, convergentes em torno de uma visão econômica da empresa. Essas definições pressupõem desde um caráter eminentemente normativo até algo próximo a uma definição de poder, defendendo um papel mais central na empresa para os proprietários.

² Embora o termo *corporate governance* seja normalmente traduzido como *governança corporativa*, há divergências quanto ao sentido dessa tradução. A tradução mais correta seria governança empresarial, como utilizada por Bertero (2000). A tradução literal envolve o conceito de corporativo, cujo sentido em inglês remete às corporações ou grandes empresas, enquanto que em português está associado ao procedimento de associações de classe que atuam na defesa de determinado grupo de profissionais. Neste trabalho, apesar dessa ressalva, será mantida a tradução literal, por ser a forma mais disseminada na literatura.

Na primeira linha, Lethbridge (1997) apresenta como definição “arranjos institucionais que regem as relações entre acionistas (ou outros grupos) e as administrações das empresas”. Também a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) segue esse padrão ao definir governança corporativa como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital” (CVM, 2002:1).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) adota como definição um pressuposto mais instrumental quanto ao papel dos atores organizacionais. Esse instituto considera que “Governança Corporativa é o sistema que permite aos acionistas ou quotistas o governo estratégico de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva. As ferramentas que garantem o controle da propriedade sobre a gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal” (www.ibgc.org.br, em 2/12/2000).

2.3 OS MODELOS PARADIGMÁTICOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

As pesquisas sobre o tema têm produzido amplo referencial sobre as corporações enquanto estruturas de governança, privilegiando análises em torno da separação entre propriedade e gestão, e os problemas decorrentes. Dois conjuntos de práticas podem ser considerados paradigmáticos em termos de governança corporativa: o modelo *shareholder*, que privilegia os interesses dos acionistas, e o modelo *stakeholder*, que adota uma visão mais abrangente, enfatizando inclusive a responsabilidade social da corporação e colocando-a no centro de uma rede formal e informal de relacionamentos com diversos atores.

Essas práticas estão associadas aos modelos empresariais anglo-saxão e nipo-germânico. No modelo anglo-saxão, ocorre uma pulverização das participações acionárias e as bolsas de valores têm função primordial ao permitir a liquidez do mercado. As variações dos preços das ações atendem ainda a uma demanda imediata do conselho (*board*) e dos executivos ao sinalizar a concordância, pelos agentes do mercado, às estratégias. No modelo nipo-germânico, há uma concentração da propriedade em torno de grupos de investidores e financiadores, sendo freqüente a participação de trabalhadores e representantes da sociedade nos conselhos.

Buck, Filatotchev e Wright (1998) denominam esses modelos como *exit* e *voice*. No modelo anglo-saxão de governança corporativa, o comportamento dos gestores é constrangido principalmente pela ameaça dos acionistas de venderem suas ações e abandonarem a participação na empresa (*exit*). No modelo nipo-germânico, ao contrário, ocorre um maior envolvimento dos acionistas com as decisões empresariais (*voice*), inclusive pela participação de não acionistas como empregados, clientes, bancos e fornecedores no conselho de administração.

Segundo as premissas do modelo *shareholder*, a empresa tem como objetivo maximizar a riqueza dos acionistas, e como critério para avaliar seu desempenho utiliza seu valor de mercado (OECD, 1999b, p.7) ou valor econômico. Os executivos das empresas têm obrigações fiduciárias, dentre as quais certamente a principal é maximizar o retorno dos ativos sob sua gestão. As principais dificuldades relacionam-se à separação entre propriedade e gestão, assimetria de informação e divergência de objetivos entre principal e agente, reconhecidos como os problemas de agência. Barros (1998) aponta que as ações desenvolvidas para minorar esses conflitos podem ser: (a) contratação de auditorias independentes indicadas pelos acionistas; (b) vinculação da gratificação dos gestores como bônus em ações da própria empresa; e (c) controle de mercado advindo de uma potencial ameaça de aquisição.

Já na perspectiva nipo-germânica, os interesses dos acionistas buscam ser equilibrados não só aos de outros grupos, principalmente outros investidores, mas também de um conjunto interno e externo de atores que sofrem os impactos de suas atividades, como os empregados, fornecedores, clientes e a comunidade. Nesse caso, o controle corporativo privilegia a visão *stakeholder*, e a corporação é percebida como no centro de uma rede formal e informal de relacionamentos com diversos grupos de atores.

Segundo uma visão mais ampla, baseada na Teoria dos *Stakeholders*, as empresas devem ser socialmente responsáveis, administradas de acordo com o interesse público, e prestar contas a diversos outros grupos tais como empregados, fornecedores, clientes e comunidade em geral, sendo forte a cobrança por *accountability*. Críticos a este modelo argumentam que os administradores podem atribuir à busca por atender expectativas dos *stakeholders* eventuais resultados negativos do negócio, além de tornar mais difusa a definição dos objetivos organizacionais, mas reconhecem sua capacidade em agregar os esforços das partes

interessadas em torno de objetivos de longo prazo e o sucesso da empresa (OECD, 1999b, p.11).

Outra forma de categorizar as práticas de governança corporativa é pela forma de controle. Economias onde o mercado de capital é fonte importante de financiamento às empresas, e os direitos de propriedade e controle são facilmente negociados em contextos de elevada liquidez, o poder hierárquico incide dos investidores para as organizações, caracterizando um processo de controle externo, ou *shareholder*. Em países onde se manifesta o controle interno, ou *stakeholder*, há menor proporção de empresas listadas em bolsas e baixa liquidez dos mercados de capital, o que torna mais difícil a transferência de propriedade.

As diferenças entre os modelos anglo-saxão e nipo-germânico refletem as estruturas de financiamento e o histórico de formação da propriedade empresarial nesses países. Tomando como perspectiva a origem do *funding* ou investimento realizado na empresa, o volume de financiamento (*debt*) à disposição das corporações, principalmente através dos bancos, rivaliza com os recursos dos mercados de capitais (*equity*), configurando um ambiente mais ou menos propício a um tipo de estrutura de propriedade.

Nessa linha, Davis (1996) apresenta outra forma de classificar os sistemas de governança das organizações em termos de seu financiamento e controle, quando as corporações poderiam ser classificadas como de controle direto via débito, e controle de mercado via *equity* (p.25).

Nos sistemas que seguem o controle corporativo direto exercido via débito, os bancos desempenham em geral o papel de ligação entre os fornecedores de crédito e a corporação que toma este recurso. O controle estratégico exercido pelos acionistas institucionais tem papel secundário, as informações financeiras não circulam com transparência e os acionistas minoritários têm poder bastante limitado. Cabe aos bancos exercerem um papel relevante, atuando com frequência como acionistas e credores, e realizando o monitoramento dos executivos na gestão das empresas (BARROS, 1998, p. 43).

No controle de mercado via *equity*, as tomadas de controle (*take-over*) exercem um importante papel na solução de conflitos de interesses entre gestores e acionistas, funcionando como uma restrição ao comportamento dos executivos. Investidores institucionais e acionistas majoritários exercem um monitoramento mais efetivo, inclusive avaliando as propostas de tomada de controle.

A partir dos anos 80, as aquisições alavancadas apoiadas pelos bancos criaram uma nova forma de controle, o controle de mercado via débito. Nesse caso, o mercado de capitais torna-se a instância avaliadora dos novos investimentos da organização utilizando lançamento de ações ou novos empréstimos, uma vez que o nível de endividamento funciona como um regulador de risco e retorno.

Mais significativo para o contexto brasileiro é o modelo de controle direto via *equity*, cujo desenvolvimento tem se intensificado mais recentemente. Davis (1996, p.26) aponta que instituições em alguns países, a exemplo dos Estados Unidos, têm se desencantado com os processos de aquisições e tomadas de controle. Combinados com as novas regulações, esse desencantamento trouxe à tona um movimento pela governança corporativa baseada no controle direto via *equity*³. Nesse modelo o papel de destaque cabe aos investidores institucionais (BARROS, 1998, p.45) que, por deterem posições significativas na empresa, exercem um papel efetivo de monitoramento sobre as decisões dos gestores, não somente como ocorre nos demais modelos, mas complementando os mecanismos de monitoramento por uma ligação direta com os gestores, tanto formal quanto informal. Tais mudanças têm provocado o fortalecimento do movimento pelo ativismo dos fundos de pensão na gestão das empresas que investem, influenciando diretamente suas estratégias.

Com relação ao impacto do ativismo dos fundos frente às empresas, melhorando seus resultados econômico-financeiros, há evidências de correlação positiva para o contexto norte-americano (AMBACHTSHEER e EZRA, 1998). Para determinado segmento de fundos de pensão no Reino Unido, contudo, trabalho de Faccio e Lasfer (2000) mostrou que esse resultado não é pertinente.

Entretanto, a literatura sobre o tema ainda é vaga sobre a avaliação de impactos desse ativismo sobre a efetividade das empresas para os *stakeholders*, o que representa uma dimensão importante principalmente para os fundos de pensão vinculados a organizações de trabalhadores. Mesmo para a experiência americana, é importante a ressalva feita por Logue e Rader (1998, p.308) sobre a necessidade de maiores estudos para confirmar o impacto positivo citado:

³ Exemplos de mudança na legislação foram a *Avon Letter*, promulgada pelo Department of Labour, que tornava os gestores de fundos de pensão que atuavam segundo a ERISA, legislação do setor, responsáveis pelas decisões de voto nas empresas das quais participavam.

"Entretanto, é realmente muito cedo para afirmar, com certeza, dada a limitada história do ativismo e dados disponíveis para análise. Em geral, precisamos sólida evidência nos resultados de longo prazo que não temos ainda. Uma coisa é observar um retorno positivo anormal devido a um aumento de preço atribuído ao ativismo dos acionistas. Outra é ser capaz de dizer que as firmas irão se reestruturar, irão alocar recursos mais eficientemente e irão desenvolver estratégias negociais no longo prazo devido a esse ativismo" (tradução nossa).

As dificuldades por que passaram as economias alemã e, principalmente, japonesa nos últimos anos, têm provocado fortes questionamentos ao modelo *stakeholder*, inclusive nos próprios países onde se tornaram paradigmas (SIFERT FILHO, 1999, p.5). A tentativa das empresas alemãs de atrair os recursos dos mercados internacionais de capital, e o enfraquecimento do mercado bancário e das políticas de emprego vitalício japonês (LETHBRIDGE, 1997), refletem uma revisão das bases do modelo *stakeholder* às premissas da perspectiva *shareholder*.

Ao contrário, o fortalecimento da economia americana na década de 90, a visão já mencionada da OECD e os esforços de grupos de acionistas para restabelecer seu poder na empresa – a exemplo da atuação de Robert Monks, que à frente de associações de investimentos e fundos de pensão liderou os movimentos pelo exercício do direito pelos acionistas frente aos gestores (ROSENBERG, 2000) – fortaleceram a tônica do debate atual sobre governança empresarial em torno do modelo *shareholder*.

Também esse modelo tem sido objeto de críticas, principalmente em virtude das altas remunerações recebidas pelos principais executivos – direta ou indiretamente através das *stock options* e participações nos lucros – e a crise de confiança nos balanços das empresas. Outro conjunto de críticas tem sido direcionado ao poder e autonomia das corporações, como também à própria ética do negócio.

Entre os defensores do modelo *stakeholder*, há que se destacar Peter Drucker. Referindo-se aos movimentos de tomadas hostis de controles, compras alavancadas, aquisições e alienações, criticou as corporações por passarem a ser gerenciadas exclusivamente para a maximização do valor do acionista, e não nos interesses equilibrados dos *stakeholders*.

Afirmou:

"Isso também não irá funcionar, porque força a corporação a ser gerenciada em função do curtíssimo prazo, o que significa prejudicar, ou mesmo destruir, sua capacidade de produção de riqueza. Significa declínio rápido. Não se pode obter resultados a longo prazo empilhando uns sobre os outros os resultados a curto

prazo. Eles devem ser obtidos através do equilíbrio entre necessidades e objetivos a curto e longo prazos" (DRUCKER, 1993, p.53).

É provável que esses movimentos caminhem não no abandono do modelo *stakeholder*, mas no sentido da convergência entre os modelos. Análise da OECD quanto a efeitos da governança corporativa sobre desempenho das empresas e crescimento econômico destaca um "novo" modelo *stakeholder*, limitando considerações àqueles atores que contribuem com ativos específicos para a empresa (OECD, 1999b, p.10). Em sua proposta de princípios, a OECD encoraja uma ativa cooperação entre corporações e *stakeholders* na criação de riqueza, empregos e a sustentação de empreendimentos financeiramente sólidos (OECD, 1999b).

2.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

Os modelos de governança corporativa hoje mais influentes são originários dos mercados anglo-saxões. Como todos os demais, esse modelo é explicado pela conformação das empresas naqueles mercados, onde a ativa participação da sociedade nos investimentos mobiliários produziu uma estrutura de propriedade bastante pulverizada que permitiu aos gestores acumular grande poder frente aos acionistas.

A estrutura de propriedade da empresa brasileira é bastante diferente das similares dos países anglo-saxônicos. O modelo destes países, responsável pela criação e difusão das principais práticas de governança corporativa adotadas no Brasil, segue principalmente o modelo *shareholder*, onde ocorre um controle de mercado via *equity*. O capital das empresas é fortemente pulverizado e as batalhas pelo controle envolvem não apenas acionistas quanto gestores, pelo que esse modelo tem se orientado no sentido de promover uma capacidade de monitoramento mais efetiva aos investidores.

No Brasil, ao contrário, não ocorreu a pulverização da propriedade, uma vez que o desenvolvimento econômico foi promovido com capital do Estado, de multinacionais, e de grandes grupos familiares. O resultado foi a concentração da propriedade das empresas nas mãos dos grandes acionistas, processo que se manteve mesmo após o movimento das privatizações na década de 90. Essa concentração permitiu fortalecer o poder dos acionistas controladores e minimizar o poder dos gestores na relação de agência.

Diferentemente portanto das premissas do modelo *shareholder*, o ambiente nacional aproxima-se mais do modelo definido por Davis (1996) como de controle direto via *equity*. Nesse caso, além do controle exercido diretamente pelo grupo de proprietários, são fortalecidos os relacionamentos formais e informais com os gestores, o que certamente contribui para uma indefinição nos papéis de conselheiros e administradores, apontado como problema por 43% das empresas de controle familiar pesquisadas (KORN/FERRY e McKINSEY, 2001, p.12).

No âmbito privado, onde a discussão encontra-se mais avançada no Brasil, o tema governança corporativa tem encontrado grande espaço, principalmente na literatura empresarial. Na academia, a ênfase nos estudos tem sido no sentido de relacionar as práticas brasileiras principalmente ao modelo americano, mas com avanços ainda tímidos na definição de um modelo nacional. Nesse sentido, destacam-se os estudos realizados por Rabelo (1998), Rabelo e Silveira (s/d), Rabelo e Coutinho (2001), Dutra e Saito (2001), Leal, Carvalhal, Aloy e Lapagesse (2000), e Leal e Oliveira (2002). Esses últimos sintetizam as principais características do ambiente brasileiro de governança das empresas:

“Companhias brasileiras são em geral controladas por grupos familiares ou por meio de acordos de acionistas. Os controladores detêm uma significativa parcela dos votos de controle, muito mais que o mínimo necessário para deter o controle. Há vasta evidência de expropriação, a proteção legal é frágil e a emissão de ações tem sido suspensa em virtude de baixas avaliações e para evitar a tributação. Metade dos conselhos ou são muito pequenos ou muito grandes. Os comitês do conselho não são efetivos. Os procedimentos do conselho raramente são formalizados e seus membros e CEOs não são avaliados na maioria dos casos. Os membros do conselho não são acionistas, em sua maioria. Não mais que 21 por cento de seus membros são independentes e apenas 2 por cento deles são eleitos por grupos independentes de acionistas. É provável que as melhorias na estrutura dos conselhos e procedimentos fiquem restritas às grandes empresas de capital aberto com acionistas estrangeiros enquanto que a maioria das empresas evitará abrir seu capital (tradução nossa)” (LEAL e OLIVEIRA, 2002, p. 21).

De fato, a estrutura empresarial brasileira é tão diferente da americana que mesmo as teorias que relacionam estruturas de propriedades às estratégias adotadas justificam uma avaliação adicional quanto a sua adequação (FONTES FILHO, 2003). O ambiente brasileiro diverge do americano, europeu e japonês em diversos aspectos como tamanho, legislação societária e consolidação da estrutura empresarial.

Ainda que os modelos utilizados no Brasil para governança sejam fortemente inspirados na corrente anglo-saxônica, a configuração do mercado de *equity* aponta diferenças conformadas

pelo porte e dinâmica do mercado de capital e das estruturas de propriedade. O quadro 1 a seguir permite essa comparação:

	Propriedade dispersa	Proprietário dominante	Propriedade pessoal/familiar	Propriedade estrangeira	Cooperativa	Propriedade estatal
EUROPA 1990						
Áustria	0	7	25	38	10	20
Bélgica	4	20	6	61	3	6
Dinamarca	10	9	30	23	17	11
Finlândia	12	25	23	11	10	19
França	16	28	15	16	3	22
Alemanha	9	30	26	22	3	10
Inglaterra	61	11	6	18	1	3
Itália	0	22	20	29	0	29
Holanda	23	16	7	34	13	7
Noruega	6	14	29	19	19	13
Espanha	6	22	8	45	5	14
Suécia	4	31	18	14	12	21
BRASIL (vários anos)						
1990	1	5	27	27	2	38
1995	3	12	26	31	2	26
1997	3	19	23	33	1	21

Quadro 1: Propriedade das 100 maiores empresas não-financeiras (Fonte: Siffert Filho, 1998, p.134, 137)

Pesquisa realizada por Leal *et al* (2000), e corroborada adicionalmente pelos dados do quadro anterior, mostra que a propriedade das empresas brasileiras é bastante concentrada, com a maioria das empresas controladas por um acionista direto ou bloco de controle. A pesquisa desses autores foi realizada entre 1996 e 1998, capturando portanto os efeitos do processo de privatização, que apenas transferiu o controle do Estado para o capital privado, mantendo contudo níveis semelhantes de concentração.

Outra ressalva deve ser feita quanto à propensão dos investidores institucionais brasileiros em exercerem seu poder no controle e monitoramento das empresas onde investem. Ou seja, qual sua propensão ao ativismo?

Observa-se no Brasil, desde a década anterior, uma transformação na estrutura patrimonial das empresas, com a redução da participação do Estado e, em menor grau, do controle familiar (RABELO e SILVEIRA, s.d.). A forma de financiamento, portanto, tornou-se muito mais dependente de capitais privados, tanto nacionais quanto estrangeiros, e a adoção de práticas de governança corporativa assumiu um caráter essencial para a atração de recursos.

Nesse sentido, a criação do Novo Mercado na Bolsa de Valores de São Paulo, é um exemplo de estímulo à adoção de melhores práticas de governança. Suas principais regras, como dispostas no site da Bovespa (www.bovespa.com.br) são:

- Proibição de emissão de ações preferenciais.
- Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de 1 ano para todo o Conselho de Administração;
- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS GAAP;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

O Novo Mercado representa um mecanismo voluntário para as empresas se habilitarem a receber recursos privilegiados, não destinados a outras organizações. Um exemplo importante é a Resolução CMN 3121, de 2003, que regula os investimentos dos fundos de pensão, e permite um investimento adicional de 10% em ações das empresas habilitadas para o Novo Mercado.

Em que pese o caráter não compulsório de adesão a essa regulamentação e seus benefícios ao fortalecimento do mercado bursátil, muito ainda há que se avançar no desenvolvimento de um modelo de governança corporativa adequado à realidade nacional. Vidigal resume a discussão quanto ao uso de práticas americanas de governança ao ambiente nacional, afirmando que não são adequadas no Brasil. Afirma existir “uma diferença tão gritante entre a teoria americana e a nossa realidade que torna boa parte dessa teoria inútil para nós” (VIDIGAL, 2002, p. A-3). Para ele a questão básica não está ligada à proteção do

controlador, mas à defesa do minoritário e, principalmente, como formar um bom conselho e utilizá-lo, juntamente com a auditoria externa e o principal gestor, para obter uma gestão eficiente.

2.5 A GENERALIZAÇÃO DOS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

De forma geral a governança corporativa visa a estruturar o “bom governo” da organização, ou a forma como o poder será compartilhado entre proprietários, conselheiros e gestores. Essa idéia portanto é, em princípio, passível de generalização a diversos outros países e formas organizacionais além das empresas de capital aberto dos países desenvolvidos. Entretanto, os responsáveis pela regulação do mercado de capitais dos diversos países são pressionados a estabelecer práticas de governança semelhantes às dos modelos paradigmáticos, principalmente da vertente anglo-saxônica, uma vez que isso facilita o acesso a recursos de investidores estrangeiros, principalmente institucionais.

Ainda que as questões relacionadas à governança empresarial tenham como escopo as decisões tomadas pelos executivos e o impacto no conjunto dos *stakeholders*, sua utilização cotidiana tem se limitado a abordar o relacionamento entre os proprietários, representados pelo conselho de administração, e os executivos. Parte desse direcionamento se deve certamente aos modelos e práticas adotados no mercado norte-americano, principalmente as mais recentes relativas ao ativismo dos acionistas.

A utilização de práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras tem sido fomentada por diversos grupos diferentes. Para os órgãos de regulação, essas práticas podem estimular o afluxo de recursos, inclusive internacionais, ao mercado de capitais brasileiro. Para os investidores, a adoção de práticas de governança corporativa tais como independência dos conselheiros, transparência e processos de avaliação, são fundamentais para a realização do investimento em uma empresa, sendo mais importantes que os próprios resultados financeiros (KORN/FERRY e MCKINSEY, 2001, p.19).

Para os proprietários e acionistas controladores, a governança significa tornar mais barato e acessível o capital e, principalmente, aumentar o valor econômico da empresa. Os acionistas minoritários se beneficiariam de uma maior transparência e *accountability*, pelo que

conquistariam uma maior capacidade de influir nas decisões estratégicas da empresa e mais direitos em movimentos de mudança de controle ou venda de participações majoritárias.

Em síntese, portanto, os benefícios que a governança corporativa sinaliza poder proporcionar são amplos e justificam sua importância atual para as empresas. Entretanto, pesquisa realizada pelas consultorias Korn/Ferry e McKinsey aponta que:

“... o modelo atual de governança não responde de forma adequada aos novos desafios, além de não satisfazer um número significativo de conselheiros. Deles, 54% acreditam que o modelo de governança adotado poderia ser aperfeiçoado.” (KORN/FERRY e MCKINSEY, 2001, p. 21).

A adoção de práticas de “boa” governança corporativa tem, fundamentalmente, a finalidade de resolver problemas de agência entre proprietários e gestores (BECHT, BOLTON E RÖELL, 2002, p.14). Como explica Kester (1992, apud OECD, 1999b, p.11), o problema central da governança é delinear um sistema especializado de incentivos, salvaguardas e processos de solução de disputas que promova a continuidade das relações de negócio, de maneira eficiente, na presença de interesses oportunistas.

Entretanto, em um modelo de controle direto via *equity*, a existência de um grupo de propriedade claramente identificado e mais perene reduz sensivelmente os problemas de agência, uma vez que esses são minimizados quando o principal atua como agente decisor (GEDAJLOVIC, 1993). Por outro lado, esse modelo pode gerar dificuldades de alinhamento nos objetivos dos proprietários, mais frequentes no ambiente empresarial nacional, a exemplo das disputas propagadas pela imprensa sobre as empresas de telefonia, em especial a Brasil Telecom. Segundo Nilakant e Rao (1994, p. 656), ambientes onde há mais de um principal ou agente podem produzir incerteza quanto aos resultados, levando os gestores a enfatizar a busca pela legitimidade de suas ações.

Assim, a modelagem das práticas de governança corporativa no Brasil, ao seguir modelos anglo-saxônicos, está adotando antes um mecanismo institucional que a busca por uma solução efetiva para os problemas de agência no contexto nacional. Esse processo repete outras práticas de introdução de tecnologias administrativas no país, conforme exemplificado entre outros estudos pelo trabalho realizado por Caldas e Wood Jr. (2000) sobre o uso de sistemas integrados de gestão, denominados ERP, no Brasil. Dos resultados obtidos concluíram que os processos de adoção foram fortemente influenciados por fatores políticos e

institucionais, tais como seguir uma tendência, influência da mídia e de consultores e “gurus” da gestão.

Essa análise não visa, certamente, reduzir a importância da efetiva utilização da governança corporativa pelas empresas brasileiras, mas destacar a necessidade de aprofundar o conhecimento dos processos institucionais que a estão conformando. Isso se torna mais importante pelo efeito de sedimentação, conforme descrito por Tolbert e Zucker (1999) e que, para Eisenhardt (1988) implicaria em uma bi-dimensionalidade envolvendo tanto largura quanto profundidade.

Também em outras áreas, a exemplo das organizações sem fins lucrativos, as discussões relativas ao uso de práticas de governança corporativa vêm tendo crescente projeção. Fama e Jensen (1983) apontam que a principal característica dessas organizações é a ausência de direitos residuais (*residual claims*), o que reduz os problemas de agência entre os doadores de recursos e gestores. Lembram ainda que a ausência de direitos residuais não significa que não tenham lucro, mas que esses direitos não são alienáveis (FAMA e JENSEN, 1983, p.20).

A não distribuição desses resíduos não impede, contudo, a existência dos problemas de agência e, portanto, a necessidade de uma estrutura de governança que os minimize. Torna-se importante verificar se o arcabouço teórico que fundamenta o desenvolvimento dos modelos de governança corporativa é aplicável também a um conjunto mais amplo de organizações, a exemplo daquelas sem fins lucrativos e associações diversas, tais como clubes, organizações religiosas e públicas, entre outras.

Um conjunto em especial de organizações será tratado com mais profundidade neste trabalho: os fundos de pensão. Esses fundos se colocam, hoje, como dos principais atores nos movimentos de governança corporativa, mas normalmente no papel de investidores institucionais. Tiveram significativa participação no fortalecimento do ativismo dos proprietários frente aos gestores nos mercados americano e inglês. Também no Brasil, os fundos de pensão detêm parcela expressiva de controle na grande maioria das empresas de capital aberto e vêm buscando consolidar as práticas de governança corporativa dessas empresas e do mercado em geral.

Mas os fundos de pensão também têm seus próprios modelos de governança. A discussão sobre governança corporativa desses fundos⁴ tem sido objeto de debates nos Congressos da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) nos anos de 2001 e 2002. O argumento de um dos consultores da área mostra as características institucionais da discussão:

“Apesar de que as empresas são muito diferentes dos fundos de pensão, uma vez que as elas tem fins lucrativos e os fundos de pensão têm o objetivo social de complementação do sistema público previdenciário, é possível identificar-se algumas analogias entre esses dois tipos de entidades. E neste caso, porque não aplicar práticas de governança corporativa na gestão dos fundos de pensão, criando-se um sistema de ‘Governança de Fundos de Pensão?’” (VENTURA, 2001, p.1).

Essa afirmativa não abrange, contudo, a natureza das relações entre proprietários e gestores dos fundos de pensão, para o que as práticas mais utilizadas de governança corporativa poderiam representar uma solução adequada, mas uma generalização do modelo segundo uma lógica institucional de isomorfismo mimético: se as práticas estão sendo utilizadas pelas empresas, por que não utilizá-las em outras organizações?

2.6 A GOVERNANÇA DOS FUNDOS DE PENSÃO

2.6.1 O sistema de previdência complementar fechada no Brasil

O sistema previdenciário brasileiro é caracterizado por uma estrutura de três pilares. O primeiro deles representa a previdência oficial, compulsória, e inclui tanto servidores públicos quanto empregados privados, sendo esse sistema administrado pelos governos federal, estaduais e municipais. Nesse modelo não ocorre acumulação de recursos, uma vez que segue um mecanismo de repartição simples pelo qual as contribuições dos participantes ativos são destinadas ao pagamento das aposentadorias no período vigente (*pay-as-you-go*).

O segundo pilar é representado pela previdência complementar fechada, uma vez que só é disponível aos participantes de uma empresa, patrocinadora, e mais recentemente aos associados de um órgão de classe ou similar, denominado instituidor pela Lei Complementar

⁴ A expressão governança corporativa está certamente associada a corporações (ver nota de rodapé 1) e empresas de mercado. A sua utilização para denominar os modelos de governança de outras organizações, contudo, tem sido cada vez mais usual, ainda que incorreta.

109/01 (BRASIL, 2001a). Os planos dessa categoria devem ser capitalizados, usualmente a partir de contribuições mensais de participantes e patrocinadores. Os planos são administrados por uma organização sem fins lucrativos, constituída na forma de fundação ou sociedade civil, denominada Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPC) e usualmente conhecida como fundos de pensão.

O terceiro pilar é representado pela previdência complementar aberta, administrada por bancos e seguradoras, de caráter voluntário e com reservas constituídas pelas poupanças individuais. À semelhança do segundo pilar, os planos são capitalizados. Em algumas situações, podem ser constituídos planos coletivos por uma empresa para seus empregados, o que os torna similares aos administrados pelos fundos de pensão.

O estudo proposto neste trabalho envolve apenas o segundo pilar, dos fundos de pensão. Regulamentados inicialmente em 1977, pela Lei 6.435, os fundos tiveram um rápido crescimento na década seguinte. Por sua natureza, passaram-se vários anos nos quais a acumulação de recursos ocorreu de forma bastante intensa e apenas recentemente se tornou significativo o fluxo de descapitalização para pagamento de aposentadorias e pensões. Hoje essas entidades são em número de 358, com uma concentração de 245 na região sudeste. Administram recursos da ordem de R\$ 239 bilhões e pagam 416 mil aposentadorias e 116 mil pensões (SPC, 2003). A figura 3 apresenta a evolução dos ativos do sistema de fundos de pensão no Brasil em relação ao PIB, com base nos dados da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar:

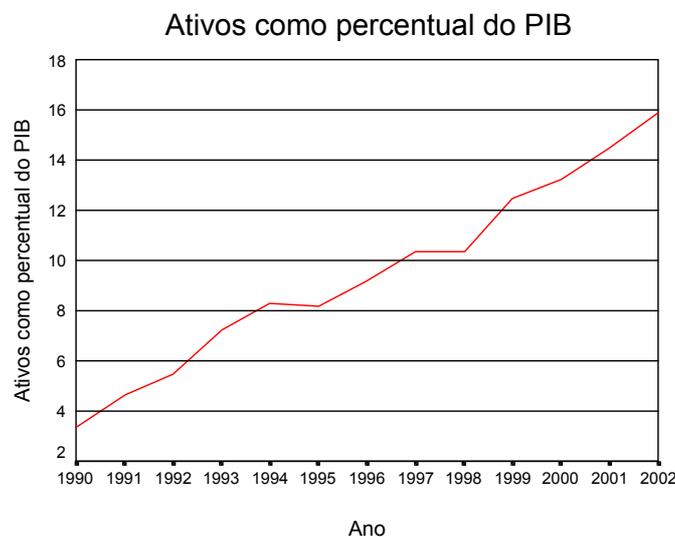


Figura 2: Evolução da relação dos ativos dos fundos de pensão sobre o PIB (Fonte: Abrapp, 2003)

Fundos de pensão são constituídos nas mais variadas formas, dependendo do país. Em comum, todos têm o objetivo de servir como mecanismo para assegurar benefícios de aposentadoria e pensão a seus participantes pela capitalização dos recursos poupados.

No Brasil, o setor de previdência complementar é disciplinado pela Lei Complementar 109, de 30 de maio de 2001, que substituiu a Lei 6.435. Para as entidades que administram planos de organizações estatais, há também a Lei Complementar 108 (BRASIL, 2001b), promulgada na mesma data, que visa a regulamentar principalmente o modelo de gestão dessas entidades.

Os fundos de pensão administram planos nas modalidades Contribuição Definida (CD) e Benefício Definido (BD). Planos CD são semelhantes a fundos de investimento financeiro ou caderneta de poupança, onde a poupança mensal é capitalizada e o valor acumulado transforma-se em uma renda vitalícia, sendo fácil aos participantes avaliar seus resultados. Nos planos BD, ao contrário, a meta é uma renda futura e o valor da mensalidade pode oscilar para atingir essa meta, exigindo para seu planejamento o desenvolvimento de cálculo atuariais mais complexos. Uma terceira modalidade é caracterizada pelos denominados planos híbridos, na realidade planos CD onde há mecanismos de seguro associados.

O artigo 13 da LC 109 dita que “A formalização da condição de patrocinador ou instituidor de um plano de benefício dar-se-á mediante convênio de adesão a ser celebrado entre o patrocinador ou instituidor e a entidade fechada, em relação a cada plano de benefícios por esta administrado e executado”. Caracteriza-se, dessa forma, a natureza independente do fundo de pensão.

A legislação trata também de separar a figura da entidade de previdência complementar fechada dos planos que gerencia. É permitido, por exemplo, uma entidade agregar diversos planos de uma mesma organização, todos com independência patrimonial; é permitida também a existência de patrocinadores diversos sob a mesma entidade, resguardada também a independência entre os planos (LC 109, art. 34).

A história de constituição das entidades mostra que estas foram constituídas, em seu início, principalmente por empresas estatais. O sistema, na forma como se apresenta hoje, iniciou seu desenvolvimento em 1977. Até então, os planos eram constituídos, em geral, como

fundos contábeis nas empresas. Essa legislação também separou as empresas patrocinadoras e a gestora dos fundos.

Na prática do setor, contudo, tem predominado a utilização de membros da patrocinadora na administração das EFPP. Também em diversas empresas privadas e fundos de pensão com menor volume de ativos, a entidade assume um caráter quase virtual, por ser administrada e utilizar a própria estrutura da patrocinadora, com seus gestores atuando apenas em tempo parcial. Outra característica é a forte terceirização da administração dos ativos e passivos, o que desonera ainda mais a necessidade de instalações e recursos permanentes da entidade. Dados de abril de 2003 mostram que apenas 24% dos ativos dos fundos de pensão eram administrados internamente (SPC, 2003).

As leis que regem o setor asseguram a participação de representantes de membros do plano, ativos ou assistidos, na composição dos conselhos deliberativo e fiscal das entidades. Essa participação varia entre um terço, nas entidades que administram planos patrocinados por empresas privadas (LC 109 art. 35 §1º), e metade dos membros dos conselhos naquelas com planos patrocinados por entes públicos. Nestas, ainda, a presidência do conselho fiscal é assegurada a um dos representantes dos participantes (LC 108, art. 11 e 15).

A decisão de uma empresa em patrocinar um plano de pensão a seus empregados visa principalmente agregar atrativos a sua política de recursos humanos e facilitar a adoção de medidas eventualmente necessárias à adequação de seus quadros, tais como demissões incentivadas e aposentadorias antecipadas para renovação dos quadros. Essa observação corrobora a análise que tanto patrocinadores quanto participantes são beneficiados pela existência do plano de aposentadoria.

Nos EUA têm havido uma forte redução na implantação de planos na modalidade benefício definido. Sherman, Beldona e Joshi (1998, p.168) apontam como razão para esse movimento a vinculação desses planos ao balanço e resultado das empresas patrocinadoras. Fundos de pensão com provisão insuficiente devem ser registrados como passivo pelas patrocinadoras. Em momentos de recessão econômica, o declínio no valor dos ativos do fundo pode levar a empresa à insolvência. Nesse contexto, os gestores dos fundos de pensão se vêem forçados a operar com objetivos de curto prazo. A alternativa tem sido a implantação de planos na modalidade contribuição definida, que reduzem a pressão pela obtenção de resultados no curto prazo.

Em pouco mais de 20 anos, o número total de planos mais que duplicou nos Estados Unidos, saindo de 311.094 planos em 1975 para 720.041 em 1997. Entretanto, o percentual dos planos BD se reduziu de 33% para cerca de 8% em número de planos, de 74% para 48% em número de participantes, e de 72% para 54% em volume de ativos.

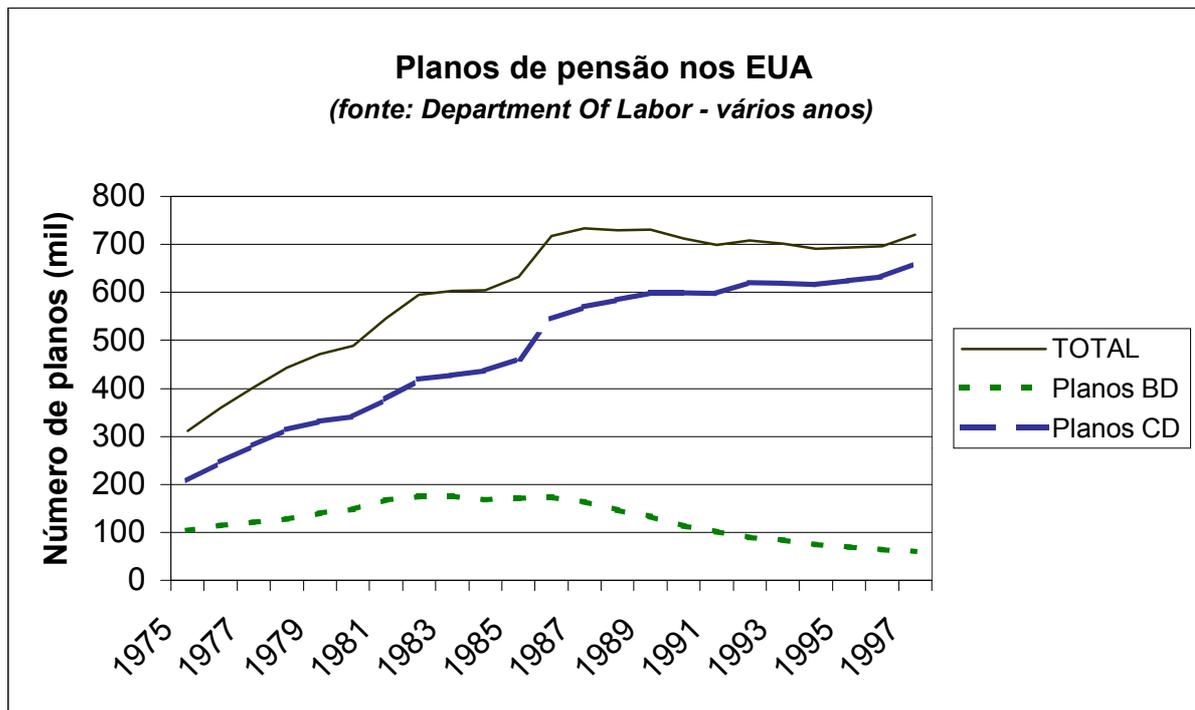


Figura 3: Evolução dos planos de pensão nos EUA por tipo de plano (fonte: www.dol.gov)

No Brasil, segundo dados da SPC (base dez/2001 – apresentação em seminário OECD), 42% dos planos são na modalidade CD, mesmo percentual dos planos BD, e 16% são planos mistos. Também aqui o movimento de migração já pode ser percebido. Em pesquisa junto a empresas farmacêuticas operando no país, Delboni (2003) identificou essa propensão:

“Em geral, planos oferecidos pelas empresas há mais de 10 anos coincidem com o tipo de plano de Benefício Definido, influenciado, provavelmente, pelas empresas estrangeiras, com inspiração no desenho dos planos de suas matrizes. Nas empresas para as quais a oferta do benefício é recente, já não se cogita mais a implantação de planos de Benefício Definido e sim de Contribuição Definida” (p.179).

2.6.2 As questões da governança dos fundos de pensão

De forma geral, tanto a LC 109, mas principalmente a LC 108, tratam de aspectos da governança, dado que:

O termo governança se refere à maneira pela qual uma instituição é governada e regulada, a seus métodos de gestão ou a seu sistema de regulamentos. No contexto dos fundos de pensão (públicos ou privados), isso assume a conotação mais específica e se refere à maneira pela qual a autoridade ou poder é exercido para cumprir suas obrigações e deveres frente a um grupo constituído de *stakeholders* (tradução nossa)” (IMPAVIDO, 2002, p.9).

As relações de agência em um fundo de pensão não são tão diretas como em uma empresa privada. Por definição, essas relações envolvem um beneficiário ou proprietário de um ativo, o principal, e aqueles que agem em seu benefício, o agente. Nessa linha, a OECD em suas diretrizes para governança em fundos de pensão, estabelece que:

“Planos de pensão privados funcionam na base de relações de agência entre participantes e beneficiários, de um lado, e pessoas ou entidades envolvidas em sua administração ou financiamento, tais como o patrocinador e o administrador do plano. A governança desses planos consiste de todos os relacionamentos entre as diferentes entidades e pessoas envolvidas no funcionamento do plano. A governança também provê a estrutura pela qual os objetivos de um plano são fixados e os meios de atingir esses objetivos e monitorar o desempenho. É o espelho da governança corporativa de uma sociedade anônima de capital fechado, que consiste em um conjunto de relacionamentos entre administradores, conselho, acionistas e outros stakeholders (tradução nossa)” (OECD, 2002, p.2).

Os fundos de pensão no Brasil têm natureza jurídica autônoma em relação à patrocinadora. São entidades de direito privado, sem fins lucrativos. Pela definição de Fama e Jensen (1983), organizações sem fins lucrativos não têm resíduos de caixa alienáveis (*residual claims*) que poderiam ser incorporados pelos sócios. Entretanto, planos na modalidade benefício definido permitem que patrocinadores e participantes sejam beneficiados por resultados positivos das operações, pela redução do valor das contribuições, enquanto planos de contribuição definida, por seguirem um processo de capitalização semelhante ao de uma caderneta de poupança, permitem um maior valor futuro dos benefícios (LC 109 art. 20). Ambas as modalidades apresentam, portanto, ao menos em parte, uma apropriação pelo principal dos resíduos de caixa dos planos.

Questionando a visão de fundos de pensão como unidades de negócio das empresas, Reichenstein (1994, p.106) lembra que, na prática, alguns planos de pensão são melhor vistos

como *joint ventures*, uma vez que organização e participantes compartilham os benefícios de um bom desempenho do plano.

Em termos de relações de agência, o patrocinador desempenha muitas vezes um papel ambíguo nesse sistema. Para a OECD (YERMO e MAROSSY, 2002), um fundo de pensão se caracteriza como uma relação entre participantes, entendidos como os beneficiários da relação e portanto definidos como principal, e os gestores e patrocinadores como agentes. Essa classificação entretanto pode obscurecer o papel dos patrocinadores, uma vez que estes também são beneficiários na relação no caso dos planos BD por capturarem parte dos ganhos residuais da atuação do fundo, e também por uma postura avessa a risco diferente do caso dos planos CD. Mesmo nos planos CD, nos quais têm risco mínimo e basicamente de ordem moral, o patrocinador também exerce uma função de monitoramento e controle do gestor, uma vez que o fundo de pensão legalmente é uma entidade externa, juridicamente independente desse patrocinador. Fica, portanto, melhor caracterizar uma relação múltipla de agência, onde tanto participantes quanto patrocinadores exercem o papel de principal.

No modelo CD o risco de patrocinadores está associado fundamentalmente ao impacto negativo na imagem da empresa em caso de desempenho insuficiente do plano, não havendo riscos de natureza financeira. Do ponto de vista dos resultados do plano para fins de acompanhamento, estes são claros, verificáveis e comparáveis com facilidade pelos participantes a outras opções de investimento. Qualquer desempenho negativo é rapidamente identificável e soluções de correção podem ser adotadas.

O contrário ocorre no plano BD, quando o risco do plano é compartilhado entre participantes e patrocinadores, mas sobrecarrega principalmente este último, que deve registrar em seus balanços as dívidas referentes a aportes não realizados ou déficit atuarial do plano. O desempenho segue regras atuariais complexas que tornam difícil aos participantes, e ao próprio mercado, terem uma clara noção do que ocorre no plano, exigindo dos patrocinadores esforços consideráveis de monitoramento e controle. A confiança na gestão torna-se crítica, sendo importante buscar permanentemente a legitimidade perante esse público para a sustentação “moral e política” das ações.

Essa diferença de risco entre BD e CD é analisada por Gushiken (2002), ao explicar a mudança de orientação na ação sindical junto aos fundos de pensão. Aponta que:

“Não nos esqueçamos que os fundos de pensão brasileiros nasceram sob iniciativa da ditadura militar, nos idos de 1977, assentados basicamente em empresas estatais, que ofereciam planos de tipo benefício definido com contribuições patronais bastante generosas, e que, como sabemos, produziam nos trabalhadores um sentimento de tranquilidade com relação às suas aposentadorias futuras, tornando-os agentes passivos perante os planos de que eram detentores. Nesse contexto, os sindicatos também assimilavam aquele comportamento passivo” (GUSHIKEN, 2002, p. 93).

Para esse autor, a ação sindical começou a se tornar mais efetiva no setor a partir do processo de privatização iniciado em 1995, com a troca de patrocinadores, redução das bases da contribuição, aumento da rotatividade da mão-de-obra e principalmente pela migração dos planos BD para CD. Essa mudança de contexto teria trazido dúvidas e inquietações aos trabalhadores, fazendo com que pressionassem os sindicatos a uma ação em defesa de seus direitos (GUSHIKEN, 2002, p.93).

Essa visão reforça a associação dos mecanismos de monitoramento e controle do agente pelo principal ao contexto dos ambientes interno e externo.

Diversos outros pontos tornam também significativa a diferença entre os modelos de governança corporativa e a governança de fundos de pensão, principalmente quanto às premissas e proposições da teoria da agência.

Pela classificação de Tosi e Gomez-Mejia (1989), fundos de pensão poderiam ser denominados como controlados pelos administradores (*management-controlled*) pois não têm um único proprietário que concentre mais de 5% de sua propriedade. Baseado nos modelos de Shleifer e Vishny (1997) e de Davis (1996), seu modelo de propriedade seria melhor classificado como *debt*, pois seus participantes (proprietários) têm direitos sobre os ativos de forma diferente de acionistas de uma empresa. O tipo de controle e propriedade, por si só, já indicam que os modelos de governança corporativa para os fundos devem ser significativamente diferentes para aqueles seguidos pelas empresas brasileiras.

Mecanismos de controle externo, a exemplo da tomada de controle (*take over*), não existem diretamente para fundos de pensão, mas indiretamente. Uma patrocinadora pode “saldar” seu passivo junto ao fundo ou transferir sua gestão a outra entidade aberta ou fechada. Entretanto, isso não representa unicamente um mecanismo de controle externo sendo exercido para punir uma gestão deficiente, mas também como forma de adequação do patrocinador a uma nova estratégia.

Ao contrário das empresas, o participante de fundos de pensão tem uma predisposição menor de risco e maiores dificuldades de exercer movimentos de saída do negócio. O participante, se não estiver satisfeito com o relacionamento com o fundo de pensão, pode abandonar a relação mas seus custos serão elevados, principalmente porque poderá perder em muitos casos a parcela do *funding* constituída pelo patrocinador. Seu apetite a risco também é menor pois tem, depositada no plano de previdência, uma parcela significativa de sua poupança de longo prazo e pouca possibilidade de diversificar significativamente esse risco, uma vez que também assim perderia a poupança constituída pelo patrocinador.

Ao contrário do que ocorre nas empresas, onde o proprietário busca assegurar para si a destinação a ser dada ao fluxo de caixa livre, em fundos de pensão esse poder discricionário é atribuído aos gestores. Estes são encarregados de direito de proceder à distribuição dos riscos, sujeitos aos dispositivos normativos do setor e à aprovação dos conselhos.

3. DESENVOLVIMENTO TEÓRICO

3.1 TEORIA DA AGÊNCIA⁵

No capítulo precedente foi analisada a dinâmica da governança corporativa e sua aplicação ao contexto dos fundos de pensão brasileiros. No presente capítulo será apresentado e discutido o referencial teórico que visa a suportar as investigações objeto da pesquisa.

3.1.1 Os problemas de agência

O crescimento e a especialização que caracterizaram o novo modelo das organizações, a partir principalmente do século XX, imprimiu a necessidade do proprietário-fundador abandonar as atribuições típicas da gestão e assumir um papel mais abrangente. O dia a dia das organizações foi delegado a um gestor profissional, responsável por cuidar das funções executivas, segundo as diretrizes expressas pelos proprietários.

Essa separação entre propriedade e gestão, ou mais precisamente entre o suporte do risco residual e as funções de controle, embora efetiva para assegurar o investimento da energia empreendedora do proprietário em novos negócios, permitiu também agregar capital de outros sócios para a expansão do negócio, mas introduziu problemas de relacionamento entre proprietários e gestores. O gestor ou agente, dotado de interesses individuais, pode não perseguir os objetivos dispostos pelos proprietários, o principal, ou não empregar todo o esforço necessário para a condução do negócio.

Ambos os atores são, portanto, percebidos como buscando maximizar sua própria função-utilidade. Enquanto que para o proprietário a riqueza é a variável sujeita à maximização, para os administradores a função-utilidade pode incluir remuneração, poder, segurança e

⁵ Utiliza-se aqui a tradução "problemas de agência e teoria da agência" como tradução literal de *agency problem* e *agency theory*, seguindo tradução dada por Araújo (1999), Rabelo e Silveira (1999) e Siffert Filho (1999), embora haja traduções que optem por manter o termo no original em inglês, a exemplo da tradução feita por Antonio Zoratto Sanvicente para Ross et al (1995)

reconhecimento profissional. A própria definição de agente, tradução literal da palavra inglesa *agency*, remete à presença de um ator com habilidade para produzir efeito no mundo social e agir por vontade própria, mas segundo uma realidade socialmente estruturada (SCOTT, 2001).

Frente ao pressuposto da maximização de funções-utilidade diversas, infere-se, nessa teoria, o pressuposto que o agente nem sempre vai agir no melhor interesse do principal. A este cabe limitar interesses divergentes aos seus estabelecendo incentivos apropriados para o agente, incorrendo em custos de monitoramento destinados a limitar extravagâncias ou atividades anômalas do agente.

De modo geral, o problema do principal-agente remete a questões de informações e esquemas de incentivos (ARAÚJO, 1999, p. 4). As razões para o surgimento dos problemas de agência podem ter origem não apenas nas diferenças de motivação e objetivos entre principal e agente, como também na assimetria de informação, preferência de risco das partes e horizonte de planejamento.

A assimetria de informação remete à posse, por parte do agente, de um conjunto maior de informações sobre os requisitos e resultados das atividades desenvolvidas no relacionamento. Essa superioridade do agente frente ao principal pode induzir à busca por benefícios adicionais por parte do primeiro.

Duas questões fundamentais nos problemas de agência são derivadas dessa assimetria, relacionadas a aspectos de ação oculta (*hidden action*) e informação oculta (*hidden information*), e referidos na literatura sobre teoria da agência respectivamente como risco moral (*moral hazard*) e seleção adversa (*adverse selection*). Os problemas de risco moral e seleção adversa são centrais às análises da teoria da agência. Arrow (1985, p. 38) aponta que seus nomes derivam das teorias sobre seguros e, em realidade, são aplicados apenas em situações especiais. Assim, a origem de risco moral está associada aos seguros contra incêndio, uma vez que a existência da cobertura poderia mitigar a propensão dos indivíduos a adotar medidas preventivas ou mesmo a provocar incêndios com vistas a obter ganhos financeiros. O mesmo ocorreria em seguros de saúde, que podem indiretamente estimular o uso mais intenso de cuidados médicos.

Os problemas de seleção adversa foram, também, inicialmente observados no mercado segurador. Em uma população, determinados indivíduos têm mais propensão a acidentes ou morte que outros e detêm maior conhecimento sobre seu risco particular que o segurador. Se o valor do prêmio for igual para todos os segurados, esses indivíduos de maior risco poderão adquirir apólices maiores e, com isso, desequilibrar a estrutura de distribuição de risco da empresa seguradora.

A propensão ao risco pode divergir entre as partes, uma vez que o agente, por não ter como diversificar os riscos associados a sua condição de empregado, pode se tornar avesso a riscos, enquanto que o principal, por poder diversificar seus investimentos, apresenta uma posição de neutralidade.

O horizonte de planejamento é outra área de distensão entre proprietários e gestores. Como regra geral, os proprietários têm uma relação de permanência com a organização, podendo suportar oscilações nos resultados e se planejar segundo horizontes de longo prazo. Os gestores, ao contrário, têm uma relação mais transitória com as organizações e como consequência uma perspectiva de curto prazo. Ainda, a avaliação de desempenho a que estão sujeitos ocorre em prazos menores, o que dificulta por vezes a maturidade de determinados projetos ou ações.

Parrino (2002) aponta ainda um ponto adicional de possíveis conflitos entre acionistas e gestores, ao que denomina problemas de uso dos ativos. Envolve o uso pelos gestores dos ativos da empresa, principalmente pelos benefícios indiretos (*fringe benefits*) e vantagens pessoais, tais como o uso de carro da companhia, cartão de crédito empresarial, grandes e luxuosos escritórios, aviões particulares, entre outros. Além de certos limites, essas vantagens podem significar um uso ineficiente dos ativos da companhia que irão imputar prejuízos aos acionistas.

3.1.2 Bases da teoria da agência e questões atuais

A teoria da agência é dirigida a esses e outros problemas que surgem com a separação entre propriedade e gestão, chamados problemas de agência, e à distribuição do risco entre esses grupos (*risk sharing*), uma vez que propensões diversas ao risco podem conduzir também à

diversidade dos objetivos. Esses problemas não se limitam àqueles da relação proprietário-gestor, mas se estendem a um conjunto maior de relações, permeando o cotidiano das atividades organizacionais. Sempre que um indivíduo depende da ação de outro, ocorre um relacionamento de agência. Aquele que recebe o benefício de uma ação é denominado principal e quem a realiza é denominado agente (PRATT e ZECKHAUSER, 1985, p.2). Jensen e Meckling (1976, p. 308) definem um relacionamento de agência como “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) comprometem outra pessoa (o agente) a desempenhar algum serviço em seu benefício que envolva delegar algumas decisões de autoridade ao agente (tradução nossa)”.

As bases da teoria da agência encontram-se na economia neoclássica (BANKS, 1995, p. 17), nas premissas de ganhos na especialização pela economia de escala ou capacidades distintas. Por limitações de seu referencial, contudo, essa perspectiva econômica não considera variações no interesse das partes envolvidas no âmbito da firma, necessários no tratamento dos mecanismos de governança. Embora essas questões possam ser tratadas por meio de contratos, a impossibilidade de definição de um contrato completo conduz à necessidade de estruturas de controle e incentivos para seu funcionamento.

Mann (1998, p. 13) identifica o trabalho de Jensen e Meckling, de 1976, como o que primeiro apresentou um tratamento unificado da teoria da agência. Entretanto, a teoria apresenta suas bases ligadas aos trabalhos de Berle e Means na década de 30 sobre a firma e, ainda antes, à *common law* inglesa do século XIV (SHANKMAN, 1999, p. 321). Na sua revisão mais recente, pode-se atribuir ainda a Stephen Ross a produção de trabalho seminal sobre o problema de agência, pela obra *The Economic Theory of Agency: The principal's Problem*, de 1973.

O conjunto das teorias sobre economia da organização delinearão o arcabouço da Nova Economia Institucional (NEI). Derivada dos trabalhos de Ronald Coase, essas teorias alternam a visão micro-econômica tradicional da organização como uma função de produção para um mecanismo de contratação (Nilakant e Rao, 1994, p. 649). A NEI considera a existências de mecanismos diversos do mercado não como falhas, mas como uma forma mais eficiente que os modelos de mercado em circunstâncias semelhantes.

Duas correntes dividem a NEI segundo a forma de lidar com os contratos e as imperfeições do mercado, ainda que ambas mantenham a perspectiva da eficiência. Assumida a imperfeição

dos contratos, essas correntes diferem quanto à melhor forma de manter as condições definidas, atribuindo prioridade à definição de mecanismos *ex-ante*, a corrente do alinhamento de incentivos, ou *ex-post*, a economia dos custos de transação.

Na corrente do alinhamento de incentivos são incluídas a teoria sobre direito de propriedade e a teoria da agência. A teoria do direito de propriedade argumenta que novas formas de direito de propriedade surgem como tentativas de superar deficiências de incentivos de formas mais simples (Nilakant e Rao, 1994, p. 650). A teoria da agência trata dos problemas resultantes da delegação da gestão da organização pelo proprietário a um profissional, para os quais são estruturados contratos que maximizem o retorno final do proprietário, após os custos de monitoramento, prestação de contas e perdas residuais.

Ambas as correntes do alinhamento de incentivos tratam o contrato em uma perspectiva *ex-ante*, procurando estabelecer as condições mais adequadas para seu cumprimento e os mecanismos de reforço e fiscalização.

A teoria dos custos de transação, ao contrário, considera que firmas e mercados são formas alternativas de governança, e que as transações são organizadas com vistas a minimizar os custos de manutenção dos contratos. Essa teoria tem na transação, e não no contrato, sua unidade de análise. Examina como bens e serviços são transferidos entre unidades diversas e a separação entre essas atividades, visando definir fronteiras que permitam à firma economizar em custos de transação. Como esse problema apenas pode ser solucionado após a avaliação de diferentes modelagens, é caracterizada como uma abordagem *ex-post*.

A abrangência da teoria da agência não se limita à relação entre proprietários e gestores, permeando todas as diversas relações nas organizações, principalmente ações cooperativas onde se apresenta um componente hierárquico: “o domínio da teoria da agência são os relacionamentos que espelham a estrutura básica de agência de um principal e um agente engajados em um comportamento cooperativo, mas que têm diferentes objetivos e atitudes frente ao risco. (tradução nossa)” (EISENHARDT, 1989, p. 59).

Arrow (1985, p. 38) destaca que a teoria apresenta tanto características descritivas quanto normativas. Descritiva por oferecer suporte à definição de contratos mais eficientes para as relações entre principal e agente; normativa por representar uma tentativa de explicar

fenômenos observados na realidade, principalmente relações de trocas não explicadas pelas teorias econômicas convencionais.

Essa ubiqüidade permitiu o aprofundamento de estudos em dois campos ou situações diversas, seja envolvendo diretamente a separação entre proprietários e gestores, seja analisando de forma mais ampla todas as relações de agência internas às organizações ou entre agentes externos. Eisenhardt (1989) classifica o desenvolvimento dos estudos em torno da teoria em duas linhas: positivista e principal-agente. Ambas as linhas compartilham o contrato como unidade de análise e os pressupostos sobre pessoas, organizações e informações. Suas diferenças residem no rigor matemático com que o problema de agência é tratado, na variável dependente adotada, e no estilo. A linha positivista, de cunho descritivo, busca investigar as conseqüências comportamentais do conflito entre proprietários e administradores, enquanto as pesquisas baseadas no principal-agente, de caráter prescritivo, examinam mecanismos de controle que induzem os administradores a buscarem a maximização dos lucros.

A corrente positivista foca a identificação de situações de potenciais conflitos entre principais e agentes e a construção de mecanismos de governança que visam a limitar os comportamentos egoísticos do agente. Tratam, quase que exclusivamente, da relação de agência entre proprietários e administradores de empresas de capital aberto. Como afirmam Jensen e Meckling (1976), focam-se nos aspectos positivos da teoria e investigam os incentivos encontrados pelas partes e as características necessárias à determinação de um equilíbrio contratual entre os gestores da empresa e os detentores externos de capital (*equity*) e crédito (*debt holders*).

Seus trabalhos exploram a estrutura de propriedade das organizações, e sua influência no alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, o papel dos conselhos de administração e os mecanismos que permitem práticas oportunistas dos agentes. Os mecanismos de governança considerados pela abordagem positivista são desenvolvidos em torno de duas proposições básicas (EISENHARDT, 1989, p. 59): que o uso de contratos baseados em resultados e de sistemas de informação são efetivos para reprimir o comportamento oportunista do agente.

Essas proposições derivam dos pressupostos segundo os quais relacionar a remuneração do agente aos resultados permite alinhar os interesses e reduzir divergências, uma vez que a recompensa para ambos depende dos resultados alcançados. O segundo pressuposto é que os

sistemas de informação permitem ao principal maior conhecimento e controle das ações dos agentes, reduzindo a assimetria informacional e, como consequência, limitando comportamentos não desejáveis sob seu ponto de vista.

A corrente principal-agente é mais abrangente e se preocupa com uma teoria geral do relacionamento entre principais e agentes, aplicável às diversas relações de agência, tais como entre vendedores e compradores, empregadores e empregados, médico e paciente, autor de um livro e seu leitor (PRATT e ZECKHAUSER, 1985).

Jensen e Meckling (1976), embora mais associados à corrente positivista, também apontam à possibilidade de generalização do problema de agência, uma vez que a necessidade de induzir um agente a se comportar de forma a maximizar a riqueza do principal é bastante comum, e existe em todas as organizações e esforços cooperativos, bem como em nos vários níveis administrativos das empresas.

Em comparação com a corrente positivista, a vertente principal-agente apresenta-se mais abstrata e sujeita a maior rigor na definição dos pressupostos, dedução lógica e, principalmente, rigor matemático em suas demonstrações. Eisenhardt (1989, p. 60) afirma que essas duas correntes são complementares, uma vez que a linha positivista busca identificar formas alternativas de contratos, enquanto que a principal-agente indica qual contrato é mais eficiente segundo variações nas dimensões relativas a incerteza nos resultados, aversão a risco dos atores, nível de informação, dentre outras variáveis.

A unidade de análise objeto da teoria é o contrato entre principal e agente e como torná-lo mais eficiente do ponto de vista do principal, podendo-se considerar não apenas o contrato explícito quanto o implícito. À luz de seus pressupostos – sobre pessoas, organizações e informação – e dos impedimentos para um contrato ótimo – risco moral (ausência de esforço do agente) e seleção adversa (*misrepresentation of ability by the agent*) – a teoria da agência procura definir a natureza de um contrato que irá reduzir os custos de agência, expressos no monitoramento e motivação, e assegurar o comprometimento do agente.

Para Lamb (s.d.), há ainda associado aos riscos de comportamento presentes em uma relação de agência o denominado risco de “carona” (*free rider*). Esse risco prejudica a relação das partes principalmente pelo desestímulo que impõe a um grupo a incidir em custos de monitoramento que serão aproveitados, sem custos, pelos demais. Um exemplo pode ser

dado pelo acionista minoritário que desiste de controlar os dirigentes da empresa porque teria que arcar com os custos inerentes a esse controle, enquanto que os benefícios dessa ação seriam usufruídos por todos os demais minoritários.

Utilizando modos de controle centrados em contratos baseados no comportamento (por exemplo, salários) ou em resultados (pagamentos de comissões ou bônus), a teoria da agência busca equacionar o desenho de um contrato que concilia a maximização da utilidade para o agente com a maximização da riqueza para o principal. Como explica Eisenhardt (1985), quando o comportamento do agente pode ser observado, a contratação feita pelo comportamento é mais adequada, pois esse pode ser considerado um produto negociável, caracterizando um caso de informação completa. Na teoria da agência, é chamada de primeira melhor solução (*first-best solution*).

Quando apenas o agente conhece seu comportamento ocorre uma relação de informação incompleta, pois o principal não pode determinar se o agente está agindo apropriadamente. Nessa situação, ou o principal “compra” informação sobre o comportamento do agente, pelo uso de mecanismos de monitoramento e supervisão, ou pode recompensar o agente pelo resultado. Neste caso, o agente é penalizado por incorrer em riscos no processo, fora de seu controle, que podem alterar os resultados. É a segunda melhor solução (*second-best solution*).

Jensen e Meckling (1976) classificam os mecanismos desenhados para minimizar os problemas de um relacionamento de agência em três modalidades: (a) custos de acompanhamento (*monitoring costs*), que são aqueles incorridos pelo principal para monitorar o trabalho do agente, a exemplo das auditorias; (b) custos de obrigação (*bonding costs*), que são incorridos pelo agente e gerados na empresa, com vistas a permitir ao principal verificar se o agente age de acordo com seus interesses, tais como relatórios e pareceres especializados (Hill e Jones, 1992); (c) custos com perdas residuais (*residual loss*), resultantes de escolhas não ótimas inerentes à divergência de interesses.

Fama e Jensen (1983) argumentam que os problemas de agência podem ser controlados por meio de sistemas de decisão que separam a gestão do controle nos diversos níveis da organização. As formas utilizadas para essa separação podem incluir sistemas hierárquicos de decisão, onde níveis superiores funcionam para ratificação e monitoramento; conselhos de administração, que além de ratificar e monitorar as decisões mais significativas para a organização, são responsáveis pela contratação, demissão e estabelecimento dos níveis de

remuneração e compensação dos executivos; e estruturas de incentivo que encorajam o monitoramento mútuo entre os agentes. A implementação desses mecanismos, contudo, reduz o ganho disponível ao principal.

Segatto (2001) detalha os custos de agência em quatro grupos: (a) despesas de monitoramento, exemplificada pela contratação de sistemas de controle e auditoria; (b) despesas com cobertura de seguro, que garantem um ressarcimento aos proprietários por prejuízos gerados por atos desonestos dos administradores; (c) custos de oportunidade, dado pelas perdas do não aproveitamento de oportunidades por lentidão no processo decisório, e (d) despesas de estruturação, relacionadas à necessidade de criar e manter estrutura de compensação à administração para que esta atue para maximizar a riqueza dos acionistas, associada a planos de incentivos e compensação aos administradores (*stock option*, remuneração variável, etc.).

Agrawal e Knoeber (1996) apontam à existência de sete mecanismos para controle dos problemas de agência, que são utilizados simultaneamente pelas empresas. São eles uso de políticas de endividamento, mercado de trabalho para administradores, mercado para controle corporativo, monitoramento pelo acionista principal ou conselho, participação acionária dos gestores, e blocos de controle concentrado em grupos de acionistas ou instituição.

Lamb (s.d.) categoriza esses mecanismos de controle como internos e externos:

Sistemas de controle externo

- A concorrência no mercado de bens e serviços – O excessivo oportunismo dos agentes pode vir a aumentar os custos de produção e reduzir a competitividade da organização. O risco decorrente da redução de eficiência frente aos concorrentes atua como limitador do oportunismo gerencial e é tão mais importante quanto maior a concorrência no setor.
- Mercado de trabalho dos dirigentes – Eventuais resultados negativos da empresa prejudicam a reputação dos administradores frente a seus pares e o mercado de trabalho como um todo. Esse mecanismo é mais expressivo quando há uma clareza da tarefa desempenhada.
- Mercado financeiro – Tanto o mercado financeiro quanto o mercado de capital exercem pressão sobre os gestores, principalmente em empresas abertas. A avaliação do mercado,

expressa pela cotação das ações em bolsa, pode levar a movimentos de venda dos papéis da empresa ou operações como aquisições hostis. A característica do mercado brasileiro, onde há grande concentração da propriedade, torna mais difícil a ocorrência dessa pressão.

Sistemas de controle interno

- Direito de voto dos acionistas – Acionistas com participações significativas no controle, ou participantes do grupo de controle, podem inibir a atuação dos executivos pelo exercício do voto nas assembleias.
- Alinhamento de interesses dos dirigentes – A participação significativa dos dirigentes na propriedade da empresa age no sentido de aumentar seu interesse em maximizar os resultados.
- Vigilância mútua entre os assalariados – Esse mecanismo atua de modo semelhante ao controle do mercado de trabalho dos dirigentes. Não apenas os executivos, mas também os demais empregados, estão sujeitos à avaliação do mercado de trabalho, que em geral associa seu desempenho aos resultados obtidos pela empresa e sua reputação. Como consequência, institui-se um controle mútuo envolvendo todos os trabalhadores, no sentido de evitarem comportamentos oportunistas.
- Conselho de Administração – O Conselho de Administração (CA) é considerado o órgão principal de controle, papel que no Brasil compartilha com o conselho fiscal. A medida da capacidade de controle do CA é dada pela sua independência com relação aos dirigentes da empresa. No sentido contrário, sua atuação é inibida em empresas onde há acionistas majoritários exercendo controle direto, como nas empresas familiares, ou indireto, por meio de uma coalizão de acionistas.

Os problemas de agência podem reduzir a riqueza obtida pelo principal no relacionamento. Shankman (1999, p. 321) nota que o principal foco da teoria da agência é a seleção de mecanismos de governança apropriados para assegurar o alinhamento de interesses, de modo que o agente cumpra os objetivos do principal e os custos de agência sejam minimizados. Lamb (s.d., p. 11) aponta que “os custos de agência são os efeitos financeiros reais que afetam negativamente o valor de um ativo e derivam de avaliações feitas a partir da consideração da possibilidade de conflitos de interesse nas partes que constituem a empresa”.

O desenho desses mecanismos no âmbito da teoria da agência parte de duas suposições, implícitas nas formulações, embora as situações de agência nem sempre as corroborem. Em primeiro lugar, o principal está em uma posição que lhe permite conceber os mecanismos de monitoramento e incentivos; e que todos os benefícios na melhoria do desempenho são aproveitados pelo principal (PRATT e ZECKHAUSER, 1985).

Uma premissa subjacente é que o principal representa o último elo na cadeia de distribuição dos ganhos de uma atividade. O agente, assim como os demais *stakeholders* – empregados, fisco, fornecedores e clientes – retiram sua parcela, ficando o excedente com o principal. Essa premissa é importante, inclusive, para justificar determinadas práticas de governança corporativa. Shankman (1999, p. 322) observa, como decorrente dessa premissa, que em mercados eficientes isso deverá conduzir aos mais esperados resultados sociais.

Nem sempre contudo as situações de agência atendem às suposições dos mecanismos de monitoramento e incentivo. Pratt e Zeckhauser (1985, p. 17) exemplificam situações em que o agente, e não o principal, tem o poder para delinear as condições do relacionamento, como no caso de advogados que definem os termos do relacionamento, em negociações conjuntas ou processos de barganha coletiva, como ocorre nos acordos trabalhistas. Em outras situações, ainda, uma terceira parte, a exemplo do governo, pode definir os termos gerais do relacionamento.

Um ponto fundamental na teoria da agência é o tratamento quanto à predisposição a risco dos atores e sua influência na escolha das estratégias organizacionais. Lane, Cannella e Lubatkin (1998) lembram que, pela teoria da agência, o principal seria mais sensível ao risco sistemático, do mercado, que o da própria empresa (assistemático), uma vez que pode diversificar sua carteira de investimentos. O agente, contudo, estaria mais sujeito a esse risco assistemático, já que seu emprego e reputação – seu ativo especializado – estão associados à empresa, pelo que tenderia a minimizar esse risco pela diversificação ou entrada em novos negócios não semelhantes. Dessa forma, afirmam que a teoria da agência prevê que estratégias corporativas irão refletir as preferências de risco dos gestores e não dos acionistas, a menos que as ações dos gestores sejam de alguma forma restringidas. (p.557). Essa conclusão segue a linha do trabalho seminal de Amihud e Lev (1981) sobre estratégias de diversificação como redução de risco para os gestores.

3.1.3 Limitações da teoria da agência

“Teorias simplificam. Elas permitem reduzir a zero um aspecto de um fenômeno e verificar até onde se pode ir” (PERROW, 1986, p.219).

Uma teoria é uma declaração de relações entre conceitos dentro de um conjunto limitado de premissas e restrições. Pode ser definida como uma declaração de relacionamento entre unidades observadas (variáveis operacionalizadas empiricamente por medidas) ou aproximadas (construtos) no mundo empírico. Seu principal objetivo é responder a questões de *como*, *quando* e *porque*, diferentemente do objetivo de descrição, que é responder ao *o que* (BACHARACH, 1989). O conceito de delimitações baseado em premissas (*assumptions*) é crítico porque define as limitações em aplicar a teoria, as quais incluem os valores implícitos dos teóricos – reflexo de suas orientações ideológicas e experiências de vida – e freqüentemente restrições explícitas quanto a tempo e espaço.

Bacharach (1989) propõe o esquema a seguir, relativo aos componentes de uma teoria, para exemplificar a relação entre as premissas de uma teoria e sua generalizabilidade:

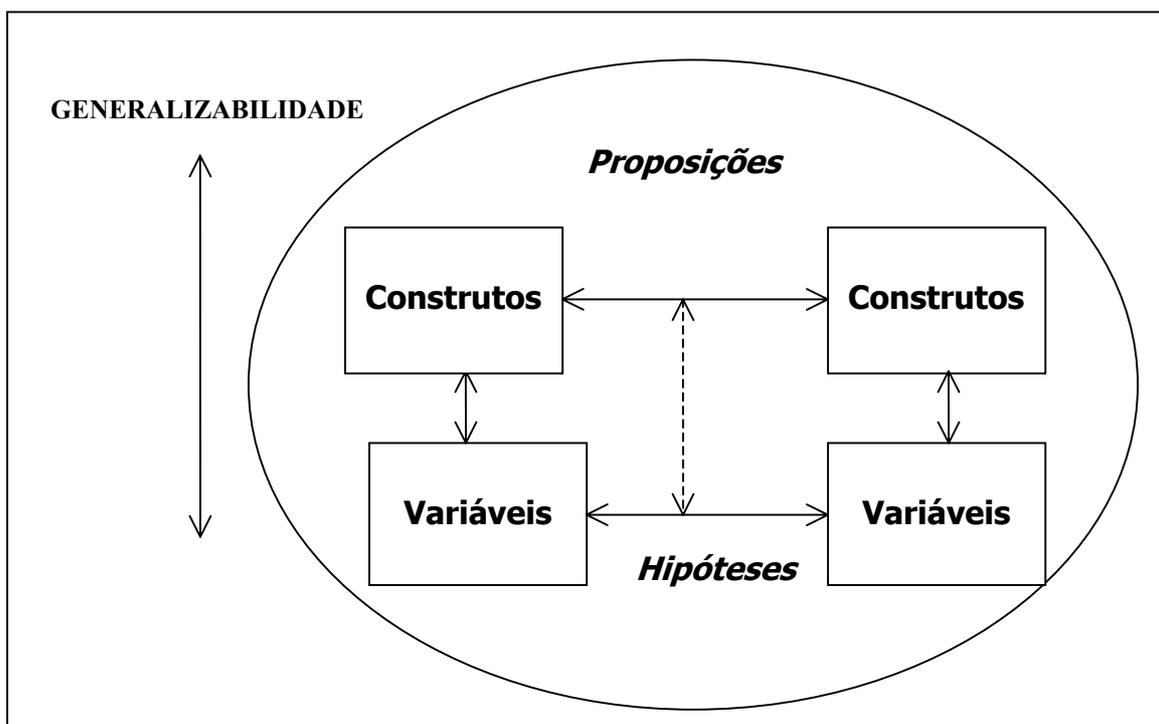


Figura 4: Componentes de uma teoria (Fonte: Bacharach, 1989, p.499)

Sistemas teóricos têm a forma de proposições e hipóteses, derivadas de proposições, que são declarações de relacionamentos. O esquema apresenta proposições estabelecendo as relações entre os construtos, e em um nível mais concreto, hipóteses especificando as relações entre as variáveis. Um construto pode ser visto como uma larga configuração mental de um dado fenômeno, enquanto que uma variável pode ser vista como uma configuração operacional derivada de um construto.

A avaliação de uma teoria pode ser feita por critérios de falseabilidade ou de utilidade. Uma teoria é útil se pode tanto explicar quanto prever, e as capacidades explicativas de teorias podem ser comparadas com base na especificidade de suas premissas a respeito dos objetos de análise, sobre relações de causalidade entre antecedentes e consequentes, e no escopo e parcimônia de suas proposições.

Segundo Bacharach (1989), a adequação preditiva de um sistema teórico precisa ser julgada em termos de sua habilidade em fazer previsões segundo um escopo espacial e temporal. Esse escopo representa as condições que estabelecem a validade da teoria, seja quanto às unidades de análise para a delimitação espacial, seja no contexto histórico e suas contingências temporais, segundo a delimitação temporal.

Verificar, portanto, a delimitação espacial de uma teoria significa identificar as condições que restringem seu uso de uma teoria a unidades de análise específicas, isto é, a amplitude do fenômeno abrangida pela teoria. Aplicada ao contexto da teoria da agência, representa avaliá-la por exemplo na ocorrência de situações como problemas de agência em diversos níveis ou com múltiplos principais, ausência ou reduzida divergência de interesses, propensão a risco semelhante entre agente e principal, e baixa assimetria informacional.

Toda teoria é formada por premissas e proposições, que definem seu lado positivo e apresentam suas recomendações de ação. Questionar suas premissas ou refutar suas proposições, segundo contexto específico, não significa rejeitar uma teoria, mas contribuir para sua melhor delimitação e explicabilidade, embora distanciando-a de uma *grand theory*.

Nesse sentido, avaliar as premissas e proposições da teoria da agência mostra-se fundamental para compreender as limitações dos modelos de governança corporativa, uma vez que tem sido a perspectiva teórica dominante aplicada à compreensão e desenvolvimento desses

modelos. Como recomenda Whetten (1989, p.493), “... aplicar um velho modelo a um novo contexto e mostrar que funciona como esperado não é instrutivo por si só. Essa conclusão apenas tem méritos teóricos se alguma coisa sobre o novo contexto sugira que a teoria não poderia ser aplicada nessas condições.”

Daily, Dalton e Cannella (2003, p.372) apontam como razões para a adesão a essa abordagem teórica, no caso dos modelos de governança corporativa, sua simplicidade, ao permitir reduzir as dimensões do problema a dois atores singulares, acionistas e gestores, cujos interesses são assumidos de forma clara e consistente; e a noção que os indivíduos têm interesses próprios os quais geralmente não querem sacrificar pelos interesses de outros. Para Perrow (1986), embora crítico da teoria que acusa de minimalista, sua importância reside em abordar questões fundamentais sobre as organizações não explicitamente tratadas por outras teorias, pelo que merece uma análise crítica e atenta, além do que “agora que ela entrou no campo da análise organizacional, ela estará conosco por um longo tempo” (p.224).

Uma investigação bibliográfica permite identificar um representativo conjunto de críticas sobre essa teoria, críticas essas que alcançam não apenas suas proposições mas, principalmente, os valores implícitos de suas premissas. Eisenhardt (1989, p. 57) aponta que seus críticos a consideram trivial, desumanizadora, e mesmo perigosa.

Arrow (1985) aponta como elementos limitadores à teoria da agência os custos de comunicação, variedade e vagueza no monitoramento, e a mediação social das recompensas. Essa mediação pode ser relacionada à importância dos fatores institucionais na mediação dessa teoria.

Ciancanelli e Gonzalez (2000), analisando a governança corporativa no sistema bancário, criticam as aplicações da teoria da agência a esse ambiente por assumirem que bancos operam no mesmo tipo de mercado competitivo e segundo as mesmas forças que afetam outras empresas, o que contraria a literatura no setor. Por operarem em um mercado fortemente regulado, bancos têm características diversas de outras empresas, de forma que o uso da teoria da agência implica a utilização de suposições que obscurecem as singularidades dos dilemas de governança que enfrentam.

Apontam pelo menos três características desse ambiente que não correspondem às assunções da teoria (CIANCANELLI e GONZALEZ, 2000, p.6): (a) bancos comerciais operam em um

mercado regulado ou administrado, e não em mercados normais ou competitivos; (b) a assimetria informacional não se limita ao relacionamento principal-agente entre proprietários e gestores, mas entre depositantes, tomadores de empréstimos, banqueiros, gerentes e reguladores, e (c) a estrutura de capital é fortemente alavancada, refletindo a própria função de intermediação dos bancos, e não segue as limitações de otimização seguidas pelas empresas em outros segmentos.

O ponto principal de suas críticas refere-se à forte regulamentação no setor. Conforme argumentam, essa altera os parâmetros do relacionamento de agência ao introduzir uma terceira parte, o regulador, o que cria novas assimetrias informacionais e problemas de agência relacionados.

Wright, Mukherji e Kroll (2001), em artigo no qual examinam as premissas da teoria da agência, afirmam que há duas abordagens ou escolas fundamentais, e contrastantes, para analisar e compreender o comportamento nas organizações, remetendo à proposta de March (1994), que as denominou escola dos teóricos formais, e escola comportamental do processo decisório. A primeira delas representa o paradigma econômico, focado nas escolhas racionais para maximização da utilidade. A segunda representa o paradigma gerencial que, afirmam, não apenas desafia as premissas restritivas da teoria da agência como também incorpora uma abordagem mais abrangente e holística da relação principal-agente. Com esse referencial, avaliam as premissas da teoria da agência sobre divergência de objetivos e preferências a risco.

Analisando a eficácia dos mecanismos de controle político da burocracia, questionam a suposição que os indivíduos buscam racionalmente maximizar retornos materiais para si próprios, sendo essa sua força motriz para a ação. Baseando-se em pesquisas empíricas sustentadas pelo *Advocacy Coalition Framework*, que sugerem como antítese da teoria da agência, e em linha com o pensamento da teoria organizacional e sociologia, propõem que indivíduos são motivados por uma variedade de fatores e interesses. Apontam também que, em um contexto político, a existência de múltiplos principais e agentes provoca o questionamento do pressuposto da díade principal-agente, pelo que propõe a substituição do interesse de se focar no controle para a influência.

Ao relaxar as premissas de conflitos de interesses entre as partes, questionam as bases valorativas da teoria, principalmente quanto à motivação do agente, afirmando que buscam

não apenas resultados pecuniários da relação, mas também recompensas não financeiras ou, como no caso de gestores que buscam o alcance de elevados padrões de desempenho, atender a suas expectativas particulares de realização. Segundo eles, a teoria da agência não considera em suas premissas a possibilidade que indivíduos diversos, em situações diversas, possam se comportar diferentemente (WRIGHT, MUKHERJI e KROLL, 2001, p.414).

A teoria se apóia na premissa da preferência de risco, assumindo uma neutralidade do principal, que pode diversificar seus investimentos, mas uma aversão pelo agente, que não podem reduzir seus riscos associados ao emprego. Wright, Mukherji e Kroll (2001) questionam essa abordagem quanto a risco do agente, argumentando que em diversas situações isso pode não se confirmar, o que poderia ocorrer no caso de agentes mais jovens, em situações de insatisfação, ou quando influenciada por sucessos anteriores em condições de risco semelhantes. Nessas situações, “agentes que não são avessos a risco podem ser atraídos por participar de relacionamentos de agência em estruturas mais dinâmicas” (p. 421).

Na mesma linha, Arthurs e Busenitz (2003) apontam que a teoria é “silenciosa” quando há congruência de objetivos entre agente e principal, pelo que é necessário uma racionalização teórica prévia para explicar a existência dessa divergência antes de se aplicar a teoria aos comportamentos. Recorrem aos elementos normativos – de natureza prescritiva – e positivistas – de natureza explanatória – da teoria para destacar que, juntos, esses dois elementos provêm clareza quanto aos problemas de fronteira para um dado conjunto de questões de pesquisa, mas ponderam que muitos dos pressupostos normativos da teoria da agência têm sido considerados como dados e então aplicados em um determinado conjunto de problemas. Se esses pressupostos podem não se aplicar à situação em estudo, não significa que são falsos, mas que deve ser explicitado quando se aplicam e realizar as observações nessa situação. Embora isso limite a generalizabilidade da teoria, aumenta sua precisão.

Examinando as dimensões e determinantes da diversidade dos modelos de governança corporativa entre os países, Aguilera e Jackson (2003) argumentam que a não verificação de certos pressupostos conduz a falhas nas tentativas de encontrar na teoria da agência explicações para diferenças entre esses modelos. Exemplificam que (a) seus pressupostos teóricos desconsideram as diversas identidades e expectativas dos acionistas, inclusive associadas às diferenças entre países, e (b) focam apenas os contratos bilaterais principal-agente, em um reducionismo diádico, excluindo inclusive a influência dos empregados e redes

inter-firmas, e (c) a teoria da agência é limitada nas considerações quanto às influências do ambiente institucional para a governança corporativa.

Assumir os pressupostos de divergência de interesses pode conduzir à elaboração de contratos mais complexos e à exigência de mecanismos mais intensos de monitoramento, o que irá implicar em maiores custos de agência, entre outros efeitos negativos. Arthurs e Busenitz (2003) apontam à possibilidade de ocorrência de erro Tipo I uma vez que, na inexistência de objetivos diferentes entre principal e agente, levantar a percepção do agente não confirmaria os pressupostos normativos da teoria da agência e não serviria para explicar seu comportamento, resultando em uma especificação equivocados dos resultados, a exemplo das divergências registradas entre os estudos de Amihud e Lev (1981) e Lane, Cannella e Lubatkin (1998) a respeito dos processos de diversificação.

Amihud e Lev (1981) contribuíram para a consolidação da visão da neutralidade do investidor ao risco assistemático, inerente ao negócio, uma vez que tem condições de diversificar seu risco. Entretanto, apoiados na argumentação de Bettis (1983), para quem as ações voltadas a reduzir o risco assistemático são fundamentais para o desenvolvimento de estratégias corporativas, Lane, Cannella e Lubatkin (1998) defendem que tanto administradores quanto acionistas estão preocupados com esse tipo de risco. Razões para essa orientação, contrária à visão anterior de neutralidade dos acionistas frente ao risco, seriam: (a) a orientação a um único *stakeholder*, o acionista, prejudica as ações cooperativas entre esses atores; (b) encoraja o comprometimento e o relacionamento de longo prazo dos empregados, fornecedores e clientes; e (c) investidores com participações no controle da empresa podem ter apostas tão significativas quanto os gestores, por não poderem migrar com facilidade seus investimentos.

Outro foco de crítica, segundo Buck, Filatotchev e Wright (1998, p.84-5), é quanto à efetividade da teoria da agência em economias em transição, principalmente de um modelo baseado no planejamento estatal, como no caso da Rússia onde realizaram seus estudos. Nesses contextos, a conversão das empresas desenvolvidas na ótica de um planejamento central para um modelo baseado em saída (*exit-based governance*) segundo a perspectiva da teoria da agência é de difícil sustentação em vista das estruturas de governança existentes.

Além das críticas quanto às premissas de divergência de interesses e propensão a riscos, Arthurs e Busenitz (2003) introduzem uma restrição temporal à teoria ao proporem restringem a validade das premissas, prescrições normativas e explicações da teoria da agência a

determinado momento das organizações, no caso àquelas objeto de *venture capital*. Analisando a evolução da relação entre os fornecedores de capital, ou *venture capitalists* (VC) e os empreendedores, observam que o problema de agência não é uniforme ao longo do contrato e que, portanto, a teoria da agência tem uma utilidade variável em explicar o comportamento do principal e do agente.

Assim, no momento que antecede a contratação e o investimento, a percepção dos objetivos e objetivos reais das partes são diferentes, resultando em um problema de agência visível, momento em que as prescrições normativas da teoria da agência são capazes de explicar o comportamento dos atores envolvidos na relação. Com o tempo, o relacionamento tende a se tornar mais claro e a haver um alinhamento de objetivos, mitigando os problemas de agência e reduzindo, ou eliminando, a necessidade dos mecanismos de incentivo prescritos pela teoria.

Shen (2003) reforça essas críticas ao recomendar que a intensidade e a escolhas dos mecanismos de monitoramento e controle utilizados pelo principal para conformar o comportamento do agente devem variar ao longo do tempo de exercício do cargo. Ao assumir uma função diretiva, o agente leva algum tempo para se ambientar e exercer plenamente seu papel de liderança, momento que demandaria principalmente apoio e colaboração pelo principal para seu desenvolvimento.

Para Nilakant e Rao (1994), a teoria da agência é normalmente considerada como uma teoria do comportamento humano, mas que deve ser vista também como uma teoria sobre o desempenho para resultados do agente (*performance outcome*). Como consequência, há pouca discussão sobre a utilidade e generalização da teoria. Destacam duas exigências que atuam como limitações da teoria: unidade na definição dos objetivos organizacionais, e clareza quanto aos esforços necessários a seu alcance.

Em situações nas quais o agente deve escolher objetivos e esforços correspondentes, podem julgar necessário se engajarem em atividades que dêem legitimidade a seus esforços. Cruzando essas situações com a incerteza quanto à relação meios-fins, dada pelo conhecimento dos esforços necessários ao alcance dos objetivos e a clareza na definição de objetivos, constroem relação disposta na figura 5.

Nos quadrantes I e II, as soluções contratuais poderiam proporcionar soluções adequadas aos problemas de agência.

Para os autores, nos quadrantes III e IV, a incerteza nos resultados não pode ser mitigada por desenhos de contratos, uma vez que a incerteza encontra-se além da relação de agência. O quadrante III representa situações nas quais, embora seja clara a relação entre meios e fins, há conflitos quanto aos resultados esperados do processo. Nestes casos, a gestão dos conflitos e busca de consenso é mais importante que o monitoramento e recompensas individuais.

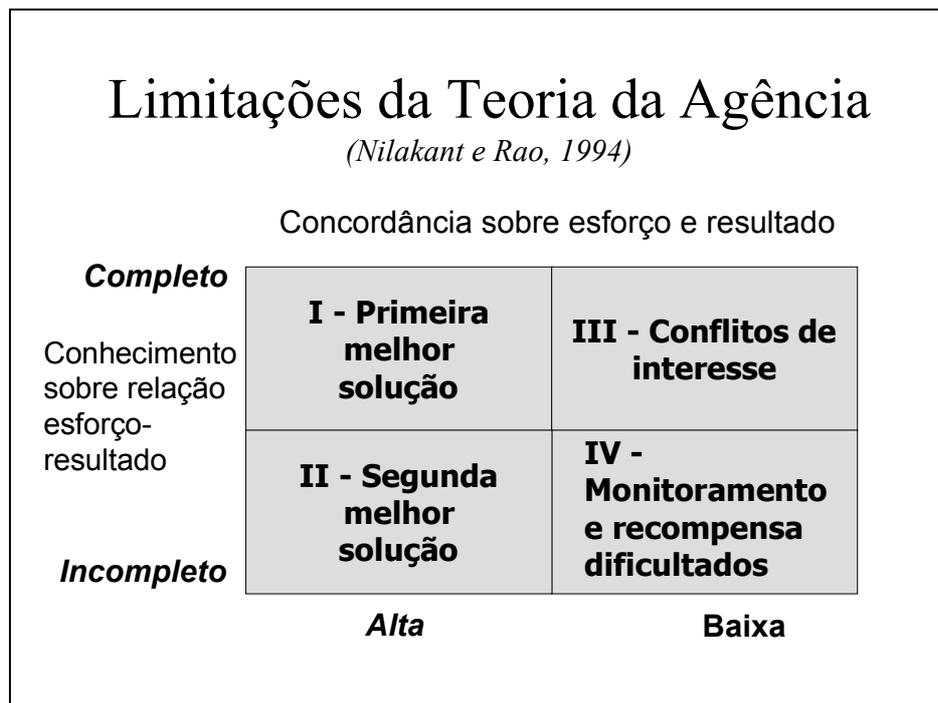


Figura 5: Limitações da teoria da agência (Fonte: Nilakant e Rao, 1994)

No quadrante IV, além das divergências quanto aos objetivos, existe incerteza quanto à dificuldade de se atingir determinados fins, quando afirmam que o monitoramento e atribuição de recompensas é inaplicável e contra-produtivo. Nessas situações, o agente pode ser levado a definir seus objetivos e ações, e precisará se engajar na busca por legitimar suas escolhas.

Esse modelo representa uma derivação de proposta anterior de Thompson (1967) acerca do processo decisório nas organizações, para quem as decisões sempre envolvem duas dimensões principais relacionadas às crenças sobre relações de causa e efeito, e as preferências quanto aos possíveis resultados, que combinadas geram uma matriz com quatro tipos de problemas de decisão.

Nilakant e Rao (1994, p. 656) apontam ainda que relações de agência onde há mais de um principal ou agente podem produzir incerteza quanto aos resultados esperados. Essa situação geralmente ocorre nos negócios internacionais, onde *joint ventures* e alianças estratégicas são freqüentes. Child e Rodrigues (2002) estendem essa análise do duplo e múltiplo agenciamento às novas formas organizacionais, onde ocorrem características como descentralização, relações horizontais baseadas em equipes, unidades auto-organizadas, e ênfase em flexibilidade para se adequar rapidamente às mudanças do ambiente competitivo. Identificam a necessidade de adequação das teorias e práticas de governança corporativa a esse contexto.

É contudo nos valores que suportam suas premissas que a teoria da agência é mais criticada. O modelo de homem considerado na teoria, sua motivação vista como eminentemente direcionada a seus ganhos pessoais sobre os coletivos, a visão egoística e a necessidade de controles externos para condicionar o comportamento são criticadas por diversos autores (DAVIS, SCHOORMAN, DONALDSON (1997a), SHANKMAN (1999), DONALDSON e PRESTON (1995)).

Tanto Shankman (1999) quanto Hill e Jones (1992) e Buck, Filatotchev e Wright (1998) propõem a hipótese que a teoria da agência pode ser percebida como uma particularidade de uma teoria mais abrangente, na qual os diversos interesses sobre a organização são percebidos e incorporados, na linha da teoria dos *stakeholders*. Perrow (1986, p.232) avança nessa linha ao considerar a validade das premissas da teoria como uma particularidade na vida organizacional, ao afirmar que:

“A principal premissa da teoria da agência é que os indivíduos maximizam sua utilidade individual, definida como recompensa (geralmente monetária) menos esforço. Eu agora gostaria de tratar essa premissa como uma variável: Sob quais condições os indivíduos nas organizações irão maximizar sua própria utilidade indiferentes às conseqüências para outros, e quando irão renunciar a um aumento na utilidade ou mesmo sofrer uma perda devido a conseqüências para os outros? Essa parece ser uma questão muito importante e difícil, e apenas um esboço de resposta pode ser dado aqui (tradução nossa)”.

As limitações e pressupostos da teoria da agência são discutidos por Hill e Jones (1992), que sugerem que a firma pode ser percebida como umnexo de contratos entre os detentores de recursos (p.134), devendo contudo serem consideradas tanto as relações contratuais explícitas quanto aquelas implícitas entre os *stakeholders*. Consideram que os gestores são o único

grupo de *stakeholders* com relações contratuais com todos os demais e, dessa forma, seu papel deve ser percebido como agente dos demais.

Os modelos econômicos de organização são questionados por Nilakant e Rao (1994) por desprezar altruísmo e poder e exagerar a importância do auto-interesse e eficiência na evolução das organizações, além de refletir uma caracterização moral negativa e viés metodológico individualista das teorias econômicas. Criticam também a teoria, mesmo nos contextos onde é aplicável, porque presumem que o desempenho das organizações resulta exclusivamente do trabalho de um indivíduo, exagera o grau ao qual os indivíduos são avessos ao trabalho, e enfatiza a quantidade de esforços às expensas da qualidade e tipo de esforço.

A dimensão implícita dos contratos é utilizada por Hill e Jones (1992, p. 140) ao expandir a condição de principal em uma relação de agência ao conjunto dos *stakeholders* da organização, afirmando que estes fornecem os recursos de acordo com a compreensão, implícita, que suas pretensões serão atendidas. Um conjunto de estruturas organizacionais, referidas na teoria da agência como estruturas de governança, são então concebidas para desempenhar a função de monitoramento e fiscalização dos contratos, não apenas explícitos, mas também implícitos. Esses autores avançam em uma perspectiva institucional da governança corporativa ao categorizarem as estruturas de governança como uma particularidade do que denominam estruturas institucionais, nas quais incluem, além das categorias tradicionais de conselhos, mercado de controle corporativo e estrutura legal, as instituições que representam e promovem os interesses de um conjunto de *stakeholders*, tais como sindicatos e associações de consumidores.

Essa abordagem, denominada pelos autores como *stakeholder-agency theory* (SAT), recupera em parte a elaboração inicial da teoria da agência como proposta por Jensen e Meckling (1976), segundo a percepção da firma como uma ficção legal, funcionando como um nexo dos relacionamentos contratuais:

“Ver a firma como um nexo de um conjunto de relações contratuais entre indivíduos também serve para tornar claro que a personalização da firma implícita em questões como ‘qual deveriam ser os objetivos da firma?’ ou ‘a firma tem uma responsabilidade social?’ está seriamente mal conduzida. A firma não é um indivíduo. Ela é uma ficção legal que serve como foco de um complexo processo nos quais objetivos conflitantes de indivíduos (muito dos quais podem ‘representar’ outras organizações) são colocados em equilíbrio dentro das delimitações das relações contratuais. Neste sentido o ‘comportamento’ da firma

é como o comportamento de um mercado, ou seja, o resultado de um complexo processo de equilíbrio (tradução nossa).”

Referindo-se a essa dimensão inicial da teoria, Hill e Jones (1992, p. 133) lembram que outros contratos devem ser considerados como abrangidos pela teoria, além daqueles entre acionistas e gestores, tais como os que incluem administradores e os vários grupos de interesse da firma. Buck, Filatotchev e Wright (1998), seguindo a *stakeholder-agent theory*, analisam as características da governança corporativa nos EUA e Reino Unido, concluindo que suas características sugerem uma estrutura híbrida onde os *stakeholders* desempenham um papel significativo, diferentemente do modelo puro atribuído à *corporation* pela teoria da agência baseado na livre entrada e saída da participação na empresa. Seus argumentos são suportados pela ampla participação dos empregados e executivos na propriedade das empresas americanas, e a emergência de *blockholders*, detentores de parcela no controle corporativo.

Para os advogados da SAT, os administradores mais graduados devem ser considerados como *stakeholders* dominantes, não apenas como agentes dos proprietários. Dessa premissa decorre que essa teoria percebe a governança corporativa como “um meio concreto pelo qual os *stakeholders* tentam controlar os principais gestores, e não um vago conceito de meios pelos quais decisões corporativas são tomadas abstratamente (tradução nossa)” (BUCK, FILATOTCHEV e WRIGHT, 1998, p. 87).

A SAT contraria o pressuposto da teoria da agência quanto à eficiência do mercado, que criaria diferenciais de poder entre as partes no contrato. Os mecanismos de equilíbrio do mercado implicariam considerar que os atores, principal e agente, têm liberdade para entrar e sair da relação caso os termos contratuais ou condições da estrutura de governança não lhes sejam adequados. Pela visão da SAT, contudo, essas barreiras contêm fontes de fricção, que inibem um rápido ajuste e com isso produzem diferenciais de poder. A inércia organizacional também pode significar uma fonte adicional de fricção, aumentando o desequilíbrio entre as partes. Assim, afirmam que “Pressões tais como custos escondidos, coalizões políticas, tendências a considerar os precedentes como padrões normativos, ou uma simples falta de imaginação, todos limitam o grau ao qual as estruturas de incentivo, monitoramento e reforço respondem rapidamente a novas circunstâncias (tradução nossa)” (HILL e JONES, 1992, p. 136).

Essa teoria é criticada por Donaldson e Preston (1995), para quem as abordagens de análise que consideram a firma como contrato, a exemplo das teorias da agência, dos custos de

transação, e da própria SAT, têm pelo caráter instrumental limitada capacidade de explicação à teoria dos *stakeholders*, representando antes uma continuidade da visão tradicional da firma segundo uma teoria de *input-output*.

Revedo a perspectiva econômica seguida pela teoria da agência, Davis, Schoorman e Donaldson (1997a e 1997b) propõe outra teoria relacionada aos problemas de agência, que denominam como teoria do *stewardship*. Por ela visam a introduzir um novo modelo de homem, com base na psicologia e sociologia, atuando como o agente. Ao contrário da visão econômica, propõem que ele não age no interesse próprio, mas coletivo, segundo uma orientação pró-organizacional e baseada na confiança mútua.

Arthurs e Busenitz (2003) comparando a teoria da agência à teoria do *stewardship*, destacam as raízes desta última na sociologia e psicologia, ao caracterizar o ser humano como tendo necessidades, de ordem elevada, de auto estima, auto-realização, crescimento, realização e pertencimento, contrastando com a visão de homem da teoria da agência, como oportunista, não confiável e perseguindo limitados objetivos financeiros. Davis, Schoorman e Donaldson (1997a), comparam as diferenças entre as duas teorias aos modelos de homem propostos na obra clássica de McGregor sobre a Teoria X e Y que, conforme esses autores, suportariam respectivamente os modelos das teorias da agência e do *stewardship*. Na mesma linha, Sundaramurthy e Lewis (2003) analisam que a abordagem de controle adotada pela teoria da agência enfatiza a disciplina, enquanto que a abordagem colaborativa da teoria do *stewardship* enfatiza a prestatividade, a confiança e a parceria

O quadro 2 a seguir apresenta as principais diferenças entre as duas teorias:

	Teoria da Agência	Teoria do <i>stewardship</i>
Modelo de homem	Homem econômico	Auto realização
Comportamento	Servir a si	Servir à coletividade
Mecanismos psicológicos		
Motivação	Extrínseca Baixa ordem / necessidades econômicas (psicológicas, segurança, econômicas)	Intrínseca Necessidades de alta ordem (crescimento, auto realização)
Comparação social	Outros executivos	Líder (principal) (valores internos)
Poder	Institucional (legitimado, coercivo, recompensa)	Pessoal (conhecimento, competência)

Mecanismos situacionais		
Filosofia de gestão	Orientada a controle	Orientada ao envolvimento
Orientação para o risco	Mecanismos de controle	Confiança
Tempo	Curto prazo	Longo prazo
Objetivo	Controle de custo	Melhoria do desempenho
Diferenças culturais		
	Individualismo	Coletivismo
	Alta distância do poder	Baixa distância do poder

Quadro 2: Teoria da agência versus teoria do *stewardship* (Fonte: Davis, Schoorman, Donaldson (1997a))

Entretanto, para os críticos da teoria do *stewardship*, ela confunde a teoria da agência com o problema de agência. Além disso, foca-se mais na relação entre as partes que na tarefa a ser desempenhada e é insuficiente para tratar os problemas de alinhamento de interesses (ALBANESE, DACIN e HARRIS, 1997), ou considerar relações não hierárquicas entre principal e agente (ARTHURS e BUSENITZ, 2003).

Davis, Schoorman e Donaldson (1997) identificam que quando as premissas da teoria da agência não se confirmam, de forma que o agente não assume um comportamento oportunista mas colaborador, pode gerar frustração e impedir o desenvolvimento de relações cooperativas com o principal. Outro problema (HENDRY, 2002) é que limitar a atuação do agente significa limitar também sua competência para atender aos objetivos do principal.

3.2 TEORIA DA AGÊNCIA E INSTITUCIONAL: CONVERGÊNCIAS, DIVERGÊNCIAS E COMPLEMENTARIDADES

Davis, Schoorman e Donaldson (1997a) observaram que fatores situacionais, psicológicos e culturais predispõem os indivíduos a um comportamento alinhado ao *stewardship* (responsabilidade). Entretanto, esses fatores, principalmente culturais, encontram-se imbricados em um contexto sócio-cultural que delinea pressões isomórficas respectivamente ao ambiente institucional. Seguindo um silogismo lógico, se esse ambiente responde pela criação ou consolidação dos fatores que predispõem àquele comportamento, pode-se concluir que o contexto institucional produz melhores condições para a validade da teoria do *stewardship* e, por contrário, reduz a validade da teoria da agência.

Aguilera e Jackson (2003, p.449) afirmam que onde ambientes institucionais são distintos nacionalmente, processos isomórficos direcionam as práticas de GC a se tornarem mais similares internamente aos países e se diferenciarem entre os países. Defendem que as firmas precisam se adaptar às múltiplas características de seu ambiente mas é improvável que seu comportamento seja explicado por uma única força como os custos de agência, pelo que a GC precisa ser entendida em um contexto mais amplo de domínios institucionais. Dessa forma, o desafio teórico em estudos comparados seria conceptualizar a GC em termos das regras que modelam os diferentes contextos sociais, mas advertem que apesar de um recente consenso de que as instituições fazem diferença (*institutions matter*), análise institucional comparativa continua em sua infância (p.449).

Os modelos de governança corporativa, como apresentado, estão fundamentados sobretudo na teoria da agência. Por outro lado, ambientes institucionais onde a recompensa não ocorre, de forma predominante, pelos resultados econômicos avaliados a parâmetros de mercado, as pressões institucionais exercem importante influência. Os comentários anteriores trazem à discussão uma dimensão não abordada por essa teoria: sua delimitação espacial frente às características ambientais, principalmente nos aspectos institucionais. Nesse sentido, diversos autores têm defendido a utilização de um referencial multiteórico para os problemas de agência em especial, e da governança corporativa de forma geral, principalmente pelo uso da teoria institucional (EISENHARDT, 1988, p. 505; YOUNG, STEDHAM e BEEKUN, 2000, p. 278).

Lynall, Golden e Hillman (2003) reforçam o grupo dos defensores de um referencial multiteórico para a governança corporativa, em especial às questões relativas à composição do conselho. Defendem, contudo, que não significa trocar essa perspectiva por outra, mas identificar em que condições cada uma é mais aplicada (p.419), para o que desenvolvem modelo onde correlacionam ao ciclo de vida das organizações. Para a teoria da dependência dos recursos, a firma é vista como um ambiente aberto, depende de outras organizações e contingências ambientais, que têm no *board* um importante papel de prover os recursos de que necessita, que podem ser aconselhamento e apoio, legitimidade, facilitação da comunicação com outras empresas ou organizações, e assistência na obtenção de recursos ou comprometimento de organizações e atores externos importantes. Argumentam (p.418) que os padrões utilizados para a composição dos conselhos com base nesta teoria poderiam ser

mais refinados, em contraposição à dicotomia tradicional de conselheiro externo versus interno, comum dentro do contrato da teoria da agência.

Young, Stedham e Beekun (2000), em estudo sobre o uso de processos de avaliação do desempenho dos executivos pelo conselho, reconhecem que as perspectivas institucional e de agência podem ser complementares, e que uma abordagem multi-teórica pode expandir a compreensão dos processos de governança corporativa. De sua pesquisa concluem que os resultados implicam que iniciativas para desenvolver a eficácia da governança baseados na teoria da agência deveriam considerar o ambiente institucional dos conselhos.

Vasconcelos (2002), utilizando o referencial de Nilakant e Rao (1994), encontrou respaldo nessas propostas para explicar o comportamento isomórfico de empresas nascentes na internet (*start-ups*), observando que “a incerteza reinante no setor se manifesta por um comportamento isomórfico evidente [...]” (p.72).

Conlon e Parks (1990), usaram as teorias da agência e institucional em estudo longitudinal aplicando, a um grupo de alunos, um modelo de empresa simulado em computador. Observaram que a tradição pode alterar os resultados assumidos pela teoria da agência, excedendo os impactos do monitoramento e tornando-se mais forte com o tempo.

Daily, Dalton e Cannella (2003, p.372) defendem também que uma abordagem multiteórica aplicada à governança corporativa é essencial para reconhecer os muitos mecanismos que podem impulsionar o desempenho organizacional. Exemplificam com as fundações teóricas da Teoria da Dependência dos Recursos, ao tentar explicar o papel de membros externos do CA em facilitar o acesso a recursos críticos para a empresa, e da teoria do *stewardship*, que adota o pressuposto de convergência de interesses entre principal e agente – não necessariamente por altruísmo das partes -, e da perspectiva do poder, direcionando aos potenciais conflitos de interesse entre as partes envolvidas nos processos de governança.

A teoria da agência pressupõe que o agente visa a maximização de seu interesse pessoal, sua própria função-utilidade, se não for devidamente monitorado pelo principal. A teoria institucional considera que os atores agem segundo padrões socialmente construídos e compartilhados, e que os mecanismos institucionais – coercitivos, normativos e miméticos – conformam seu comportamento.

Sobre o *agency*, destaca Scott (2001, p.76) que todos os atores individuais ou coletivos possuem em algum grau essa capacidade de “agency”, mas que com grande variação entre tipos de atores ou estruturas sociais, o que faz com que essa *agency* seja socialmente estruturada. Na perspectiva neoinstitucional, entre um contexto e a ação há a interpretação do ator, e o *agency* reside no processo interpretativo no qual as escolhas são imaginadas, avaliadas e reconstruídas contingencialmente pelos atores segundo as situações.

White (1985, p. 187) registra também os aspectos sociais que deveriam ser considerados nas aplicações da teoria da agência. Arrow (1985, p. 49), um dos principais teóricos da teoria da agência, ao discutir as limitações dessa teoria utiliza-se de um argumento institucional:

“A teoria do principal-agente dá uma boa razão para a existência dos contratos de produção agrícola (*sharecrop contracts*), mas é um guia pobre a seus termos reais. Na realidade, como John Stuart Mill apontou há muito tempo, esses termos tendem a ser regulados pelo consumidor. São notavelmente uniformes de fazenda para fazenda e de região para região. A teoria do principal-agente, ao contrário, poderia sugerir que a maneira pela qual a produção é dividida entre o proprietário da terra e o arrendatário depende da probabilidade da distribuição do clima e outros fatores exógenos, e na relação entre esforço e produção, ambos certamente variando de uma região para outra (tradução nossa)”.

Examinando o uso de mecanismos de controle do agente, Agrawal e Knoeber (1996) encontram evidências de uma associação positiva entre esses mecanismos e o desempenho. Esse resultado é consistente com a utilização dos mecanismos, exceto quanto ao número de membros externos no conselho de administração. Ao número excessivo de conselheiros, os autores atribuem razões políticas – inclusão de políticos, ativistas ambientais ou representantes do consumidores – o que poderia, como afirmam, tanto reduzir o desempenho da empresa como evidenciar os condicionantes políticos que conduzem a essa distribuição das cadeiras do conselho (p.394). Razões institucionais se confundem, portanto, aos instrumentos da teoria da agência. Também no mercado brasileiro, Silveira, Barros e Famá (2003) reforçam a noção que o número ideal de conselheiros deve se situar entre 4 e 8 membros, faixa onde as respectivas empresas obtiveram os melhores resultados; mas também aqui, no número médio de 9 conselheiros (KORN/FERRY e MCKINSEY, 2001, p. 14), encontra-se além da faixa de eficiência.

Eisenhardt (1988) procede a estudo onde define hipóteses baseadas nas teorias da agência e institucional com vistas a verificar sua capacidade explicativa para o processo de comissionamento de vendedores no mercado calçadista do varejo norte-americano,

concluindo que as duas teorias explicam satisfatoriamente o pagamento de comissões. Afirma ainda que a ênfase institucional na tradição complementa a ênfase na eficiência atribuída pela teoria da agência, e o resultado é uma melhor compreensão da remuneração (p.72). O quadro 3 a seguir, apresentado por essa autora, mostra as principais diferenças entre a teoria da agência e a teoria institucional.

	Teoria da Agência	Teoria institucional
Idéia central	Procedimentos organizacionais surgem da organização eficiente da informação e custos de gestão dos riscos (<i>risk bearing</i>)	Procedimentos organizacionais surgem por forças de imitação e tradições das organizações
Base da organização	Eficiência	Legitimidade
Visão das pessoas	Racionalismo e auto-interesse	Busca de satisfação da legitimidade
Papel do ambiente	Práticas organizacionais devem se adaptar ao ambiente	Uma origem das práticas às quais a organização se conforma
Papel da tecnologia	Práticas organizacionais devem se adaptar à tecnologia empregada	A tecnologia atua como moderadora do impacto dos fatores institucionais ou pode ser determinada institucionalmente
Domínio do problema	Problemas de controle (integração vertical, compensação, regulação)	Práticas organizacionais, em geral
Variáveis independentes	Incerteza dos resultados, extensão do controle, possibilidade de rotinização	Tradições da indústria, legislação, crenças sociais e políticas, condições presentes que compreendem o contexto institucional
Suposições	Pessoas têm interesses próprios Pessoas são racionais Pessoas são avessas ao risco	Pessoas se satisfazem Pessoas se conformam com normas externas

Quadro 3: Teoria da agência e teoria institucional (Fonte: Eisenhardt, 1988)

É importante contudo registrar que a própria teoria da agência representa uma abordagem econômica da teoria institucional, dentro da denominada nova economia institucional (NEI). A seção seguinte apresenta uma retrospectiva da constituição desse campo teórico, orientada para diferenciar a teoria da agência – enquanto perspectiva econômica – da denominada abordagem sociológica da teoria institucional.

3.3 TEORIA INSTITUCIONAL

3.3.1 A perspectiva institucional

As primeiras formulações da teoria institucional ocorreram no final do século XIX, a partir de trabalhos precursores de autores como Thorstein Veblen, John Commons e Westley Mitchel, na economia, e Emile Durkheim e Max Weber, na sociologia.

A teoria institucional tem como base analítica a forma como regras e procedimentos são incorporados pelas organizações segundo a premissa maior que essa incorporação ocorre como uma busca de legitimidade frente aos ambientes externo e interno através de processos de isomorfismo.

Seguindo a corrente epistemológica da racionalidade limitada, a abordagem institucional afirma que considerável parcela das ações realizadas pelos indivíduos não resulta de cálculos utilitários, mas de práticas usuais aceitas como corretas (*taken for granted*).

A teoria institucional no campo aplicado às organizações teve seu desenvolvimento mais recentemente, a partir dos trabalhos de Selznick na TVA durante a década de 50, e com o movimento neo-institucional, iniciado com as obras de Meyer e Rowan (1977) e DiMaggio e Powell (1983).

Scott (1987) aponta que há na realidade diversas “faces” da teoria institucional, embora similares em vários aspectos.

A primeira dessas “faces” ou versões estaria baseada em Selznick, para quem as estruturas organizacionais são moldadas às características e comprometimento dos participantes e influências do ambiente externo. Institucionalizar significa inserir valores e não apenas atender a requisitos técnicos das tarefas.

Esse processo de instilar valores em um contexto predominantemente utilitarista é central na visão de Selznick, uma vez que promove a estabilidade e persistência da estrutura no tempo. Antecipando-se à formulação estruturada do conceito de campos organizacionais, afirmava, na década de 50, que a institucionalização não ocorria de forma semelhante em qualquer organização, sendo que aquelas que tinham metas mais específicas e desempenhavam atividades técnicas e especializadas estavam menos sujeitas a se tornarem institucionalizadas.

A segunda versão apóia-se na obra de Berger e Luckmann, autores que concebiam a ordem social como fundada em uma realidade social compartilhada, fruto de uma construção humana criada pela interação social. A institucionalização é vista como o mecanismo pelo qual ações se repetem e são tipificadas, isto é, atribuídas significado semelhante. Isso ocorreria em três fases: externalização – quando as ações são realizadas –, objetivação – quando essas ações são percebidas como externas por seus agentes e interpretadas –, e internalização – quando as etapas anteriores conformam uma nova estrutura subjetiva de consciência.

Por essa corrente, a institucionalização é percebida como “um processo social pelo qual indivíduos chegam à aceitação de uma definição compartilhada da realidade social – *uma* concepção cuja validade é vista como independente do ponto de vista ou ações do ator, mas é assumido como definidor de ‘como as coisas são’ e/ou ‘como as coisas devem ser feitas’”. (SCOTT, 1987, p. 496). O processo de institucionalização opera portanto produzindo uma conformidade ou uma assimilação passiva de aspectos ou dimensões da realidade assumidos como não sujeitos a questionamentos.

A terceira versão proposta considera a existência de sistemas de crenças compartilhadas, provenientes de diversas fontes – opinião pública, sistemas educacionais, ideologias, profissionais, etc. – que agem como prescrições racionalizadas e impessoais associadas a diferentes propósitos sociais. Essas fontes são consideradas como eficazes *a priori*, além do questionamento de indivíduos ou organizações, percebidas portanto como institucionalizadas.

Como conseqüências dessa perspectiva, o conjunto de crenças socialmente compartilhadas não é considerado como internalizado passivamente pelas organizações, mas buscado como forma de aumentar a legitimidade organizacional, seu acesso a recursos e capacidade de sobrevivência.

A aceitação de padrões, soluções ou respostas *ex-ante* aos problemas organizacionais conduz a um processo de isomorfismo que, por sua vez, caracteriza a constituição de padrões institucionais.

Dois tipos de ambiente podem ser percebidos a partir dessa abordagem, conforme apresentado por Meyer e Scott (1992), como ambientes técnico e institucional. No primeiro, as organizações estão inseridas em um mercado de trocas e são recompensadas pelo uso eficiente e efetivo de seus recursos. No ambiente institucional, ao contrário, a característica principal é

a existência de regras e comportamentos aos quais as organizações se conformam para receber suporte e obter legitimidade. É importante destacar que nas sociedades racionalizadas as fontes de conformidade são buscadas não em mitos e crenças populares, mas em sistemas legais e na cultura organizacional, e em atores como associações profissionais.

A quarta “face” da institucionalização é remetida por Scott (1987) às distintas esferas sociais, como sistemas cognitivos e normativos especializados e diferenciados, ou lógicas institucionais. Essas instituições sociais funcionam a partir de sistemas de crenças sociais e práticas organizadas que ocorrem em espaços diversos como religião, trabalho, família ou política. Eventualmente podem ter surgido como resposta a um problema específico e que passam a ser replicadas sem posteriores questionamentos, como algo sagrado, independentemente da existência de novas e melhores soluções ao problema inicial.

Outra discussão de fundamental importância para conhecer e discriminar as correntes epistemológicas da teoria institucional remete ao chamado “novo” ou neo institucionalismo. Selznick (1996) analisou o que haveria de efetivamente novo nessa proposta, destacando suas diferenças frente ao chamado “velho” institucionalismo. Embora afirmando a continuidade de uma sensibilidade ecológica profundamente internalizada como dimensão comum a ambas, observa que há uma diferença de foco nos interesses.

Para ele, a dicotomia entre o velho e o novo institucionalismo é perniciosa, uma vez que seus contrastes podem ser descritos como simples mudanças de foco, mas que ainda assim estariam abrangidos pela teoria institucional. As novas direções ou mudanças de foco identificadas por Selznick (1996) no novo institucionalismo são:

- a) Foco na legitimação como uma força sustentada e direcionadora para os atores organizacionais.
 - Organizações são altamente sensíveis ao ambiente cultural no qual atuam
 - Organizações tendem a se modelar seguindo organizações similares em seu campo, às quais atribuem legitimidade ou sucesso
 - Como corolário, reforça-se a preocupação com mitos organizacionais

b) Reconcepção das estruturas formais como “largamente” institucionalizada.

- Estruturas formais precisam ser percebidas como um produto adaptativo, sensível às influências do ambiente, inclusive definições culturais de condutas sociais e legitimidade
- Grande importância atribuída à “cognição estruturada”: olhando atentamente os processos organizacionais, identificando maneiras peculiares de pensar e agir, ganha-se melhor compreensão de como a mentalidade é formada no contexto organizacional, com significativas conseqüências para interação e tomada de decisão.

c) Prevalência de incoerência em organizações complexas.

- Organizações são fracamente intra-conectadas, e mesmo organizadas anarquicamente, ao contrário da imagem difundida de cuidadosamente projetada e interligada.
- É necessário inferir metas operacionais a partir das práticas reais, uma vez que os objetivos organizacionais são muito vagos e abstratos.
- Grandes organizações são melhor compreendidas como coalizões, governadas por múltiplas racionalidades, e não como um sistema unificado de coordenação.

Embora o escopo da Teoria Institucional no presente trabalho seja aquele aplicado ao estudo das organizações, uma terceira diferenciação deve ser feita entre suas distintas orientações ou enfoques: econômica, política e sociológica.

Em estudo onde avaliam as possibilidades da perspectiva institucional à análise organizacional, Carvalho, Vieira e Lopes (1999) apóiam-se na obra de Chanlat (1989) para caracterizar essas três orientações.

Segundo a orientação econômica do institucionalismo, o processo econômico é visto como inserido em uma construção social delineada por forças históricas e culturais. O indivíduo apresenta-se como um ser social, ao contrário da visão tradicional do *homo economicus*, e tem sua ação influenciada pelo contexto institucional. A visão do equilíbrio econômico dominante baseado no mercado é revisada para uma perspectiva de transformação permanente da economia.

A abordagem dada posteriormente por Williamson em diversos escritos, resgatando a teoria da firma e o conceito de custos de transação, caracteriza dentro desse enfoque econômico o neo-institucionalismo. A unidade de análise é a transação e os sistemas normativos e de governo orientados a regular os processos econômicos de troca.

A orientação política da perspectiva institucional que se desenvolveu no início do século XX tinha como preocupações a estrutura formal e sistemas legais – tais como constituições, parlamentos e burocracia – particularidades de sistemas políticos – suas regras, composição e procedimentos – e as origens do sistema político, e não o desenvolvimento (SCOTT, 2001).

A partir da década de 30, a perspectiva institucional foi suplantada pela abordagem comportamentalista (*behavioralist*), cuja preocupação central era com o comportamento político, incluindo comportamento em votações, formação dos partidos e opinião pública. O estudo da política se reduzia a entender “quem consegue o que, quando e como” (SCOTT, 2001, p. 7).

O novo institucionalismo na ciência política surgiu como reação a essa corrente, e seus pensadores defendem a autonomia das instituições políticas diante dos fenômenos sociais. O interesse se direciona à “autonomia relativa das instituições políticas em relação à sociedade; a complexidade dos sistemas políticos existentes e o papel central exercido pela representação e o simbolismo no universo político” (CARVALHO, VIEIRA e LOPES, 1999, p. 4).

Para Scott (2001), os estudos sobre o neoinstitucionalismo na ciência política se agruparam em torno de duas correntes: histórica e *rational choice*.

O institucionalismo histórico vê as instituições tanto pelas estruturas formais quanto pelas regras e procedimentos informais que estruturam sua conduta. Os sistemas políticos não são espaços neutros de disputa de interesses divergentes, mas estruturas que geram interesses independentes e cujas regras e procedimentos têm importantes efeitos sobre os temas em discussão. Essas estruturas são vistas segundo uma perspectiva histórica, e suas possibilidades são condicionadas por escolhas passadas.

Na vertente da *rational choice theory*, também denominada teoria positiva, o foco de análise são os processos de tomada de decisões políticas e o relacionamento entre as estruturas de governança e resultados políticos. Os analistas desta corrente vêem as instituições como

sistemas de governança ou regras, argumentando que representam construções racionalmente construídas estabelecidas por indivíduos em busca da promoção ou proteção de seus próprios interesses (SCOTT, 2001, p.34). Organizações e instituições são vistos como estruturas que surgem e assumem formas específicas porque facilitam a solução de problemas coletivos. Essa abordagem representa uma extensão da perspectiva econômica neoinstitucional, incluindo as teorias dos custos de transação e de agência.

Institucionalistas históricos e positivos divergem quanto ao foco de análise. Enquanto que os primeiros enfatizam uma perspectiva macro, examinando a evolução das formas institucionais e como elas afetam preferências e comportamentos individuais, os seguidores da *rational choice theory* privilegiam uma visão micro e como as instituições resolvem problemas de ações coletivas.

O terceiro enfoque institucionalista segue uma orientação sociológica e firma seu argumento em torno de uma ordem na construção social da realidade, destacando o papel das normas culturais e do contexto institucional. Suas principais influências são os trabalhos de Durkheim sobre o papel dos sistemas simbólicos, de conhecimento e de crenças como instituições sociais, e os de Weber, que analisou a influência de normas culturais e estruturas históricas para o surgimento do capitalismo. Mais recentemente, como identificado também por Scott (1987), são intensificadas as influências dos estudos de Berger e Luckmann sobre a sociologia do conhecimento.

Para Scott (2001, p.17), foi justamente a mudança de foco para o sistema cognitivo que promoveu o desenvolvimento da tendência sociológica na perspectiva institucional, e consolidou as bases do neo-institucionalismo nas organizações.

3.3.2 A teoria institucional no estudo das organizações

O ponto central da perspectiva institucional baseia-se na busca de legitimidade pela organização, seja de forma explícita e intencional, seja através de adaptações passivas ou pouco evidentes. Essa busca pela legitimidade leva a práticas isomórficas, pelo qual organizações são estimuladas, por razões diversas, a se tornarem semelhantes, em estruturas, processos e crenças, a outras organizações que compartilham contextos ambientais similares, definidos como ambientes institucionais.

Meyer e Rowan (1977) propõem que estruturas racionalizadas formais podem surgir a partir de dois contextos. O primeiro é representado pelas estruturas de controle e coordenação de atividades que permitem a uma organização obter uma eficiência relativa superior, e portanto uma vantagem competitiva sobre seus concorrentes. O segundo molda-se por uma teia de relacionamentos e interações sociais e representa um contexto altamente institucionalizado. Ressaltam, contudo, que não há tipos puros ou extremos, mas antes um *continuum* ao longo do qual as organizações se situam, variando de organizações de produção, fortemente pressionadas por controle de resultados, a organizações institucionalizadas onde o sucesso depende mais da confiança e estabilidade, adquirida justamente pelo isomorfismo a regras e padrões institucionalizados.

Essa abordagem traz portanto, uma nova dimensão à perspectiva contingencial, ao reconhecer as influências do ambiente sobre as estruturas e práticas da organização, reposicionando o próprio conceito de ambiente. Este passa a incorporar os valores predominantes em um contexto, a cultura e a estrutura social.

As pressões institucionais e os processos de isomorfismo não podem, contudo, ser considerados em planos diversos. Scott (2001) categoriza a aplicação da teoria institucional em seis níveis, de acordo com o foco de análise utilizado: sistema global, sociedade, campo organizacional, população organizacional, organização e subsistema organizacional. Destes, o conceito de campo organizacional (*organizational field*), é o mais significativo para a teoria institucional. Compreende um conjunto de organizações que constituem uma área reconhecida de vida institucional (DIMAGGIO e POWELL, 1983, p.148), tais como fornecedores, consumidores, agências regulatórias e outras organizações que produzam serviços ou produtos semelhantes.

Em seu estudo clássico sobre o processo de isomorfismo organizacional, DiMaggio e Powell (1983) exploram esse conceito de campo organizacional, de grande importância no movimento neo-institucional, cuja estruturação afirmam ocorrer em quatro momentos. Inicialmente, aumentam o número de interações entre as organizações em um determinado setor ou campo; surgem estruturas organizacionais de dominação e padrões de coalizão; a seguir, aumenta a quantidade de informação que as organizações precisam deter; finalmente, surge a consciência mútua entre essas organizações que estão atuando em um empreendimento comum. Uma vez configurado e institucionalizado o campo organizacional,

fortalece-se o processo de isomorfismo, pelo qual as organizações nesse campo tornam-se cada vez mais semelhantes.

A estruturação de um campo organizacional pode ser avaliada, segundo Scott (2001, p.202) ao longo de 8 dimensões:

- Centralização do *funding*, que se refere ao grau de concentração dos recursos financeiros pelos atores no campo;
- Unidade de governança, ou grau de congruência das estruturas de governança na jurisdição e consistência do sistema legal enunciado e praticado;
- Interação do modo de governança público-privado, que é o grau em que autoridades públicas e privadas exercem controle sobre o campo;
- Isomorfismo estrutural, ou extensão na qual os atores organizacionais no campo se conformam a arquétipos específicos ou modelos estruturais;
- Coerência das fronteiras organizacionais, ou grau de uniformidade das formas organizacionais encontradas no campo, segundo fronteiras bem delimitadas;
- Consenso em lógicas institucionais, ou graus de adesão dos atores a crenças comuns e receitas para condução das atividades no campo;
- Relacionamento organizacional, ou grau de conexão formal ou informal entre um grande número de atores organizacionais no campo;
- Clareza das fronteiras do campo; ou grau de insularidade e separação dos atores e estruturas em um campo de outros campos vizinhos.

Essa idéia de campo compreende tanto a importância de conectividade quanto de equivalência estrutural (DIMAGGIO e POWELL, 1983, p.148). Conectividade significa uma ligação entre organizações que podem incluir contratos formais, participação de pessoas em ações conjuntas, tais como organizações profissionais ou sindicatos, ou informais, tais como fluxo de pessoas. Equivalência estrutural se refere a um posicionamento similar em uma estrutura de relacionamentos, como por exemplo quando duas organizações tem relações como o mesmo tipo de organização.

Para Meyer e Rowan (1977) é a característica relacional, baseada na predominância no atendimento à eficiência e às regras de mercado, ou aos aspectos institucionais, que irá determinar a firmeza do alinhamento entre estrutura e atividades. Organizações cujos resultados são mais facilmente avaliados tendem a fortalecer a utilidade e disseminar a prática

de instrumentos de coordenação e controle. Organizações institucionalizadas, ao contrário, tendem a considerar de modo formal esses instrumentos, utilizando-os mais com significado simbólico do que para introduzir mudanças nas atividades ou na aplicação de punições.

Nessa linha, a teoria institucional propõe que o ambiente de atuação organizacional (*organizational field*) pode ser dividido em técnico e institucional.

No ambiente técnico predominam as regras de mercado e os resultados das organizações são facilmente comparados e avaliados. As organizações são modeladas seguindo um processo de isomorfismo competitivo ou competição por recursos escassos, sendo portanto mais usual em ambientes de competição livre e aberta (ORRÛ, BIGGART e HAMILTON, 1991).

No ambiente institucional, o resultado da atuação organizacional não pode ser avaliado apenas por sua produção (*output*), mas principalmente pelo atendimento a um conjunto de expectativas mais gerais de seus *stakeholders*. A legitimidade, no cumprimento de regras, normas, leis, práticas profissionais correntes e conformidade às expectativas dos *stakeholders*, principalmente quanto a um comportamento esperado, torna-se mais importante que critérios associados à própria eficiência dos processos. As organizações neste ambiente são modeladas segundo uma pressão social, resultando em um isomorfismo institucional em resposta a forças regulatórias e normativas similares, ou copiando estruturas adotadas por organizações bem sucedidas quanto atuando em condições de incerteza.

Essas formas são adotadas por prescrição de patrocinadores, tais como agências de fomento, ou porque determinada forma se tornou prática aceita no setor. Esse ambiente é mais usual em organizações que buscam poder político ou legitimidade institucional (ORRÛ, BIGGART e HAMILTON, 1991), e tipicamente são avaliadas mais pela propriedade de sua forma que pelos seus resultados.

Powell (1991, p. 184) adverte, contudo, que considerar setores como técnico ou institucional pode gerar problemas. Critica sua proposta anterior (DiMAGGIO e POWELL, 1983) de modelo em duas fases, na qual argumenta que campos organizacionais têm ciclo de vida característicos, alternando períodos iniciais onde dominam propriedades de eficiência com períodos de maturidade, nos quais o isomorfismo institucional governa a sobrevivência. Dessa forma, a adoção pioneira de uma inovação poderia ser prevista em termos das necessidades técnicas dos potenciais usuários, mas uma vez atingidos certos níveis de

institucionalização sua adoção provê mais legitimidade que melhora no desempenho. Contrapõe que isso implica aceitar que a conformidade a pressões institucionais é relativamente fácil e sem custos, que ao considerar a solução técnica como escolha natural erroneamente ignora o processo de rejeição a possíveis técnicas alternativas, e que o critério para escolher uma boa solução técnica é sempre sujeito a disputa. Afirma ainda que esse modelo obscurece o processo completo de suporte institucional pelo qual algumas inovações são definidas como úteis e encontram larga aceitação.

Meyer e Rowan (1977) em uma aproximação inicial à idéia de ambiente técnico e institucional, concebem um *continuum* sobre o qual as organizações podem ser ordenadas segundo sua variável crítica para sucesso. Em um extremo, estariam as organizações denominadas de produção, sujeitas a fortes pressões por controle sobre sua produção, e cujo sucesso depende da gestão de uma rede de relacionamentos. No extremo oposto, encontram-se as organizações institucionalizadas, cujo sucesso depende da confiança e estabilidade alcançada pelo isomorfismo às regras institucionais.

Embora considerado como assumindo uma visão passiva da organização frente a seu ambiente, principalmente pela pouca preocupação com os processos de mudança, ou mesmo de institucionalização (SLACK e HININGS, 1994), a teoria institucional, mais especificamente a vertente neo-institucional, afirma a capacidade das organizações de adotarem estratégias para moldarem seu contexto de atuação. Conforme Meyer e Rowan (1977, p. 348), muitas organizações buscam, junto às autoridades coletivas, obter privilégios e institucionalizar seus objetivos e estruturas nas regras estabelecidas. Esse processo ocorre pela pressão que organizações mais poderosas exercem no sentido de modelar estruturas e relacionamentos de outras organizações, transformar seus objetivos e procedimentos como regras institucionais socialmente aceitas.

3.3.3 Legitimidade e isomorfismo estrutural

Legitimidade é um conceito central na teoria institucional. Meyer e Scott (1983) definiram legitimidade organizacional como o grau de suporte cultural a uma organização. Ruef e Scott (1998, p. 879) expandiram esse conceito incorporando os demais componentes das

instituições, definindo legitimidade como uma condição que reflete alinhamento cultural, suporte normativo e consonância com regras e leis relevantes.

Essas três condições representam a própria definição de instituição:

“Instituições consistem de estruturas e atividades cognitivas, normativas e regulatórias que provêm estabilidade e sentido ao comportamento social. Instituições são transportadas por diversos condutores – culturas, estruturas e rotinas – e são operadas em múltiplos níveis de jurisdição (tradução nossa).” (Scott, 1995, xiii)

Para Scott (1995), assumir uma perspectiva institucional no contexto organizacional é enfatizar a importância dos aspectos psicológicos, sociais e políticos nos estudos das organizações, em contraste com perspectivas anteriores que se concentravam nas forças materiais, como tecnologia, recursos e sistemas de produção. A orientação desloca-se para os sistemas de conhecimentos, crenças e regras que estruturam e permitem às organizações funcionarem. Da interação entre os elementos e os portadores (*carriers*), Scott (1995:xiv) propõe o quadro 4:

	ELEMENTOS		
PORTADORES	Regulatório	Normativo	Cognitivo
Culturas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Regras ▪ Leis 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valores ▪ Expectativas 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Categorias ▪ Tipificações
Estruturas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sistemas de governança ▪ Sistemas de poder 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Regimes ▪ Sistemas de autoridade 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Isomorfismo estrutural ▪ Identidades
Rotinas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Submissão ▪ Obediência 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Conformidade ▪ Cumprimento do dever 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Desempenho de programas ▪ Roteiros

Quadro 4: Elementos e portadores (Fonte: Scott, 1995)

A visão regulatória das instituições é seguida principalmente por economistas e cientistas políticos. Na ciência política, o foco é a criação dos sistemas de regras e mecanismos de supervisão, denominados regimes. Na economia, inclui o estudo das relações contratuais e estruturas de governança, como analisado nas teorias do direito de propriedade, da agência e dos custos de transação. Para os teóricos desta corrente, as estruturas são percebidas como os principais portadores das regras institucionais, e os elementos normativos, quando considerados, são tratados como condições ambientais afetando o projeto institucional, e não como elementos institucionais constitutivos (Scott, 1995, p. xv).

Crenças morais e obrigações internalizadas são a ênfase da abordagem normativa das instituições. O comportamento é guiado pela consciência do papel a ser desempenhado em determinadas situações sociais, segundo expectativas mais gerais e padrões internalizados de conduta. Normas e valores coletivos influenciam e delimitam as escolhas individuais. O critério de adequação às pressões normativas é dado pela propriedade das ações, e não pela otimização dos resultados.

Na perspectiva das instituições como sistemas cognitivos, aprofundada pelo movimento neoinstitucional, as características dos atores são definidas por regras culturais. Estudos nessa vertente encontram-se na psicologia social, antropologia, ciência política e, principalmente, sociologia. A subjetividade predomina na fase de construção das concepções compartilhadas e produzidas pela interação, mas no momento seguinte são percebidas como objetivas e externas, uma ordem natural e factual.

Instituições, na perspectiva cognitiva, não são coleções de normas ou regulações, mas sistemas de conhecimento que controlam o comportamento ao controlar a concepção sobre o que é o mundo e que tipo de ação é realizada por que tipo de ator (SCOTT, 1995, p. xviii). Os sistemas culturais são vistos como infusores da institucionalização.

Os três componentes básicos das instituições – regulatório, normativo e cognitivo – dão origem a bases distintas para avaliação de legitimidade e mecanismos de controle, respectivamente coercitivo, normativo e mimético (DiMAGGIO e POWELL, 1983; RUEF e SCOTT, 1998).

O mecanismo pelo qual as organizações se adequam às pressões do ambiente regulatório é denominado isomorfismo coercitivo, resultado tanto de pressões formais quanto informais exercidas sobre uma organização por outras das quais ela depende, e por expectativas culturais da sociedade na qual atua (DiMAGGIO e POWELL, 1983, p. 150).

As pressões normativas têm origem principalmente na profissionalização, entendida como a luta coletiva de membros de uma ocupação por definir condições e métodos do trabalho e estabelecer uma base cognitiva e de legitimidade a seus praticantes (DiMAGGIO e POWELL, 1983, p. 152). A educação formal, representada pela base de conhecimento produzida e disseminada pelos especialistas em uma área, e o crescimento das redes e associações de profissionais representam as mais importantes fontes de isomorfismo.

O elemento ou componente cognitivo submete-se ao processo mimético. A incerteza produzida por novas tecnologias e ambigüidade de objetivos leva as organizações a se modelarem seguindo exemplos de outras organizações. Esse processo de modelagem pode ser difundido pela movimentação de empregados entre as organizações, pela atuação de empresas de consultoria ou associações empresariais. DiMaggio e Powell (1983, p. 151) apontam que quanto maior o conjunto de empregados ou clientes de uma organização, mais forte são percebidas as pressões para que venha a oferecer programas e serviços já oferecidos por outras organizações.

Discutindo a construção social do conhecimento, e argumentando que ele é socialmente construído nas ciências sociais pela interpretação seletiva dos trabalhos mais significativos, Mizuchi e Fein (1999), comentam como o isomorfismo mimético tornou-se a peça central no texto de DiMaggio e Powell (1983) porque estava de acordo com a teoria organizacional como discutida nos Estados Unidos. Assim, a concepção do isomorfismo mimético se institucionalizou, segundo a visão daqueles autores, seguindo o próprio processo de isomorfismo mimético.

Para Tolbert e Zucker (1999), o processo de institucionalização faz com que ações se tornem habituais como resposta a situações ou à solução de problemas recorrentes. Esse processo é desdobrado, nas organizações formais, nas fases de habitualização, objetificação, e sedimentação.

A habitualização envolve a geração de novas estruturas ou soluções para problemas organizacionais, e a formalização dessas soluções em políticas e procedimentos de uma organização singular ou de um conjunto de organizações com problemas semelhantes.

Na etapa de objetificação é fortalecida a concordância entre outras organizações com a estrutura adotada na etapa anterior, bem como a crescente difusão e utilização dessa solução por outras organizações.

A última etapa do processo, a sedimentação, caracteriza-se pela ampla propagação das estruturas e por sua perpetuação por um considerável período de tempo. A figura 6 a seguir mostra as etapas de um processo de institucionalização.

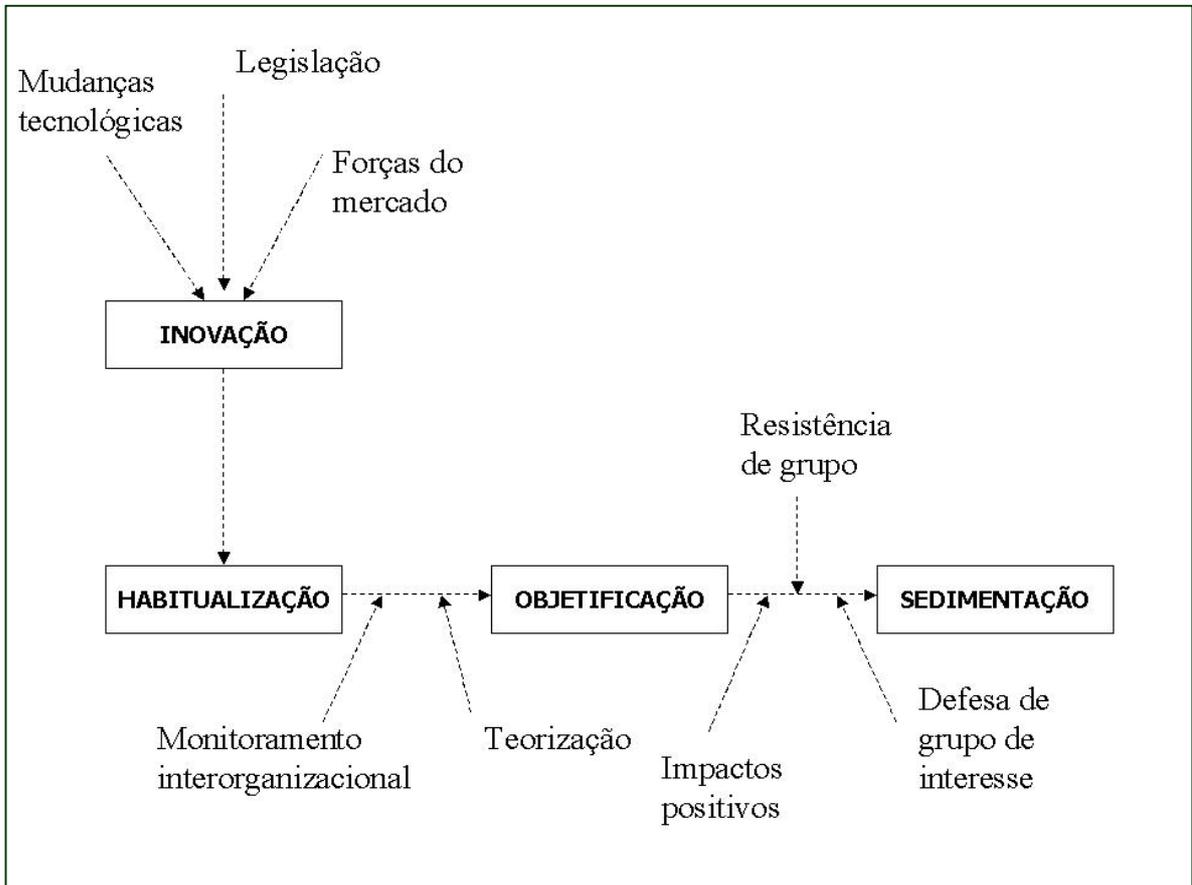


Figura 6: Processos inerentes à institucionalização (Tolbert e Zucker, 1999:207)

4. METODOLOGIA

Tosi e Gomez-Mejia (1989) classificam as pesquisas sobre a teoria da agência em torno de três abordagens: por modelos matemáticos sem verificação empírica para desenvolver e sustentar suas proposições; por medidas de concentração de propriedade para inferir níveis de monitoramento ou alinhamento de interesses; e pela confecção de relacionamentos estatísticos entre pagamento de incentivos e desempenho financeiro das empresas. Entretanto, adotam uma abordagem direta em sua pesquisa, identificando o comportamento de variáveis selecionadas a partir da teoria da agência sobre o nível de monitoramento e incentivos segundo a percepção dos responsáveis pela remuneração dos executivos.

Definem como monitoramento a observação direta ou indireta do esforço ou comportamento do agente por um período de tempo, que pode ser realizado por meio do orçamento, deveres e responsabilidades contábeis, regras e políticas. Incentivo para alinhamento é definido como o grau ao qual a estrutura de recompensa é desenhada para induzir gestores a tomarem decisões no melhor interesse dos acionistas.

Essa abordagem direta, de característica comportamental, é utilizada também por Kangis e Kareklis (2001) que, apoiados no modelo de Tosi e Gomes-Mejia (1989), buscam observar diferenças entre gerentes de bancos públicos e privados na Grécia quanto aos resultados do uso dos mecanismos de monitoramento, controle e alinhamento propostos pela teoria da agência.

A metodologia utilizada neste estudo segue abordagem semelhante às utilizadas por esses autores, orientada para compreender a percepção dos gestores dos fundos de pensão quanto à importância dos mecanismos propostos pela teoria da agência na indução de seu comportamento. A análise adotou a vertente positivista da teoria da agência (NILAKANT e RAO, 1994, p. 650), focando o problema amplo da separação entre propriedade e controle, suportada por pesquisa modelada de forma a permitir avaliar os condicionamentos introduzidos no comportamento dos gestores por mecanismos de controle interno, como

esquemas de incentivo e monitoramento, e de controle externo, a exemplo dos mercados de trabalho e de capital.

Eisenhardt (1988, 1989) aponta que a teoria da agência pode ser utilizada tanto em relacionamentos verticais de integração, entre acionistas e gestores, quanto em relacionamentos intraorganizacionais, entre gestores e subordinados. O domínio da teoria da agência são os relacionamentos que espelham a estrutura básica de agência de um principal e um agente que estão engajados em comportamento cooperativo, mas têm diferentes objetivos e diferentes atitudes frente ao risco (EISENHARDT, 1989, p.59).

Entendendo um fundo de pensão como um relacionamento de agência em que o principal é o participante, e o patrocinador é o agente, esse relacionamento pode ser desdobrado em nova relação de agência onde o novo principal passa a ser considerado o patrocinador e os gestores os agentes. De outra forma, pode se considerar como principais tanto participantes quanto patrocinadores, e como agentes os gestores. Ou seja, em ambos os casos os participantes teriam o papel de principal e os gestores de agentes. Examinando apenas a relação entre patrocinadores e gestores, mantém-se a díade da mesma forma, permanecendo válido o exame dos problemas de agência e da validade da teoria.

4.1 HIPÓTESES DE PESQUISA

As organizações, nos processos pelos quais buscam assegurar sua legitimidade, estão sujeitas a um conjunto de pressões advindas de seus *stakeholders*. Essas pressões não são apenas por recursos materiais ou financeiros, mas também simbólicos, e se somam àquelas exercidas pelos proprietários (principais) pelo uso dos mecanismos de agência de controle interno, tais como monitoramento, controles e incentivos, e de controle externo representada pelo mercado de capitais, de trabalho e pelos pares.

A teoria da agência isola a relação principal-agente das demais forças atuando sobre o gestor, direcionando a análise às características do contrato entre as partes e ao uso de instrumentos de reforço e controle desse contrato e alinhamento de interesses. Dessa forma, não considera a importância que o ambiente, interno e externo, tem sobre os problemas de agência, exigindo doses diversas no uso dos mecanismos previstos pela teoria e sobre a necessidade de instrumentos outros para tratar as características singulares da organização. Conforme

discutido no capítulo do referencial teórico, questões como a ambigüidade dos objetivos, mensuração do esforço do agente, tempo de mandato, natureza da relação entre as partes, existência de mercados competitivos, indicam a necessidade de adequação das proposições da teoria ao contexto.

Ciancanelli e Gonzalez (2000) reforçam essa limitação ao destacarem que essa teoria assume pelo menos três premissas que limitam sua explicabilidade: atuação da organização em mercados normais ou competitivos, o *locus* da assimetria informacional deve se dar entre principal e agente, e a estrutura ótima de capital utiliza limitada alavancagem. Ao contrário, no ambiente dos fundos de pensão, o mercado é caracterizado por elevada regulação e por ser não competitivo, não satisfazendo portanto à primeira premissa.

Bacharach (1989) observa que teorias que não são delimitadas em tempo ou espaço são altamente generalizáveis. Delimitações espaciais são condições que restringem o uso de uma teoria a unidades de análise específicas, tais como determinado conjunto de organizações; enquanto que contingências temporais especificam uma aplicabilidade histórica de um sistema teórico. Juntas, delimitações espaciais e temporais restringem a generalizabilidade empírica de uma teoria (BACHARACH, 1989, p.500).

Essa noção de generalizabilidade implica na consideração de um *continuum* que se estende desde um nível de generalização empírica – rica em detalhes mas com delimitações estritas em espaço e/ou tempo – a uma *grand theory*, abstrata e carente de detalhamento operacional, mas relativamente ilimitada em termos de espaço e/ou tempo. Entretanto, para a teoria da agência, sua classificação ao nível de uma *grand theory* não encontra consenso entre os diversos autores (EISENHARDT, 1989), reforçando a necessidade de compreender melhor suas delimitações.

Na dimensão temporal, a teoria da agência ganhou impulso no desenvolvimento de modelos voltados a responder às necessidades das corporações, principalmente anglo-saxônicas, de tratar dos problemas específicos nas relações entre acionistas e administradores agravados na década de 80. Em termos espaciais, estava focada nesse tipo de organização, onde se caracterizavam as dimensões de oportunismo gerencial, em virtude da racionalidade limitada, e divergências de interesse e propensão a risco.

Dessa discussão decorre o argumento da tese que, em organizações menos sujeitas às pressões competitivas dos mercados e menos capazes de avaliar o esforço alocativo do gestor, as proposições da teoria da agência teriam menor efeito. Além disso, a predisposição do agente ao risco e à colaboração, a divisão de poder entre o grupo do principal, e a longevidade da relação introduzem também elementos que justificam a construção de hipóteses de que a natureza do ambiente introduz limites espaciais à generalização da teoria.

No ambiente dos fundos de pensão, diversas características poderiam dividir o conjunto das organizações entre aquelas enquadradas de forma mais ou menos intensa às proposições da teoria, do que decorrem as hipóteses de pesquisa. Essas proposições se consolidam no construto aqui denominado “pressões do principal” que envolve as atividades de monitoramento, mecanismos de influência direta do participante, controle indireto via conselhos e comitês, e esquemas de incentivo. Do lado do gestor, o construto definido como “percepção de controle” representa a impressão do gestor quanto às pressões sobre seu comportamento advindas do mercado, do monitoramento e da influência dos participantes. Esses construtos são mais elaborados na seção seguinte.

Uma dessas características é dada pela natureza do plano de benefícios que administram. As duas principais modalidades de planos – Benefício Definido e Contribuição Definida – têm natureza diferente, sendo que do ponto de vista do participante (principal) o plano CD permite estabelecer comparações com investimentos financeiros equivalentes e portanto avaliar os esforços dos gestores. No plano BD, ainda que seja possível – embora complexo – avaliar os resultados financeiros comparativamente, o participante tem menos interesse em fazê-lo, seja porque seu risco é menor, uma vez que existe a co-responsabilidade do patrocinador, seja porque o mais significativo é o equilíbrio do plano, sujeito a variáveis de outra natureza. Ao contrário do participante, o patrocinador não tem risco financeiro associado aos planos CD, mas tem risco elevado no patrocínio de planos BD.

H1: Em fundos de pensão com planos BD as pressões do principal e a percepção de controle pelo gestor se manifestam de forma diferente que em planos CD.

Essa hipótese envolve em duas hipóteses secundárias:

H1a: Em fundos de pensão com planos CD a influência direta do participante é mais intensa que em fundos com planos BD.

H1b: O patrocinador terá maior propensão a utilizar mecanismos de monitoramento e controle em planos BD.

Fundos de pensão, em muitas das vezes, têm mais de uma modalidade de plano. No questionário respondido pelos gestores, foi solicitado que assinalassem a natureza do plano mais significativo da entidade, a critério do gestor, entendendo ser esse plano que conforma as características dos mecanismos de controle dos problemas de agência.

O objetivo principal de um fundo de pensão é claro: capitalizar a poupança de seus participantes e patrocinadores para pagamento de aposentadorias e pensões. Ao contrário de se caracterizar como uma política assistencialista da empresa para com seus empregados, o patrocínio a um plano de previdência representa um instrumento para a gestão da política de recursos humanos, de forma a melhorar a capacidade da empresa em atrair e reter pessoal.

A história desse sistema mostra que esse processo foi iniciado pelas empresas estatais, antes mesmo de sua consolidação pela Lei 6.435 de 1977. Como decorrência, essas empresas devem ter desenvolvido mecanismos diferenciados de controle do agente:

H2: Fundos patrocinados por empresas estatais são diferentes de fundos patrocinados por empresas privadas em termos das pressões do principal.

Naturalmente, pelo processo de privatização ocorrido na economia brasileira na década de 90, muitos fundos deixaram de ter patrocinadores estatais, pois esses foram privatizados. Entretanto, essa trajetória poderia ficar registrada também na maior longevidade do fundo de pensão, uma vez que esses mecanismos poderiam estar institucionalizados nessas organizações.

H3: O tempo de existência do fundo de pensão produz diferenças no uso dos mecanismos de pressão do principal.

Essa longevidade, na maioria das vezes, guarda uma relação direta com o processo de acumulação de recursos. Entidades mais antigas teriam, a princípio, maior volume de ativos financeiros, embora evidentemente haja também uma correlação direta com o número de participantes. No entanto, seja pelo tempo de acumulação seja pela quantidade de participantes, os fundos de pensão com maiores volumes de recursos têm maior poder de

realizar investimentos, o que deve refletir uma exigência de processos de acompanhamento mais intenso pelo principal.

H4: Fundos de pensão com maiores volumes de ativos de investimento devem fazer uso mais intenso de mecanismos de pressão do principal.

Há ainda outro processo que permite acelerar a acumulação de recursos pelos fundos de pensão: a adoção do modelo multipatrocinado. Com a nova legislação no setor, a Lei Complementar 109/01, esse modelo que já existia em várias fundações foi regulamentado, contribuindo para ampliar o número de fundos multipatrocinados. A existência de mais de um principal não é tratada na forma geral da teoria da agência. É provável, contudo, que esse novo esquema multiprincipal-agente introduza mudanças nas definições de objetivos e no acompanhamento das atividades dos gestores.

H5: Fundos de pensão multipatrocinados registram maiores pressões do principal sobre o agente que fundos monopatrocinados.

Esse esquema de múltiplos principais pode ainda surgir, mesmo no caso de monopatórcínio, quando a entidade administrar mais de um plano de benefício. Os diferentes grupos de principais poderão vir a disputar a prioridade no estabelecimento dos objetivos e estratégias organizacionais, ocasionando disputas internas e gerando orientações difusas ou divergentes aos gestores.

H6: As pressões do principal são aplicadas e percebidas de forma diferente pelos gestores de fundos com múltiplos planos e em fundos com planos únicos.

A divisão do principal em grupos com objetivos diferentes, além de prejudicar a clareza no estabelecimento de objetivos, o estabelecimento de esquemas de incentivos e a utilização dos mecanismos de monitoramento, altera a relação de poder entre o principal e o agente. Além do multipatórcínio e do multiplano, outra característica que pode provocar a divisão entre os grupos do principal é a relação entre o conjunto de participantes ativos e de assistidos e pensionistas.

Principalmente em planos BD, os assistidos têm assegurado seus benefícios, enquanto que os ativos estão sujeitos às eventuais mudanças nos planos e na própria conjuntura econômica, do mercado de trabalho e nas políticas da empresa patrocinadora. Além disso, pela legislação

vigente – LC 109, artigo 21 – não pode haver redução de benefícios para os assistidos (§2º) e eventuais déficits devem ser cobertos proporcionalmente às contribuições (§1º), dispositivos que associados podem criar uma transferência de renda dos participantes ativos para os assistidos na hipótese de uma necessidade de cobertura de déficit decorrente de concessão de aumento de aposentadorias e pensões previsto no plano.

Esse contexto permite gerar duas hipóteses:

H7a: A relação entre ativos e assistidos dos planos do fundo de pensão altera o uso dos mecanismos de influência do participante.

H7b: A relação entre ativos e assistidos dos planos do fundo de pensão altera a percepção de controle pelo gestor.

Em contratos de *venture capital*, Arthurs e Busenitz (2003) sugerem que os financiadores algumas vezes se tornam amigos e confidentes dos empreendedores, e que estes freqüentemente desejam mais envolvimento dos primeiros. Esse relacionamento reduz a probabilidade de comportamentos oportunistas pelo agente, e torna a confiança um princípio ético dominante.

Adotando uma abordagem a partir do gestor, Shen (2003) propõe que o tempo de exercício no cargo se configura como dimensão fundamental para o estabelecimento dos processos de controle dos problemas de agência. Um gestor com pouco tempo no cargo demandaria mais estímulo e atenção para desenvolver sua liderança na organização, e em virtude de seu pouco conhecimento do negócio nesse momento, seriam menores as assimetrias informacionais comparativamente ao principal e as possibilidades de ações oportunistas. Sua própria relação com os controladores mudaria, ao longo do tempo, para uma posição de maior auto-confiança e independência, momento que seria então necessário acentuar os processos de gerenciamento e controle de sua atuação.

H8: O tempo de exercício no cargo altera o uso das pressões pelo principal e a percepção de controle pelos gestores

As hipóteses anteriores visam a testar a validade das proposições da teoria da agência em termos da dimensão espacial. A questão decorrente é que, se o efeito dos instrumentos de monitoramento e controle do principal tornam-se menos efetivos na presença de determinadas

configurações do ambiente, quais as pressões mais significativas para controlar o comportamento do agente?

Nilakant e Rao (1994) sugerem que na ausência de clareza de objetivos ou capacidade de mensurar o esforço do agente, este irá buscar dar legitimidade a suas ações pela adequação às pressões institucionais. Estes autores propõem que, como uma teoria de redução da incerteza, a teoria da agência, em sua vertente principal-agente, possui reduzida generalizabilidade e realismo, sendo sua aplicabilidade limitada a situações em que os padrões de desempenho são precisos e o conhecimento do esforço para alcance dos resultados completo, e quando os padrões de desempenho são precisos mas o conhecimento do esforço é incompleto. Sua generalização não abrange, portanto, situações em que padrões de desempenho são imprecisos ainda que conhecido o esforço exigido, ou quando tanto o conhecimento sobre o desempenho esperado quanto o esforço necessário são imprecisos.

Para DiMaggio e Powell (1983), essa incerteza do ambiente fortalece os mecanismos do isomorfismo:

“Incerteza é também uma poderosa força que encoraja a imitação. Quanto tecnologias organizacionais são pouco compreendidas, quando objetivos são ambíguos, ou quando o ambiente cria incerteza simbólica, as organizações podem buscar se modelar com base em outras organizações (tradução nossa)” .

A reorientação da atenção do gestor, do atendimento às pressões do principal à busca por legitimidade, deve levar as organizações a desenvolverem modelos de governança ou regência capazes de lidar com essa variação, modelos esses que devem se situar dentro de uma gradação associada à característica do ambiente de atuação. Ambientes de mercado competitivos, com facilidade para definir objetivos e avaliar o esforço necessário para alcançá-lo, seriam o ambiente mais adequado para as proposições da teoria da agência, para utilização da denominada *first best solution*. Entretanto, ao passo que essa mensuração se torna-se mais complexa pela ausência de referenciais de mercado, o gestor iria buscar se legitimar pela maior aderência aos processos isomórficos do campo organizacional.

É nesse sentido que Eisenhardt (1988) e Conlon e Parks (1989) utilizam resultados de pesquisa empírica para mostrar a melhor explicabilidade de um modelo que associa a teoria da agência à teoria institucional.

No contexto dos fundos de pensão, a natureza dos planos é o fator que melhor permite diferenciar esses ambientes. Planos de contribuição definida são mais claramente

referenciados pelo mercado, enquanto que os planos de benefício definido envolvem um conjunto maior de dimensões de avaliação, o que dificulta sua comparação com outros produtos financeiros, configurando respectivamente ambientes técnico e institucional, segundo os conceitos da teoria institucional.

H9: A percepção de controle pelos gestores será maior em planos CD que BD

H10: As pressões isomórficas e a comunicação serão mais intensas em planos BD que CD

4.2 DEFINIÇÃO DE CATEGORIAS ANALÍTICAS

Os conceitos e variáveis utilizados neste estudo estão referenciados em dois campos teóricos: na teoria da agência e na teoria institucional.

Pressões do principal – definição constitutiva:

As pressões exercidas pelo principal, voltadas ao controle de comportamentos oportunistas do agente e para reduzir divergências de interesse e propensão a risco são classificadas na teoria da agência como monitoramento, controle e incentivo. São portanto os mecanismos disponíveis, no âmbito da organização, para conformar o comportamento do agente. No contexto das estruturas de governança consideradas na teoria da agência, é expresso pelo direito de voto dos acionistas e proprietários, instrumentos de alinhamento de interesses dos dirigentes, vigilância mútua entre os empregados e conselho de administração. No ambiente dos fundos de pensão, se apresenta pelos instrumentos de controle direto utilizados pelo principal para limitar a possibilidade de ações oportunistas por parte do agente.

Pressões do principal – definição operacional

As pressões do principal serão operacionalizadas por construtos que representam a avaliação da existência de mecanismos de monitoramento, de influência, de controle indireto, e de incentivo e alinhamento de interesses, formados a partir de escala aditiva dos indicadores:

- (a) mecanismos de monitoramento: representa o uso formal de instrumentos de monitoramento por patrocinadores e participantes às atividades dos gestores.
- (b) Influência dos participantes: representa o monitoramento e a capacidade de influência do grupamento dos participantes na gestão da entidade.

- (c) Controle indireto: expressa a capacidade de controle do principal na organização pela disponibilidade de mecanismos indiretos de interferência na gestão, tais como vinculação do gestor a seus quadros funcionais, assunção dos custos administrativos e exigência de comitês.
- (d) Incentivo: Uso de mecanismos, no caso especificamente de participação nos resultados, para alinhamento de interesses.

Percepção de controle – definição constitutiva

Representa o nível de controle percebido pelo gestor, sobre suas ações e independência, pela utilização, pelo principal, dos mecanismos de monitoramento, controle e alinhamento de interesses. Representa, também, a influência que resultados e práticas de outras organizações no campo organizacional têm sobre a atuação do gestor.

Percepção de controle – definição operacional

A percepção de controle é operacionalizada do ponto de vista do gestor, de forma a medir quanto ele se sente limitado ou induzido a determinado comportamento. Além dos mecanismos de pressão do principal, as estruturas de governança são desenvolvidas considerando também o controle externo exercido pelo mercado e pelos pares, e influências de outras organizações do setor.

Essa percepção de controle está desmembrada nos seguintes construtos, constituídos também por processo aditivo aplicado aos indicadores:

- (a) Controle externo pelo mercado: representa o efeito percebido pelo gestor do controle externo realizado pelo mercado sobre suas ações e resultados.
- (b) Percepção do monitoramento: reflete a importância ou pressão percebida pelo gestor dos mecanismos de monitoramento utilizados, mais especificamente nas atividades desempenhadas pelos conselhos.
- (c) Percepção da influência dos participantes na gestão da fundação: reflete as cobranças à atuação do gestor e a capacidade de influência de sua associação.

Pressões isomórficas – definição constitutiva

Representa o poder que práticas institucionalizadas no campo organizacional têm de induzir determinados comportamentos do gestor.

Pressões isomórficas – definição operacional:

Será trabalhada pelos quatro construtos a seguir:

- (a) Influência de outras organizações: representa a importância percebida pelo gestor das práticas e ações utilizadas em outras organizações semelhantes, tais como planos de previdência abertos.
- (b) Práticas de gestão: representa a percepção do gestor relativamente à adoção das práticas de gestão consagradas como mecanismo de obtenção de legitimidade.
- (c) Práticas de outros fundos e organizações do setor: representa a importância atribuída pelo gestor a adotar práticas específicas semelhantes às utilizadas por outras organizações no campo organizacional
- (d) Políticas de benefício: mostra a importância atribuída aos mecanismos isomórficos de caráter normativo.

Comunicação – definição constitutiva

Reflete o uso dos mecanismos disponíveis para a comunicação com o participante. Tem tanto um caráter de prestação de contas, definido como *bonding* pela teoria da agência, como um instrumento à disposição do gestor para dar maior legitimidade a suas ações

Comunicação – definição operacional

Operacionalizada pela avaliação da intensidade da comunicação normal da entidade com seus principais *stakeholders*, principalmente os participantes ativos e assistidos, e o número de meios utilizados.

O quadro sintético 27 apresenta a organização das categorias, construtos e indicadores.

4.3 ESQUEMA DE PESQUISA E DEFINIÇÃO DO UNIVERSO

O sistema de fundos de pensão no Brasil é constituído por 358 entidades (SPC, 2003a), sendo que há informações disponíveis para 343. Dessas, 245 participam da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), órgão de classe que congrega os fundos de pensão.

Para a pesquisa, optou-se por definir como o universo apenas aquelas entidade filiadas à Abrapp pela existência de um cadastro com o endereço das entidades e, portanto, uma melhor possibilidade de acesso. Os fundos de pensão que não são associados à Abrapp têm como característica comum serem de pequeno porte e baixa representatividade econômica. A comparação entre o conjunto das organizações do sistema, com informações disponíveis pela SPC, e os fundos vinculados à Abrapp é apresentada na tabela 1 seguinte:

Tabela 1: População dos fundos de pensão (Fonte: Abrapp, 2004; e SPC, 2003, 2004a, 2004b)

	SPC	Abrapp
Número de fundos de pensão	343	245
Privado	260	173
Público Federal	39	34
Público Estadual	42	36
Público Municipal	2	2
Ativo de investimento (R\$ mil)	209.325.896	191.621.729
Participantes	1.779.612	1.411.451
Assistidos	415.646	363.116
Pensionistas	152.407	124.573

O universo da pesquisa contemplou, portanto, 245 organizações. As unidades de análise foram os fundos de pensão e as unidades observacionais os gestores dessas entidades.

Para proceder à investigação, foi elaborado questionário encaminhado aos gestores dos fundos de pensão. O questionário contemplou quatro grupos de questões. O primeiro grupo se referia à existência e utilização pela organização de mecanismos previstos pela teoria de agência para monitoramento, controle e incentivo dos gestores. Visou portanto registrar a ocorrência ou não do mecanismo. Um segundo grupo de questões buscou registrar, em categorias, a percepção do gestor quanto aos instrumentos utilizados pelo principal para reduzir os problemas de agência e as pressões isomórficas sobre sua organização, principalmente aquelas advindas de outras organizações no campo organizacional. O terceiro

grupo utilizou questões intervalares para identificar a percepção dessas pressões isomórficas. O quarto grupo visou compreender as práticas que utilizava em sua organização, segundo uma escala intervalar.

Esse questionário (anexo 1) foi encaminhado aos gestores das fundações, como o apoio conjunto da Fundação Getulio Vargas e da Abrapp, que apresentavam a pesquisa e solicitavam a participação.

4.4 ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados se orientou a buscar compreender a dinâmica dos fundos, os mecanismos de governança utilizados, e a percepção dos gestores tanto em relação a esses mecanismos quanto às variáveis do ambiente.

Para atender aos objetivos específicos, foi utilizada a análise descritiva com vistas a identificar a utilização dos diversos mecanismos e como isso ocorria segundo determinados cortes. Esses cortes, que subsidiaram também a verificação das hipóteses, estavam relacionados aos grupamentos de análise definidos como:

1. Tipo de plano predominante na organização, se benefício definido ou contribuição definida
2. Origem do patrocinador, se privada ou estatal
3. Volume de ativos de investimentos do fundo de pensão
4. Número de patrocinadores do fundo de pensão
5. Tempo de existência da organização
6. Tempo decorrido de exercício no cargo pelo gestor
7. Número de planos administrados pela entidade
8. Relação entre participantes ativos e assistidos (aposentados e pensionistas)

A comparação entre cada um dos itens do questionário foi realizada segundo esses cortes, buscando identificar diferenças significativas na população em termos das características e mecanismos apresentados em cada questão.

Os indicadores foram posteriormente agrupados, segundo sua validade de face, em um construto, de modo a permitir o uso da análise discriminante.

4.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

O campo de pesquisa foi delimitado às entidades fechadas de previdência privada teve como motivação principal a oportunidade identificada de discutir as questões de governança dentro desse contexto, tema que tem recebido crescente atenção de gestores e técnicos dos fundos.

Do ponto de vista metodológico, essa delimitação do campo visou reduzir as diferenças introduzidas pelo ambiente externo no conjunto das organizações pesquisadas. Como consequência, as diferenças entre as práticas utilizadas pelas organizações se tornaram mais tênues do que ocorreria se fossem pesquisadas áreas de atuação diferentes, como por exemplo a comparação entre escolas e hospitais frente a bancos comerciais, lojas comerciais e empresas atuando no mercado competitivo em geral.

Entretanto, encontrar diferenças entre organizações no mesmo campo se torna mais significativo para verificar a capacidade de generalização de uma teoria.

Outra limitação da pesquisa reflete as características das organizações pesquisadas. A assunção de um plano predominante para os fundos de pensão se, por um lado, assume que o ambiente organizacional se alinha às características desse plano, por outro obscurece os efeitos que a oferta de plano de outra modalidade pode trazer sobre seu comportamento. Além disso, a grande variedade da distribuição dos fundos de pensão quanto a porte, número de associados, e natureza do patrocinador podem exigir a constituição de maior quantidade de agrupamentos ou segmentações que aquelas de duas categorias, adotadas na pesquisa, para melhor compreensão do comportamento dessas organizações.

5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 DESCRIÇÃO DA AMOSTRA E TRANSFORMAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Nesta seção é examinado o conjunto dos dados da amostra, e verificada sua representatividade frente à população para o tratamento dos dados e análises subseqüentes. Para tanto, será examinada a amostra em relação à população em termos dos dados globais e das relações utilizadas para os processos posteriores de discriminação.

5.1.1 Amostra e representatividade

Fundos de pensão têm necessariamente que ser patrocinados por alguma empresa. Mais recentemente, com a promulgação da Lei Complementar 109 em 2001, podem também ser patrocinados por associações e sindicatos, denominados instituidores, o que entretanto ainda se manifesta de forma limitada, não tendo sido registrado na pesquisa.

É importante observar que há duas características que podem produzir mudanças na forma de gestão dos fundos.

A primeira delas se refere ao tipo de patrocinador. Os primeiros fundos de pensão, criados até o advento da Lei 6.435, em 1977, eram em sua maioria patrocinados por empresas estatais. A nova legislação – Lei Complementar 108/01 – trouxe também mudanças a esse contexto, condicionando de forma diferente a gestão e organização dos fundos nessa condição. Enquanto fundos com patrocinadores privados não têm limitações para o número de diretores e conselheiros deliberativo e fiscal, aqueles patrocinados por empresas estatais têm como limitação 6 diretores, 6 conselheiros deliberativos e 4 conselheiros fiscais.

No controle da organização, para fundos de pensão com patrocinadores privados é exigido que um terço dos membros do conselho deliberativo sejam representantes dos participantes. Nos patrocinados por estatais, essa proporção é de metade em ambos os conselhos, sendo que

no deliberativo a presidência e voto de minerva é exercido pelo representante do patrocinador, e no fiscal pelo representante dos participantes.

A segunda característica a destacar é o número de patrocinadores do fundo. A nova LC 109 regulamentou o instituto do multipatrocínio, pelo qual um fundo de pensão pode ter diversos patrocinadores. Como consequência, cada vez mais se separam a governança da entidade e dos planos.

Ambas as características tornam importante o exame da natureza do fundo para a análise das hipóteses de pesquisa.

Nesse sentido, a representatividade da amostra deve guardar não apenas as proporções da população em termos das suas principais dimensões mas também das variáveis discriminantes. Para este estudo, o conjunto das variáveis que serviram para avaliar a plausibilidade das hipóteses de pesquisa, e verificar a representatividade da amostra estava constituído pelas seguintes variáveis foram:

- (a) Origem do patrocinador,
- (b) Volume de ativos de investimentos,
- (c) Tipo de plano,
- (d) Número de patrocinadores,
- (e) Tempo de existência da EFPP,
- (f) Tempo decorrido de mandato do gestor,
- (g) Número de planos, e
- (h) Maturidade dos planos.

Do universo de pesquisa envolvendo 245 fundos de pensão, as análises mostraram a necessidade de se excluir 5 fundos sob intervenção e 4 em liquidação, resultando em um universo com 236 fundos com a seguinte distribuição:

Núm. de EFPP	Patrocínio	Ativo de Investimentos R\$	Participantes	Assistidos	Pensionistas	Total de Assistidos	Total Geral
169	Privado	62.347.247.733	809.567	157.412	48.560	205.972	1.015.539
33	Púb. Federal	113.327.702.421	440.769	158.451	54.552	213.003	653.772
32	Púb. Estadual	15.499.807.743	147.882	44.644	20.145	64.789	212.671
2	Púb. Municipal	81.260.953	2.110	169	50	219	2.329
236	<i>Total Global</i>	<i>191.256.018.850</i>	<i>1.400.328</i>	<i>360.676</i>	<i>123.307</i>	<i>483.983</i>	<i>1.884.311</i>

Quadro 5: Universo de pesquisa (Fonte: Abrapp, 2003; SPC 2004a, 2004b)

O processo de envio e recebimento dos questionários ocorreu no período de novembro de 2003 a janeiro de 2004. Após o envio inicial por meio de correspondência na modalidade Aviso de Recebimento, estabeleceu-se contato telefônico com as principais entidades de cada região. Paralelamente, a Abrapp divulgou a realização da pesquisa em seus informativos aos associados. Ao final desses esforços, obteve-se um retorno 81 questionários respondidos.

A tabela 2 apresenta a comparação da amostra frente ao universo:

Tabela 2: Universo e amostra (Fonte: Abrapp, 2003 e SPC, 2004a e 2004b)

	Universo	Amostra	Percentual Amostra sobre universo (%)
Número de EFPP	236	81	34,32
Privado	169	44	26,04
Público Federal	33	23	69,70
Público Estadual	32	13	40,63
Público Municipal	2	1	50,00
Ativo de investimento (R\$ mil)	191.256.018	138.062.947	72,19
Participantes	1.400.328	654.580	46,74
Assistidos	360.676	274.222	76,03
Pensionistas	123.307	99.471	80,67
Total de Assistidos	483.983	373.693	77,21
Total Geral	1.884.311	1.028.273	54,57

Os 81 questionários retornados representaram 34,3% do universo de pesquisa, constituído pelos 236 fundos de pensão associados à Abrapp em situação normal.

Com relação ao tipo de patrocinador e à segmentação utilizada para a pesquisa, a amostra apresentou um conjunto de 55% dos fundos com patrocinadores estatais e 26% de patrocinadores privados, mostrando portanto uma maior adesão proporcional à pesquisa do primeiro grupo.

O total dos fundos respondentes à pesquisa representa 47% do total de participantes ativos do sistema e 77% dos assistidos e pensionistas, fato que decorre da maior maturidade dos planos estatais.

O volume de ativos englobou 72% dos recursos totais de investimentos disponíveis no universo da pesquisa e significativamente acima dos 34,3% de participação por unidades de análise.

Para as demais variáveis discriminantes, não há informações que permitam verificar a representatividade da amostra.

Esses resultados apontam à maior participação percentual de fundos patrocinados por entes estatais (FPE), o que pode introduzir distorções nas análises, que precisam ser avaliadas e controladas, relativamente à maturidade, tipo de plano predominante e volume de ativos e de ativos de investimentos, uma vez que esses fundos são geralmente mais antigos, com maior número de participantes e ativos acumulados. Além disso, são os que foram menos sujeitos à migração que vêm ocorrendo nos planos, de benefício definido para contribuição definida.

A segmentação da amostra em torno da mediana, e não da média, para as variáveis discriminantes foi utilizada como forma de minimizar esse viés. Nas análises subsequentes, considerações adicionais serão apresentadas quando essas variações relativas da representatividade da amostra produzirem impactos nos resultados.

5.1.2 Perfil da amostra

Apresentam-se a seguir os resultados obtidos pela tabulação das informações sobre os dados gerais sobre as entidades. Além das informações solicitadas no primeiro bloco do questionário, foram incluídas a origem do patrocinador e o volume de ativos de investimentos, ambos obtidas dos relatórios da Secretaria da Previdência Complementar (SPC, 2004a e 2004b).

(a) Origem do patrocinador

Antes da promulgação da Lei Complementar 109, em 29 de maio de 2001, apenas empresas podiam constituir fundos de pensão em benefício de seus próprios empregados. Com essa lei,

essa possibilidade foi facultada também a sindicatos e associações, fato ainda não registrado nos relatórios oficiais utilizados, uma vez que apenas recentemente esses novos fundos começaram a ser constituídos.

A origem do patrocinador é de fundamental importância porque reflete arcabouços legais diversos. Fundos patrocinados por empresas estatais estão sujeitos tanto à LC 109, que estabelece o marco legal do setor de previdência complementar fechada e aberta, quanto à LC 108, da mesma data, que regula a relação dessas entidades com o patrocinador e em especial as questões de governança. Nas análises subsequentes, os fundos presentes na amostra foram classificados em dois grupos: fundos com patrocinadores privados (FPP) e fundos com patrocinadores estatais (FPE), englobando nesta última os segmentos federal, estadual e municipal.

Tabela 3: Origem do patrocinador na amostra

Origem do patrocinador	Frequência	Percentual
Privado	44	54,3
Público Federal	23	28,4
Público Estadual	13	16,0
Público Municipal	1	1,2
Total	81	100,0

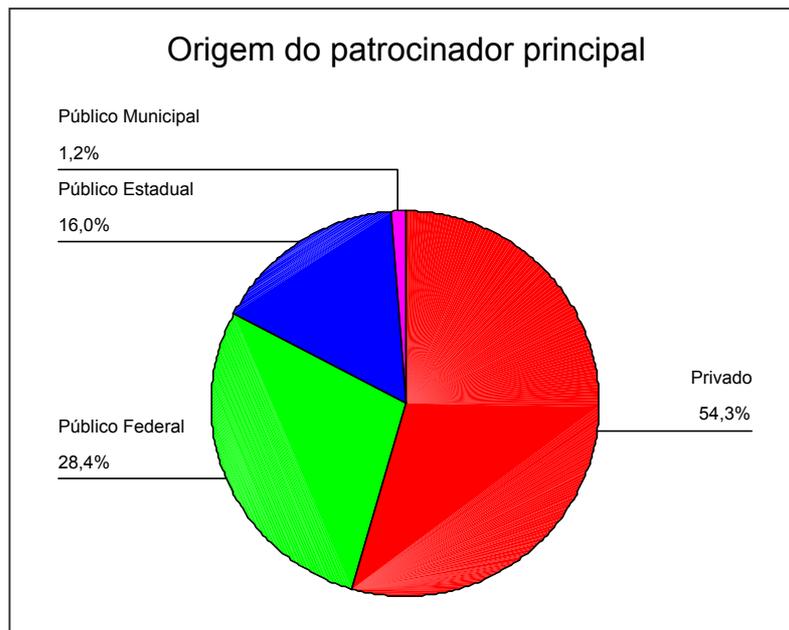


Figura 7: Origem do patrocinador principal

(b) Volume de ativos de investimento

Ao contrário da previdência oficial, que adota mecanismos de repartição simples dos recursos arrecadados no mesmo período, a previdência complementar opera por meio de capitalização de recursos. Patrocinadores e, em geral, participantes fazem aportes regulares para composição das reservas destinadas ao posterior pagamento dos benefícios. Os ativos de investimento refletem tanto o tempo decorrido de acumulação dos recursos, número de participantes dos planos, valor salarial médio, e eficiência na gestão financeira.

Essa informação não foi solicitada no questionário, mas retirada diretamente dos relatórios da SPC (2004b). Reflete a posição dos ativos de investimentos dos fundos da amostra entre os meses de outubro e novembro de 2003.

Tabela 4: Perfil da amostra para os ativos de investimento

		Valores em R\$ mil
Média		1.704.481
Desvio Padrão		6.625.462
Mínimo		10.394
Máximo		54.305.457
Soma		138.062.948
Percentis	25	85.546
	50	299.448
	75	745.063

(c) Número de patrocinadores (Questão 2)

Fundos de pensão podem ter mais de um patrocinador, para um ou vários dos planos que gerencia. A privatização de empresas estatais teve conseqüências diretas na expansão do multipatrocinio nos fundos de pensão, ao desmembrar as *holdings* de setores como elétrico e telefonia, registrada na amostra e evidenciada pela elevada amplitude (de 2 a 63), e desvio padrão (11,8):

Tabela 5: Perfil da amostra para o número de patrocinadores

		Número de patrocinadores
Média		6,9
Moda		2,0
Desvio Padrão		11,8
Mínimo		1,0
Máximo		63,0
Percentis	25	2,0
	50	3,0
	75	5,5

(d) Tempo de existência da entidade (Questão 3)

O primeiro fundo de pensão surgiu, não com essa denominação, em 1904: a PREVI. Nas décadas de 70 e 80 vários outros fundos foram constituídos, principalmente por empresas estatais, após a regulamentação desse sistema em 1977, com a Lei 6.435.

O tempo de existência do fundo de pensão pode apontar à utilização mais freqüente das práticas usuais no setor. Além disso, deve estar relacionado também ao processo de acumulação de recursos (ativos de investimento) e maturidade dos planos.

A mediana, com 22 anos, exprime a consolidação do sistema de fundos de pensão. Entretanto, o primeiro quartil em 12,5 anos mostra também que o sistema tem crescido pouco, em número de fundos, nos últimos anos.

Tabela 6: Perfil da amostra para o tempo de existência da entidade

Tempo de existência em anos	
Média	21,3
Moda	24,0
Desvio Padrão	12,8
Mínimo	1,0
Máximo	99,0
Percentis	
	25
	50
	75
	12,5
	22,0
	26,0

Obs.: Há múltiplas modas.

(e) Tempo decorrido de mandato do gestor (Questão 4)

Na tabulação das respostas, foram considerados apenas os anos completos de mandato, desprezadas eventuais frações. O último quartil em 6,25 anos, aponta à significativa existência de gestores com grande tempo no cargo. A moda zero, significando gestores que ainda não haviam completado um ano no cargo, indica também à renovação recente dos mandatos, possivelmente motivada pelas mudanças nos cargos dos fundos de pensão patrocinados por empresas estatais federais. A pergunta não considerava eventuais mandatos em outros fundos de pensão, mas apenas o tempo decorrido no mandato atual.

Tabela 7: Perfil da amostra para tempo no cargo do gestor

		Tempo decorrido de mandato do gestor
Média		4,29
Moda		0
Desvio Padrão		4,03
Mínimo		0
Máximo		18
Percentis	25	1
	50	3
	75	6,25

- (f) Número de membros no conselho deliberativo e representação dos participantes (Questão 5 e Questão 6)

A legislação atual do setor determina a participação mínima de representantes dos participantes no conselho deliberativo das entidades, fixada em um terço para fundos patrocinados por empresas privadas e de metade nos estatais, embora diversas entidades ainda não tenham ajustado seus estatutos. O número máximo de membros é limitado apenas nos FPE igual a seis. O resultado da tabulação das respostas apresenta uma coluna adicional referente à participação dessa representação no total de membros do conselho. Apresenta também os resultados separados para FPP e FPE.

Tabela 8: Perfil da amostra para participação no conselho dos fundos de pensão

TOTAL (FPP e FPE)	Número de membros CD	Número de representantes dos participantes no CD	Percentual de conselheiros escolhidos pelos participantes
Média	6,17	2,34	36,79%
Moda	6	3	50,00%
Desvio Padrão	2,42	1,56	20,07%
Mínimo	3	0	0,00%
Máximo	18	9	100,00%
Percentis	25	5	27,27%
	50	6	50,00%
	75	6	50,00%

Tabela 9: Perfil da amostra para participação no conselho dos fundos patrocinados por empresas privadas

FPP	Número de membros CD	Número representantes dos participantes no CD	Percentual de conselheiros escolhidos pelos participantes
Média	6,52	1,83	25,16%
Moda	3	0	33,00%
Desvio Padrão	3,19	1,83	18,66%
Mínimo	3	0	0,00%
Máximo	18	9	67,00%
Percentis	25	4	0,00%
	50	6	33,33%
	75	9	33,33%

Tabela 10: Perfil da amostra para participação no conselho dos fundos patrocinados por empresas estatais

FPE	Número de membros CD	Número representantes dos participantes no CD	Percentual de conselheiros escolhidos pelos participantes
Média	5,76	2,92	50,00%
Moda	6	3	50,00%
Desvio Padrão	0,72	0,89	11,79%
Mínimo	4	0	0,00%
Máximo	7	7	100,00%
Percentis	25	6	50,00%
	50	6	50,00%
	75	6	50,00%

- (g) Número de membros na diretoria e representação dos participantes (Questão 7 e Questão 8)

A LC 108 limita, apenas para os FPE, o número de integrantes na diretoria da entidade, não prevendo representação dos participantes. Os resultados apresentados a seguir também contemplam uma coluna adicional para assinalar a proporção da representação dos participantes na diretoria.

Tabela 11: Perfil da amostra para participação na diretoria dos fundos de pensão

TOTAL (FPP e FPE)	Número de membros na Diretoria	Número representantes dos participantes na Diretoria	Percentual de diretores escolhidos pelos participantes
Média	3,41	0,36	10,31%
Moda	3	0	0,00%
Desvio Padrão	0,77	0,71	20,14%
Mínimo	2	0	0,00%
Máximo	6	3	100,00%
Percentis	25	3	0,00%
	50	3	0,00%
	75	4	25,00%

Tabela 12: Perfil da amostra para participação na diretoria dos fundos de pensão patrocinados por empresas privadas

FPP	Número de membros na Diretoria	Número representantes dos participantes na Diretoria	Percentual de diretores escolhidos pelos participantes
Média	3,36	0,28	8,33%
Moda	3	0	0,00%
Desvio Padrão	0,75	0,55	16,77%
Mínimo	2	0	0,00%
Máximo	6	2	67,00%
Percentis	25	3	0,00%
	50	3	0,00%
	75	4	0,00%

Tabela 13: Perfil da amostra para participação na diretoria dos fundos de pensão patrocinados por empresas estatais

FPE	Número de membros na Diretoria	Número representantes dos participantes na Diretoria	Percentual de diretores escolhidos pelos participantes
Média	3,46	0,46	12,57%
Moda	3	0	0,00%
Desvio Padrão	0,8	0,85	23,46%
Mínimo	2	0	0,00%
Máximo	6	3	100,00%
Percentis	25	3	0,00%
	50	3	0,00%
	75	4	25,00%

(h) Número de planos (Questão 9)

A entidade pode ter quantos planos desejarem seus patrocinadores. É possível patrocinadores compartilharem o mesmo plano para seus empregados, terem planos individualizados, ou mesmo terem mais de um plano. Isto têm sido freqüentemente utilizado por empresas que mudaram seus processos de contratação e formação de carreiras e que adotavam planos benefício definido, oferecendo novas modalidades de planos, principalmente do tipo contribuição definida, para aqueles recentemente contratados.

Tabela 14: Perfil da amostra para número de planos administrados por fundo de pensão

Número de planos administrados	
Média	3,16
Moda	1
Desvio Padrão	5,09
Mínimo	1
Máximo	31
Percentis	25
	50
	75

As relações apresentadas na amostra apontam a uma relação pequena de planos por fundo de pensão. A média de 3,16, elevada comparativamente à mediana e moda, apontam à existência de alguns poucos fundos com número elevado de planos.

Uma análise mais detalhada evidencia esse fato. As duas maiores administradoras de planos, com 31 e 30 planos, têm uma característica diversa de outros fundos de pensão, visto que têm interesses comerciais na gestão dos planos, embora sejam organizações sem fins lucrativos.

(i) Número de participantes dos planos (Questão 10)

O número de participantes está associado a diversas características do plano tais como o tipo e natureza do patrocinador e o tempo de existência da entidade. Para o estudo, mais significativo foi observar a situação de maturidade dos planos administrados pelos fundos de pensão, expressa pela relação entre os participantes ativos e os assistidos mais pensionistas.

A prática usual no setor, para caracterizar a maturidade de um plano, é observar a relação entre receitas e despesas previdenciárias. No momento em que essas receitas, somadas ao retorno nominal dos investimentos, são inferiores às necessidades para pagamento das aposentadorias e pensões, há necessidade de se realizar desinvestimentos para assegurar o desembolso, momento que é tecnicamente definido como maturidade.

Nesta pesquisa, estamos utilizando um conceito similar como *proxy*, que atende melhor às necessidades do estudo e às possibilidades de obtenção dos dados. Como se objetiva verificar a preponderância de um grupo de participantes sobre outro, a maturidade foi calculada como a relação entre o número de ativos pelo de assistidos, considerados tanto aposentados como

pensionistas. A tabela 15 apresenta a distribuição dos participantes e assistidos, e da maturidade dos planos dos fundos.

Tabela 15: Perfil da amostra para participantes dos planos

	Número de participantes ativos	Número de participantes assistidos	Número de pensionistas	Maturidade (ativos / (assistidos + pensionistas))
Média	8182	3428	1259	36,51
Desvio Padrão	14218	9073	3821	93,82
Mínimo	1	0	0	1,01
Máximo	80120	54393	24675	686,00
Percentis	25	1259	108	25
	50	2927	557	122
	75	8927	2614	734

A mediana representa efetivamente a melhor medida de tendência central dessa distribuição, pois a média é muito influenciada pela existência de valores extremos

A observação do desvio padrão mostra uma grande dispersão da distribuição, com elevada incidência de planos maduros, com relação ativo por assistido inferior a 3,8, enquanto que 25% têm acima de 22,4.

(j) Número de empregados da fundação, exceto terceirizados (Questão 11), e percentual das atividades terceirizadas (Questão 12)

Grande parcela das fundações, principalmente as menores, utiliza os recursos, humanos e materiais, de suas patrocinadoras. É também significativo o uso de terceirização no setor, sobretudo na gestão financeira. As informações a seguir refletem essas características:

Tabela 16: Perfil da amostra para números de empregados e terceirização

	Número de empregados na fundação	Terceirização da gestão dos ativos	Terceirização da gestão do passivo	Terceirização da gestão administrativa
Média	65,52	56,60	21,52	15,65
Moda	0,00	100,00	0,00	0,00
Desvio Padrão	165,32	39,06	36,61	30,58
Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00
Máximo	1237,00	100,00	100,00	100,00
Percentis	25	3,00	11,75	0,00
	50	14,00	69,50	0,00
	75	53,00	94,75	45,00

(k) Tipo de plano predominante (Questão 13 e Questão 14)

A questão 13 pedia ao respondente que assinalasse qual o tipo do plano principal em sua entidade, se benefício definido ou contribuição definida/misto. Essa característica podia estar associada tanto ao volume de ativos quanto ao número de participantes, sendo que cabia ao respondente optar pelo que considerasse mais significativo. No Brasil, praticamente não se registra a ocorrência do denominado CD “puro”, uma vez que em geral esses planos incluem benefícios de natureza solitária, tais como seguro de vida ou invalidez, pelo que a opção por classificar os planos apenas nessas duas categorias.

Dois fundos não identificaram um plano predominante. No entanto, uma busca posterior feita nos respectivos sítios na internet permitiu tal identificação.

Tabela 17: Perfil da amostra para tipos de plano predominante

	Frequência	Percentual
Benefício Definido	39	49,4
Contribuição Definida ou misto	40	50,6

Entretanto, o objetivo da pesquisa era compreender a dinâmica das organizações, o que por vezes pode ter se configurado sob o contexto de ambientes anteriores diferentes. No caso dos fundos de pensão, têm ocorrido um movimento de migração dos planos na modalidade benefício definido para os de contribuição definida. Essas migrações podem demorar a repercutir nas dimensões analisadas pela pesquisa – alterando a cultura interna, modelo de gestão e instrumentos utilizados – pelo que se considerou para efeitos do estudo a situação dos fundos de dois anos atrás, período analisado como necessário para a consolidação de eventuais mudanças nos aspectos pesquisados.

A questão 14 buscava saber se o plano predominante tinha sido objeto de migração há menos de dois anos. Dentre esses, apenas 7 tinham sido objeto de migração. Foi produzida para análise uma nova variável, representada pela resposta ao tipo de plano predominante (questão 13) associada à ocorrência ou não de migração recente (questão 14). Nos fundos onde tinha ocorrido essa migração, foi invertido o tipo de plano, de BD para CD ou vice-versa. O resultado ficou:

Tabela 18: Perfil da amostra para tipos de plano predominante há 2 anos

	Frequência	Percentual
Benefício Definido	45	55,6
Contribuição Definida ou misto	34	42,0
Não há tipo predominante	2	2,5

A mudança introduzida pela consideração da migração inverteu a predominância dos planos CD apresentados pelas respostas iniciais, desconsiderada a migração, o que aponta à intensidade recente desse movimento.

- (l) Participação da patrocinadora no custeio do plano, como percentual da folha de pagamento (Questão 15)

As respostas a essa questão foram submetidas a uma depuração antes da tabulação, uma vez que em 11 casos foi registrado o percentual em relação à participação dos empregados, e não relativa à folha de pagamento, e 9 não responderam. As questões válidas apresentaram o seguinte resultado:

Tabela 19: Perfil da amostra para participação da patrocinadora no custeio do plano

Participação da patrocinadora no custeio do plano (percentual da folha)	
Respostas válidas	61
Média	6,3704
Moda	0
Desvio Padrão	4,9451
Mínimo	0
Máximo	18,22
Percentis	
25	1,95
50	5,12
75	9,6425

- (m) Custeio das despesas administrativas exclusivamente pelo patrocinador (Q16)

Esta última questão do bloco de dados gerais sobre a entidade no questionário, visava a registrar a forma de custeio das necessidades da gestão do fundo de pensão.

Tabela 20: Perfil da amostra para participação da patrocinadora no custeio administrativo

	Frequência	Percentual
Exclusivamente	35	39,33
Não exclusivamente	44	49,44

5.1.3 Processo de transformação das variáveis

Foram 4 as etapas de tratamento dos dados para utilização nas análises, principalmente multivariadas: digitação, validação e transformação, inclusão de novas variáveis oriundas de fontes externas, uniformização, e reconstrução das novas variáveis de análise.

Etapa 1: Processos de digitação, validação e transformação das variáveis:

Para o processo de digitação dos dados, foram definidas categorias que permitissem atribuir pontos diferentes de zero ou mais elevados à intensidade da utilização e percepção dos indicadores. Dessa forma, itens que verificavam a utilização de determinado instrumento de monitoramento recebiam valor 0 caso aquele instrumento não existisse ou não fosse utilizado e 1 em caso positivo.

Na seqüência, foi realizada a validação dos dados, corrigindo eventuais erros de digitação e validando as respostas. Essa análise evidenciou discrepâncias na compreensão de algumas questões, principalmente da questão que tratava da participação da patrocinadora no custeio do plano em relação a sua folha de pagamento (questão 15). Parte dos respondentes compreendeu como percentual do próprio custeio, e não da folha. Esses casos foram separados da análise.

A escala da questão 48 foi invertida, de forma a assegurar que à maior concordância era atribuído valor mais elevado, mantendo o procedimento adotado para as demais questões.

A transformação das variáveis foi realizada nas questões 13 e 14, 19, 36 e 37. Como o estudo visava a analisar o comportamento dos fundos, principalmente práticas e percepções mais arraigadas, foi associado à entidade o tipo de plano que tinha como mais significativo há dois anos, uma vez que as migrações de plano demoram algum tempo para produzir mudanças estruturais e comportamentais mais profundas. Por isso, a questão 13 – sobre o plano predominante – foi associada à questão 14, relativa à ocorrência ou não de migração, para

produzir uma nova variável para as análises, que expressasse o tipo de plano predominante na entidade há mais de 2 anos.

Na questão 19, que solicitava ao respondente apresentar os indicadores e métricas utilizados no planejamento e organização do fundo de pensão, procedeu-se a uma categorização das respostas para fins de análise qualitativa. A análise das respostas conduziu à seguinte classificação, objeto de análise posterior:

Nas questões 36 e 37, relativas respectivamente aos veículos utilizados e à intensidade da comunicação normal com o participante, o tratamento visou permitir a mensuração dessas dimensões. Para a questão 36 foi criada nova variável que representava a totalização do número de veículos utilizados na comunicação. Também para a questão 37 foi criada variável para sintetizar as respostas, atribuindo-se pontos de uma escala de 7 a 1 para a frequência da comunicação, atribuindo-se 7 à comunicação diária ou semanal, 6 para mensal e assim por diante.

Etapa 2: Inclusão de novas variáveis de fontes externas

Com o objetivo de permitir identificar duas características dos fundos de pensão significativas para o estudo, foram incluídas as variáveis “tipo” e “ativos”, obtidas de fontes externas. A primeira se refere à natureza do patrocinador, se privado ou estatal (federal, estadual ou municipal). A variável “ativos” se refere ao volume de recursos de investimentos dos fundos. Essas variáveis não foram solicitadas na pesquisa, uma vez que estavam disponíveis nos relatórios oficiais da Secretaria da Previdência Complementar (SPC 2004a e 2004b), que foram utilizados para esse fim.

Etapa 3: Re-escalamento das variáveis

O questionário foi construído com base em variáveis categóricas. A decisão de operacionalizar os conceitos em mais de uma variável previa a necessidade de rearranjo dessas variáveis em torno de uma nova variável, re-escalada, ao nível do construto. Processo semelhante seria listar, por exemplo, os instrumentos utilizados para o monitoramento pelo principal e dar um valor equivalente ao número total de instrumentos.

Outra razão para esse re-escalamento foi redimensionar o número de categorias em função do tamanho da amostra, de forma a evitar frequências baixas em determinadas categorias.

O primeiro passo para esse processo foi reduzir determinados indicadores para 2 categorias. Embora tenha havido perda de informação nesse processo, ele possibilitou homogeneizar a transformação posterior das variáveis por mecanismo de adição.

Foram objeto dessa transformação tanto as variáveis explicativas com mais de 2 categorias quanto as variáveis discriminantes, que foram utilizadas para testar as hipóteses de existência de diferenças significativas entre os grupos.

O conjunto de variáveis das questões 32 e 38, propostas sob a forma intervalar, foi transformado em fatores pelo uso da análise fatorial, e os respectivos escores utilizados nas análises.

Dentre as variáveis explicativas, foram categorizadas as questões 34, 35 e 42, relativas a questões onde se pedia a manifestação do respondente sobre a importância da pressão exercida por determinados fatores. Foram consideradas como baixa as respostas com valor de 1 a 4, e alta aquelas com valores entre 5 a 7, substituídas respectivamente por 1 e 2. A questão 42 foi classificada como 0, para influência até grau 4 do resultado obtido por outros fundos para a gestão da entidade, e 1 para influência assinalada como 5 ou superior. A questão 47 foi transformada em 0, quando raramente ou nunca havia influência das práticas de gestão da patrocinadora para o fundo, e 1 quando havia alguma. A utilização de categorias definidas como 0 e 1, ou em outros casos, como 1 e 2, guardou coerência com as demais variáveis constitutivas de um mesmo construto.

As questões 5, 6, 7 e 8 visavam a verificar a representatividade dos participantes no conselho e diretoria. O interesse era a relação entre o número de representantes escolhidos pelos participantes sobre o número total de membros desses órgãos. Sobre essa proporção foi aplicado processo de categorização. Observando-se a distribuição das respostas, esses grupos foram divididos em 1 (baixo) quando a participação no conselho deliberativo era de até um terço, e no conselho diretor nula, e 2 nos demais casos, equivalentes a uma participação considerada alta em relação à mediana.

As variáveis discriminantes também foram transformadas pela criação de 2 grupos, ou pela medida de tendência central ou pelo que se buscava compreender das práticas dos fundos de pensão. A síntese das transformações processadas para essas variáveis são apresentadas no quadro 26 logo após a explicação dessas transformações:

- (a) tipo de fundo de pensão (patrocinador): constituído um grupo para fundos com patrocinadores privados (FPP) e outro para patrocinadores estatais (FPE), independentemente da instância, se federal, estadual ou municipal.
- (b) volume de ativos: como a dispersão se mostrava muito grande, foi utilizada a mediana para separar os grupos, respectivamente acima e abaixo desse valor.
- (c) número de patrocinadores: fundos com até 2 patrocinadores constituíram um grupo, e aqueles com 3 ou mais outro grupo. Além da distribuição, foi avaliado que diversas entidades consideraram também a si próprias como patrocinadoras da parcela do plano relativa a seu quadro próprio, e que o valor de 3 seria mais significativo para evidenciar a existência do multipatrocínio.
- (d) tempo de existência da entidade: também por ser grande a dispersão, foi utilizada a mediana para dividir os grupos.
- (e) tempo que o primeiro gestor está no cargo: nessa questão o objetivo foi verificar se administradores com menos tempo no cargo recebiam tratamento diferenciado, no que tange ao uso dos instrumentos de monitoramento e controle pelo principal. Foram classificados em um grupo aqueles com até 2 anos incompletos, e os demais em outro grupo.
- (f) número de planos administrados: Um grupo formado pelas entidades com 1 plano, e outro grupo para aquelas com 2 planos ou mais.
- (g) maturidade dos planos administrados: registrada segundo a relação entre ativos e assistidos, considerados os aposentados e pensionistas. Assinalados em um grupo os fundos de pensão com relação de até 3,71 ativo por assistido, que representa a relação existente em 50% dos fundos de pensão e aponta ao grupamento com uma maturidade mais elevada, e aqueles com relação superior a essa proporção em outro grupo.

Tipo de fundo de pensão	<ol style="list-style-type: none"> 1. FPP – Fundo com patrocinador privado 2. FPE – Fundo com patrocinador estatal
Volume de ativos de investimentos	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pequeno: ativos inferiores R\$ 299.448.354 2. Grande: ativos iguais ou superiores a R\$ 299.448.354
Número de patrocinadores	<ol style="list-style-type: none"> 1. Simples – fundos com até 2 patrocinadores 2. Multi – fundos com 3 ou mais patrocinadores
Tempo de existência do fundo de pensão	<ol style="list-style-type: none"> 1. Novo – até 21 anos de existência 2. Antigo – com 22 anos ou mais de existência
Tempo no cargo do gestor	<ol style="list-style-type: none"> 1. Recente – com até um ano completo no cargo 2. Não recente – com 2 ou mais anos completos no cargo
Número de planos administrados	<ol style="list-style-type: none"> 1. Monoplano – administração de um único plano 2. Multiplano – administração de 2 ou mais planos
Maturidade dos planos administrados	<ol style="list-style-type: none"> 1. Maduro – relação ativo / (assistido + pensionista) até 3,71 2. Crescente – relação ativo / (assistido + pensionista) maior que 3,71

Quadro 6: Segmentação das variáveis discriminantes

Etapa 4: Operacionalização dos construtos

A partir do tratamento anterior, foram construídas escalas com base na validade de face e segundo a definição operacional dos conceitos, seguindo um processo aditivo de forma que quanto maior seus valores, mais intensa seria a presença do construto que objetivavam operacionalizar.

Seguindo a organização das categorias analíticas, essas novas escalas foram organizadas de forma a separar aquilo que registrava mecanismos existentes para controle dos problemas de

agência do que representava uma percepção do gestor quanto às pressões que recebia no cargo, fossem elas de participantes, patrocinadores, outras organizações, mercado ou pares.

Outro grupo de variáveis foi obtido pela extração de fatores, por meio da análise fatorial aplicada às questões que avaliavam a percepção do gestor segundo uma escala intervalar.

O quadro 7 apresenta a organização das categorias analíticas, conforme definidas na metodologia, os construtos que as compõem e os indicadores associados aos construtos:

Quadro sintético de organização das categorias, construtos e variáveis:

CATEGORIA ANALÍTICA	DIMENSÃO (CONSTRUTO)	TIPO DE ESCALA	INDICADOR	
			<i>Definição</i>	<i>Questão</i>
Pressões do principal	Mecanismos de monitoramento	Aditiva	Existência de planejamento estratégico	17a
			Metas exclusivamente financeiras no planejamento	17b
			Mecanismo formal de avaliação do gestor	18
			Escolha do atuário sujeita a aprovação	27
			Escolha de consultoria atuarial sujeita a aprovação	28
			Escolha de gestores financeiros sujeita a aprovação	29
			Tipos de relatórios encaminhados à patrocinadora	30
			Ocorrência de auditorias além das legais	31
	Influência dos participantes	Aditiva	Relação entre conselheiros deliberativos representantes dos participantes e do patrocinador	5 e 6
			Relação entre diretores representantes dos participantes e do patrocinador	7 e 8
			Existência de associação dos participantes	40
	Controle indireto	Aditiva	Forma de custeio das despesas administrativas	16
			Origem do primeiro gestor do fundo de pensão	22
			Dedicação do primeiro gestor do fundo de pensão	23
			Existência de comitês prévios à deliberação da diretoria	24
	Incentivo	Aditiva	Uso de política de participação nos resultados para gestores	20
			Elementos da política de participação nos resultados	21.1
			Importância da política de participação nos resultados	21.2

Percepção de controle	Percepção do monitoramento	Aditiva	Análise pelo conselho deliberativo dos relatórios	25		
			Análise do conselho fiscal dos relatórios	26		
	Percepção da influência dos participantes na gestão	Aditiva	Conhecimento dos participantes dos resultados financeiros	34		
			Conhecimento dos participantes da gestão do fundo	35		
			Acompanhamento e influência dos participantes na gestão	39		
			Intensidade das pressões da associação de participantes	41		
			Controle externo pelo mercado	Aditiva	Possibilidade de avaliação do gestor do fundo pelos pares	43
			Possibilidade de avaliação do gestor do fundo pelo mercado	44		
Condições do mercado em avaliar o desempenho do gestor	45					
Pressões isomórficas	Influência de outras organizações	Aditiva	Influência dos resultados de outros fundos de pensão e de investimento sobre a gestão	42		
			Influência das práticas de gestão de outros fundos	46		
			Influência das práticas de gestão do patrocinador	47		
	Influência de modelos de gestão	Escore fatoriais	Importância para participantes de modelos de gestão e investimentos realizados	38a, 38b, 38h		
			Pressão das práticas de outros fundos	32d, 32e		
			Pressão normativa	32g, 38e		
Comunicação	Intensidade da comunicação e meios utilizados	Aditiva	Número de veículos de comunicação com o participante	36		
			Intensidade da comunicação com o participante	37		

QUADRO 7: Quadro sintético de organização das categorias, construtos e variáveis

5.2 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

As análises realizadas utilizaram modelos univariados e multivariados. Nesta seção, serão apresentados e comentados os resultados da aplicação dos testes univariados às respostas, divididos entre as variáveis discriminantes, explicativas e demais variáveis.

Inicialmente, são testadas as diferenças entre os grupos constituídos pelas próprias variáveis discriminantes. Na sequência são analisadas as variáveis explicativas. Em um terceiro bloco, os resultados obtidos para as variáveis categóricas das questões 32, 38 e 48 são apresentados.

5.2.1 Resultados e análises das variáveis discriminantes

As análises foram orientadas para averiguar o comportamento dos respondentes segundo as 8 variáveis discriminantes, verificando se havia diferença entre os grupos segmentados por essas variáveis:

1. Tipo de plano
2. Origem do patrocinador
3. Volume de ativos em R\$ da EFPP
4. Número de patrocinadores
5. Tempo de existência da EFPP
6. Tempo de mandato do gestor
7. Número de planos administrados
8. Relação entre participantes ativos e assistidos (aposentados e pensionistas)

As respostas às questões foram testadas quanto à diferença entre os grupos com base em estatística não paramétrica, utilizando-se a rotina *Crosstab* no SPSS versão 12.0. Conforme recomendado por Pallant (2001), em tabelas 2 por 2 foi utilizada a correlação *Phi*, e nas demais a correlação de *Pearson*. As hipóteses de trabalho são definidas como:

H_0 : Não há diferença entre os grupos

H_1 : Há diferença entre os grupos

A primeira análise realizada foi para determinar a independência entre as variáveis que compõem o grupo das variáveis discriminantes. A tabela seguinte apresenta, para as correlações significativas de valor p igual ou inferior a 0,10, as correlações com respectivos níveis de significância.

As frequências e percentuais nos grupos onde é possível rejeitar H_0 são apresentadas para subsidiar as análises. Para facilidade de visualização são dispostas, para todas as variáveis discriminantes, a estatística descritiva dos grupamentos, repetindo portanto informações.

Tabela 21: Teste de independência das variáveis discriminantes

	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.
1. Tipo de plano BD ou CD	,380***		,249*	,332**			,300**
2. Origem do patrocinador		,212*	-231**	,460***	-,209*		
3. Volume de ativos de investimento			,308***	,457***	-,230**	,387***	,434***
4. Número de patrocinadores							
5. Tempo de existência da EFPP						,186*	,533***
6. Tempo de mandato do gestor							,301***
7. Número de planos							
8. Relação ativos por assistidos							

* Significativa a 0,10

** Significativa a 0,05

*** Significativa a 0,01

A tabela anterior mostra a sensibilidade das variáveis discriminantes com relação aos diversos cortes. Com base nesses resultados, são apresentadas na seqüência as análises para os casos nos quais foi possível rejeitar H_0 . O anexo 3 apresenta as estatísticas descritivas associadas a essas variáveis dentro dos segmentos analisados.

1. Com relação ao plano predominante (BD ou CD) – as patrocinadoras privadas são predominantes nos planos CD (76,5%), e as estatais nos planos BD (62,2%). Planos BD têm usualmente até 2 patrocinadores (57,8%) enquanto os CD tem 3 ou mais (67,6%). Também o conjunto de planos BD é constituído por planos com 22 ou mais anos (62,2%), enquanto no CD a maioria tem até 21 anos (67,6%). Os BD são mais maduros, sendo que 60% têm relação de até 3,71 participantes por assistido (aposentado e pensionista), enquanto que nos CD 70,6% têm relação igual ou maior que 3,72. Essas informações sugerem uma tendência de

reconfiguração do sistema em torno de fundos com patrocinadores privados, nos quais tem sido registrado o maior crescimento, e com planos na modalidade CD, seguindo uma tendência que se manifesta internacionalmente.

2. Origem do patrocinador (fundo patrocinado por empresa privada, FPP, ou por ente estatal, FPE) – As diferenças significativas ($p < 0,10$) foram encontradas em diversas análises. As fundações com patrocinadores privados (FPP) estão concentradas em planos CD (59,1%) e com ativos até 299,5 milhões (60,5%) enquanto as fundações com patrocinadores estatais (FPE) têm em sua maioria planos BD (75,7%) e volume de ativos superiores (61,1%). As FPP têm em geral 3 ou mais patrocinadores (62,8%) e as FPE (58,3%) até 2 em sua maioria. As FPP são mais recentes, sendo que 72,1% têm 21 anos ou menos de criação, enquanto que entre as FPE 75% têm 22 anos ou mais. Provavelmente pelas mudanças no governo federal há menos de 2 anos, apenas 55,9% dos gestores das FPE têm 2 anos completos de mandato, contra uma relação de 76,2% nas FPP.

A origem do patrocinador, pelo número de diferenças significativas que produziu entre os grupos, apresenta-se como uma das mais importantes dimensões para a análise. O sistema de fundos de pensão no Brasil se constituiu, segundo uma perspectiva histórica, sob a égide de patrocinadores estatais e na modalidade BD. Pelo número de empregados dessas empresas e volume de recursos aportados, se transformaram nas entidades mais expressivas no setor. Ainda hoje, observando-se a relação dos maiores fundos em volume de ativos, apenas 2 dos vinte maiores não são de empresas estatais ou o foram antes de um processo de privatização.

3. Volume de ativos de investimentos (pequeno: até R\$ 299,5 milhões) – Essa classificação reflete os processos de acumulação no setor e a concentração inicial e maior longevidade das FPE. Interessante observar contudo – possivelmente um reflexo das privatizações, que fragmentou as antigas *holdings* estatais – que 62,5% dos fundos de pensão com até 2 patrocinadores são pequenos, enquanto que ao contrário 68,3% daqueles com 3 ou mais patrocinadoras são grandes, influência possivelmente também do multipatrocínio que se intensifica. Outra hipótese que se pode levantar desse resultado é que estaria ocorrendo um processo de concentração no setor, com vistas a se obter ganhos de eficiência e escala, não somente pela aglutinação de fundos – ainda pouco intensa – mas pela adesão de novos patrocinadores a planos de fundações já estabelecidas.

Dos fundos com até 21 anos inclusive de criação, 72,5% são pequenos, enquanto que 73,2% com 22 anos ou mais são grandes. Dos pequenos, 78,9% têm o mesmo gestor há 2 ou anos ou mais, enquanto que nos grandes essa proporção cai para 57,53%, demonstrando provavelmente e também aqui as mudanças no governo federal. Em 60% dos pequenos há apenas 1 plano, enquanto que nas grandes 78% têm 2 ou mais planos. Como também seria de se esperar na trajetória de acumulação das entidades, 75% das pequenas tem relação acima de 3,72 de ativos por assistido contra 31,7% das grandes.

4. O número de patrocinadores mostrou diferença significativa entre as categorias de entidades estudadas para o tipo de plano, origem do patrocinador e volume de ativos de investimento, já discutidas.

5. Tempo de existência do fundo de pensão – A idade do fundo aponta uma relação positiva com o número de planos, uma vez que nos fundos com mais de 21 anos 68,3% têm 2 ou mais planos, o que ocorre em apenas 50% dos planos mais novos. É outra informação significativa para apoiar uma hipótese de concentração do setor em torno de planos mais consolidados.

Em 80% dos FP com 21 anos ou menos a relação ativo por assistido era superior a 3,71. Tal comportamento se inverte para aquelas com 22 anos ou mais, quando 73,2% têm significativa maturidade com relação de até 3,71 ativo/assistido. Como esperado, fundos mais antigos apresentam uma taxa de maturidade mais elevada, o que sinaliza um provável processo de desinvestimento no setor, associado também ao fato que metade dos fundos da amostra tinha 22 anos ou mais de existência.

6. Tempo de mandato do gestor – Gestores com até 1 ano completo de mandato administram planos com maior maturidade, de 3,71 ativo/assistido, em 68% dos casos, percentual que cai para 35,8% quando os gestores têm 2 ou mais anos de mandato. Novamente, registra-se o efeito da mudança de comando nos fundos patrocinados por empresas estatais.

É significativo registrar ainda que 32% dos gestores da amostra não tinham ainda chegado ao segundo ano de mandato, o que mostra um elevado grau de rodízio. Mesmo se considerado o efeito de mudança na administração federal, onde 43% dos gestores tinha menos que 2 anos

no cargo e o grupo uma mediana também de 2 anos, também é elevado o índice nos FPP, que registrou 23,3%, mas uma mediana de 5 anos.

5.2.2 Variáveis explicativas

As variáveis explicativas foram transformadas por mecanismo de adição dos indicadores segundo sua validade de face, de forma a operacionalizar os construtos, conforme processo apresentado em seção anterior.

Para cada construto, é apresentado o teste adequado para comparação dos grupos das variáveis explicativas que o constituem quanto à existência de independência frente às variáveis discriminantes, estas de natureza categórica. Os testes aplicados foram:

- (a) para variáveis categóricas na forma 0 e 1 – teste não paramétrico de independência das médias, baseado no coeficiente *Phi*, recomendado para tabelas 2x2 (PALLANT, 2001, 257);
- (b) para as demais variáveis categóricas – teste não paramétrico qui-quadrado de Pearson, com correção de continuidade de Yates;

Os resultados das estatísticas descritivas associadas às variáveis explicativas são apresentados a seguir segundo os construtos aos quais estão associadas. Ao início da exposição de cada categoria, apresenta-se o quadro onde são registradas a ocorrência de diferenças entre os grupos relativamente às variáveis discriminantes. Na seqüência, o item 5.2.2.1 sintetiza os resultados obtidos nos casos onde foi possível rejeitar a hipótese nula – que não há diferenças entre os grupos – organizados para cada uma das variáveis discriminantes.

Categoria analítica 1: Pressões do principal

Construto: mecanismos de monitoramento

Questões:

- Q17a Existência de planejamento estratégico
- Q17b Metas exclusivamente financeiras no planejamento
- Q18 Mecanismo formal de avaliação do gestor

Q27	Escolha do atuário sujeita a aprovação
Q28	Escolha de consultoria atuarial sujeita a aprovação
Q29	Escolha de gestores financeiros sujeita a aprovação
Q30	Tipos de relatórios encaminhados à patrocinadora
Q31	Ocorrência de auditorias além das legais

Tabela 22: Testes de diferença entre grupos para mecanismos de monitoramento

	Tipo	Origem	Ativos	Patrocínio	Existência	Gestor	Planos	Maturidade
Q17a								
Q17b			-,356***		-,321***			,213*
Q18								
Q27		-,245**						-,192*
Q28		-,193***				-,269**		-,297***
Q29		-,185***						
Q30		-,312***		,188*				
Q31	,341***		,383***		,185*	-,250**	,349***	-,216*

* Significativa a 0,10
 ** Significativa a 0,05
 *** Significativa a 0,01

Os mecanismos de monitoramento representam uma forma de controle do principal sobre as atividades da organização.

A análise dos indicadores relacionados a esse construto mostra que o planejamento estratégico é um instrumento de uso freqüente, com a definição clara de objetivos e metas em 85% das organizações (Q17a). Esse instrumento permite um melhor controle das atividades e permite delimitar a atuação dos gestores. Em 34% dos casos as metas são estritamente financeiras, o que pode facilitar também o controle pelo principal (Q17b).

Entretanto, as respostas apontam à necessidade de se fortalecer a ligação do planejamento com os mecanismos de avaliação da gestão. Em 75% das organizações pesquisadas não há mecanismo formal de avaliação do primeiro gestor pelo conselho deliberativo, percentual que chega a 85% no caso de planos CD que, pelas semelhanças com outros produtos financeiros, poderiam ser mais facilmente avaliados.

Outra forma a disposição do principal para o controle é a exigência de aprovação de atuários e gestores financeiros. Em 67% dos casos a escolha do atuário ou da consultoria atuarial está sujeita à aprovação da patrocinadora ou do conselho, e em 60% das organizações essa exigência se estende aos gestores financeiros.

Os relatórios encaminhados à patrocinadora seguem apenas os modelos previstos na legislação em 40% dos fundos, percentual semelhante em planos BD e CD, mas mais intenso em FPP onde chega a 75% contra 54% nos FPE, dados que demonstram a necessidade de um controle mais específico e, provavelmente, mais intenso. Em 54% dos fundos também são realizadas auditorias além das exigidas pela legislação, sendo que sua ocorrência é significativamente mais intensa em planos BD que CD, com 67% e 35% respectivamente.

Patrocinadores estatais também realizam um processo de auditoria mais intenso que os privados, com 62% contra 47% respectivamente.

Categoria analítica 1: Pressões do principal

Construto: influência dos participantes

Questões: 5, 6, 7, 8, 40

Q6 por Q5	Relação entre conselheiros deliberativos representantes dos participantes e do patrocinador
Q8 por Q7	Relação entre diretores representantes dos participantes e do patrocinador
Q40	Existência de associação dos participantes

Tabela 23: testes de diferença entre grupos para existência de associação de participantes

	Tipo	Origem	Ativos	Existência	Gestor	Maturidade
Q40	,296**	,443***	,334***	,581***	-,250**	-,465***

Tabela 24: testes de diferença entre grupos para participação no conselho e diretoria

	Tipo		Origem		Ativos	
	BD	CD	FPP	FPE	Pequeno	Grande
Q6 por Q5	0,439***	0,2850	0,2516***	0,5000	0,2972***	0,4369

	Patrocínio		Existência		Maturidade	
	Simple	Multi	Novo	Antigo	Maduro	Crescente
Q6 por Q5	0,4135*	0,3257	2,553***	0,4770	0,4424***	0,1701
Q8 por Q7			0,0636*	0,1437	0,1757***	0,0396

* Significativa a 0,10

** Significativa a 0,05

*** Significativa a 0,01

Os participantes no fundo de pensão exercem sua influência junto aos dirigentes principalmente por mecanismos como a participação nos órgãos estatutários e a constituição de associações. As questões 5, 6, 7 e 8 visavam a obter um maior conhecimento da composição dos órgãos estatutários das fundações e a representação dos participantes nesses órgãos, seguindo a premissa utilizada posteriormente para análise que uma maior participação percentual significava uma maior capacidade de monitoramento dos participantes das atividades dos gestores.

Para as análises, foram considerados não apenas o número de membros no conselho e diretoria e aqueles representantes dos participantes, como também a proporção dessa representatividade. É importante registrar que a legislação em vigor, especificamente as Leis Complementares 108 e 109 (BRASIL, 2001a e 2001b) estabelecem percentuais mínimos de um terço de representação dos participantes nos conselhos, para o caso dos fundos com patrocinadores privados (LC 109), e o número máximo de membros para conselhos e diretoria e a parcela daqueles indicados pelos participantes (LC 108), respectivamente de 6 e 50%. Entretanto, algumas entidades ainda se encontram em processo de ajuste a essa legislação.

O número de membros e a representatividade dos participantes no conselho deliberativo das entidades apresentaram elevada variação, desde um mínimo de 3 a um máximo de 18 membros, sendo o número mediano de seus membros igual a 6. Na comparação entre fundos com patrocinadores privados (FPP) e estatais (FPE), ambos mostraram a mesma mediana de 6 membros, embora a moda fosse respectivamente igual a 3 e 6.

Nos FPE cerca de 95% têm metade dos membros no conselho representando os participantes, mostrando a adequação à Lei Complementar 108 que estabelece esse percentual. Entretanto, a adequação ao artigo 35 §1º da Lei Complementar 109, que estabelece a representação por participantes de um terço nas FPP, não se mostra ainda presente em 47% desse grupamento, enquanto que 33% asseguram esse nível de representação e em 19% é superior a um terço.

Na diretoria das entidades, tanto a moda quanto a mediana foram de 3 membros, com um mínimo de 2 e máximo de 6. Para as FPP, cerca de 89% têm entre 3 e 4 membros, proporção semelhante às FPE com 87%.

A representação direta dos participantes na diretoria também é semelhante em FPP e FPE, com ausência de participação em cerca de 70% das fundações e de um terço em 11% dos casos.

A constituição de associação de participantes tem o poder de reduzir o chamado efeito “carona” (*free rider*) que resulta do custo elevado para o participante individual acompanhar e influenciar na gestão do fundo. Embora exista uma associação nacional dos participantes dos fundos de pensão (Anapar), voltada aos interesses desse grupamento, a associação específica dos participantes de um único fundo representa um instrumento mais poderoso para o monitoramento, controle e influência dos participantes na gestão. Em 54% dos fundos na amostra há uma associação dos participantes que atua acompanhando diretamente o desempenho e a gestão da fundação.

Categoria analítica 1: Pressões do principal

Construto: Controle indireto

Questões: 16, 22, 23, 24

Q16	Forma de custeio das despesas administrativas
Q22	Origem do primeiro gestor do fundo de pensão
Q23	Dedicação do primeiro gestor do fundo de pensão
Q24	Existência de comitês prévios à deliberação da diretoria

Tabela 25: testes de diferença entre grupos para controle indireto

	Tipo	Origem	Ativos	Existência	Gestor	Maturidade
Q16	,256*	-,480***	-,269**	-,292***		
Q22				,232**		
Q23		-,434***		-,372***		,294**
Q24						

* Significativa a 0,10

** Significativa a 0,05

*** Significativa a 0,01

O controle indireto, no caso representado pelo patrocinador sobre a gestão do fundo de pensão, pode ocorrer pela criação de relativa dependência do gestor à empresa patrocinadora,

seja pela assunção dos custos administrativos, indicação do gestor ou constituição de comitês decisórios com o estabelecimento de uma hierarquia interna de controle.

Em 44% dos fundos pesquisados as despesas administrativas dos planos são custeadas exclusivamente pela patrocinadora, percentual significativamente mais elevado em planos de patrocinadores privados que estatais, com 67% *versus* 19%, em planos CD (66% contra 33%), em entidades mais novas com 58% contra 30%, e em entidades menores em volumes de ativos de investimento, com 58% contra 30%. Essas informações mostram uma clara estratégia de subsídio a planos mais novos, menores, e na modalidade CD, nos quais a assunção pela patrocinadora das despesas administrativas permite apresentar melhores resultados na gestão do plano e torná-lo mais atraente aos participantes.

Em 81% dos casos o gestor vem dos quadros do patrocinador e, destes, 78% estão dedicados integralmente à gestão do fundo de pensão. Esse mecanismo é importante para reduzir os problemas de agência mas, por outro lado, pode inibir a atração de profissionais do mercado e a formação de uma categoria de gestores de fundos de pensão de caráter mais permanente. Como 50% dos gestores têm no máximo 3 anos no cargo, essa política pode estar produzindo uma elevada rotatividade no cargo e uma exigência maior de investimentos para a formação do gestor nas atividades específicas dos fundos de pensão.

Com relação ao uso de comitês no processo decisório para análise dos assuntos antes da deliberação pela diretoria, essa é uma prática estabelecida em 60% dos fundos.

Categoria analítica 1: Pressões do principal

Construto: Incentivo

Questões: 20, 21.1, 21.2

Q20	Uso de política de participação nos resultados para gestores
Q21.1	Elementos da política de participação nos resultados
Q21.2	Importância da política de participação nos resultados

Tabela 26: testes de diferença entre grupos para incentivo

	Tipo	Origem	Gestor
Q20		-,268**	,196*
Q21.1	,720**		

* Significativa a 0,10

** Significativa a 0,05

*** Significativa a 0,01

O uso de mecanismos de incentivos baseados em políticas de participação nos resultados para administradores é pouco freqüente. Cerca de 80% das fundações não fazem uso desse mecanismo. Do grupamento que utiliza a participação nos resultados para os administradores, 6 respondentes assinalaram que ela pode ser superior a 2 salários, e apenas 5 afirmaram que sua base de cálculo depende exclusiva ou principalmente dos resultados obtidos pela fundação.

Síntese da análise das variáveis da categoria analítica 1

As variáveis explicativas, relacionadas a essa categoria analítica 1, que constituíram grupamentos significativamente diferentes ($p < 0,10$) são discutidas a seguir organizadas pela perspectiva das variáveis discriminantes.

1. Quanto ao tipo de plano – o custeio das despesas administrativas pelo patrocinador (Q16) é proporcionalmente mais representativo nas EFPP com predomínio de planos CD, onde esse custeio pleno é mais freqüente (59,4%) que o não custeio. Em entidades com predomínio de BD, dois terços não são custeados integralmente. O uso de mecanismo formal de avaliação do gestor pelo Conselho Deliberativo não é freqüente, ocorrendo apenas em 33,3% dos BD e 14,7% dos CD. Há uma predominância do uso de auditorias além das legais (Q31) em planos BD (66,7%) que em CD (35,3%).

2. Quanto à origem do patrocinador (privado: FPP, ou estatal: FPE) – as relações significativas encontradas apontam que são mais freqüentes nas FPP o custeio das despesas administrativas exclusivamente pelo patrocinador (questão 16), com 66,7% contra 18,9% nas FPE, e o uso de PLR (questão 20) com 29,5% contra apenas 8,1% nas FPE, o que de qualquer forma representa em ambos os casos um uso muito restrito desse instrumento de alinhamento de interesses entre participantes, patrocinadores e gestores. Os FPP fazem mais uso de

gestores do mercado (18,6% contra 8,3% das FPE) ou da patrocinadora com dedicação parcial (30,2% *versus* 2,8%), enquanto nos FPE é maior a incidência de gestores oriundos da patrocinadora com dedicação integral à EFPP (83,3% contra 46,5%). A intensidade e profundidade das análises e acompanhamentos realizados pelo CD foi apontada como baixa ou praticamente inexistente em 18,2% dos FPP, mas tanto este quanto os FPE empataram em 56,8% ao assinalarem o acompanhamento com alta intensidade. A aprovação do CD ou patrocinadora para escolha do atuário é exigida em 77,3% dos FPP contra 54,1% dos FPE. A utilização de auditorias além das obrigatórias é mais freqüente nos FPE, com 62,2%, contra 47,7% dos casos das FPP.

3. Quanto ao volume de ativos - Fundos pequenos têm o custeio administrativo (questão 16) assumido integralmente pelo patrocinador em 57,5%, o que ocorre apenas em 30,8% dos fundos maiores. Neste últimos, a intensidade do acompanhamento pelo CD via análise dos relatórios da diretoria é considerada média ou intensa em 100% dos casos, contra 80% dos fundos menores, onde em 7,5% praticamente não é utilizada. Também nos grandes é são muito mais usuais as auditorias além das obrigatórias, ocorrendo em 73,2% dos FP grandes contra 35% dos menores, possivelmente explicada pelo processo de terceirização.

4. Quanto ao número de patrocinadores – praticamente não houve diferenças significativas, exceto quanto à existência de relatórios além dos exigidos legalmente (Q30), que são mais freqüentes (69,8%) naquelas com 3 ou mais patrocinadoras que nas demais (51,4%).

5. Quanto ao tempo de existência das EFPP – O custeio das despesas administrativas (Q16) é exclusivo da patrocinadora em 59% dos fundos mais novos, com até 21 anos, enquanto que naqueles com 22 anos ou mais isso ocorre em apenas 30%. Nas mais antigas, em 82,5% o gestor é oriundo da patrocinadora e trabalha no fundo de pensão em tempo integral contra 43,6% das mais novas, onde em 28,2% dos casos sua atuação é em tempo parcial. Gestores são oriundos do mercado em 17,9% das mais novas e 10% das mais antigas. Também nas antigas é mais intensa a atuação do conselho fiscal, considerada em 80% dos casos como de alta intensidade e 17,5% de média intensidade, enquanto que nas mais novas essa relação é de 52,8% e 30,6% respectivamente.

6. Tempo de mandato do gestor – apresenta diferenças significativas quanto à origem e dedicação do gestor (Q22, Q23), escolha da consultoria atuarial (Q28) e uso de auditorias (Q31). Dos novos gestores (até 1 ano completo de mandato) 76% são oriundos da

patrocinadora, sendo 68% em tempo integral no fundo e 8% parcial, contra respectivamente 82,3% dos mais antigos, com proporções de 58,8% e 23,5%. A origem do gestor não é distinta para 16% dos novos gestores sendo 8% do mercado, contra respectivamente 0% e 17,6% dos mais antigos. Em 84% dos fundos de pensão com gestores mais novos a escolha de auditoria atuarial está sujeita à aprovação do conselho deliberativo ou do patrocinador, assim como 72% exigem auditorias além das obrigatórias, contra 56,6% e 45,3% respectivamente daquelas com gestores mais novos.

7. Número de planos – O acompanhamento pelo conselho deliberativo dos relatórios da diretoria (Q25) é baixa ou nula (21,2%) naquelas com apenas 1 plano, e alta em 45,5% dos casos nessas com 1 plano e em 64,6% nas com 2 ou mais planos. O uso de auditorias além das obrigatórias ocorre em 68,8% das com 2 ou mais planos contra 33,3% das com plano único.

8. Maturidade – Planos mais maduros têm 86,5% dos gestores oriundos da patrocinadora (78,4% em tempo integral no fundo de pensão), contra 76,2% dos menos maduros (50% em tempo integral) (Q22 e Q23). Em 81,6% desses planos mais maduros a escolha da auditoria atuarial é sujeita à patrocinadora ou conselho deliberativo e em 65,8% há incidência de auditorias além das obrigatórias (Q31), contra 53,5% e 44,2% das mais novas (Q28).

Categoria analítica 2: Percepção de controle

Construto: Percepção do monitoramento

Questões 25, 26

Q25	Análise pelo conselho deliberativo dos relatórios
Q26	Análise do conselho fiscal dos relatórios

Não houve nenhum caso onde foi possível rejeitar a hipótese nula entre os grupamentos determinados pelos cortes.

Os mecanismos de monitoramento utilizados pelo principal são tão mais efetivos quanto maior a percepção de sua influência pelo gestor como moderador de seu comportamento.

Para 57% dos fundos na amostra o conselho deliberativo ou curador analisa os relatórios de acompanhamento encaminhados pela diretoria de forma intensa, e 33% com média

intensidade, percentuais respectivamente de 67% e 24% para o acompanhamento pelo conselho fiscal.

Categoria analítica 2: Percepção de controle

Construto: Percepção da influência dos participantes na gestão

Questão: 34, 35, 39, 41

Q34 Conhecimento dos participantes dos resultados financeiros

Q35 Conhecimento dos participantes da gestão do fundo

Q39 Acompanhamento e influência dos participantes na gestão

Q41 Intensidade das pressões da associação de participantes

Tabela 27: testes de diferença entre grupos para percepção da influência dos participantes na gestão

	Origem	Ativos	Patrocínio	Existência	Gestor	Planos	Maturidade
Q39	0,193*	0,415***	0,274**	0,246**		0,261**	
Q41	0,497***	0,380***	0,362**	0,582***	0,352**		0,501***

* *Significativa a 0,10*

** *Significativa a 0,05*

*** *Significativa a 0,01*

A percepção de controle como resultado da influência e ação dos participantes na gestão é avaliada no questionário tanto de forma direta, pela questão 41, quanto indireta, pelo conhecimento que os participantes têm dos principais processos e resultados do fundo, conforme as questões 34 e 35.

Os gestores atribuíram nível 5, dado pela mediana, ao conhecimento dos participantes sobre os resultados financeiros (questão 34) e a gestão da fundação (questão 35), em uma escala onde 7 significava o mais elevado nível de conhecimento, nível esse que também era a moda de ambas as distribuições com cerca de 35% das respostas. Não foram identificadas diferenças significativas para os cortes.

Para as fundações nas quais os participantes constituíram uma associação – o que ocorre em 54% dos casos – 28% e 16% delas exercem pressões sobre os gestores percebidas como intensas ou medianamente intensas, respectivamente (questão 41). Perguntados se os participantes dos planos acompanhavam o desempenho da fundação, procurando influenciar na gestão, 74% responderam negativamente (questão 39). A análise conjunta dessas respostas

aponta à importância do papel das associações de participantes como instrumento de monitoramento e controle do agente.

Categoria analítica 2: Percepção de controle

Construto: controle externo pelo mercado

Questões: 43, 44, 45

Q43	Possibilidade de avaliação do gestor do fundo pelos pares
Q44	Possibilidade de avaliação do gestor do fundo pelo mercado
Q45	Condições do mercado em avaliar o desempenho do gestor

Tabela 28: testes de diferença entre grupos para controle externo pelo mercado

	Tipo	Patrocínio	Planos
Q43	,286**	-,227**	
Q44			,249**

* Significativa a 0,10

** Significativa a 0,05

*** Significativa a 0,01

Um dos mecanismos de governança mais importantes é o controle externo realizado por outras organizações e gestores sobre os processos e resultados do fundo, e pelo mercado de trabalho, embora este se mostre menos efetivo em virtude da elevada vinculação dos gestores aos quadros do patrocinador.

Entretanto, embora 63% dos executivos que participaram da pesquisa tivessem manifestado que acreditam que o desempenho dos gestores dos fundos de pensão seja avaliado pelo mercado, o que indicaria a efetividade do controle externo, 64% acreditam que os executivos de fundos de pensão não podem ser avaliados por seus pares, dirigentes de outras fundações, e 46% apontaram que o mercado não tem condições de fazer uma avaliação efetiva de seu desempenho como gestor.

Dirigentes de fundos com plano CD ou com 3 ou mais patrocinadores são significativamente mais propensos a considerar que não podem ser avaliados por seus pares. Com relação à avaliação pelo mercado, o número de planos administrados separa a amostra e aponta que, gestores que administram 2 ou mais planos acreditam que estão sujeitos a essa avaliação. Não houve diferença significativa entre os grupos com relação à percepção da capacidade do mercado em avaliar o gestor (questão 45).

Categoria analítica 2: Percepção de controle

Construto: influência de outras organizações

Questões: 42, 46, 47

Q42 Influência dos resultados de outros fundos de pensão e de investimento sobre a gestão

Q46 Influência das práticas de gestão de outros fundos

Q47 Influência das práticas de gestão do patrocinador

O teste qui-quadrado não apontou qualquer diferença significativa entre os cortes utilizados. A medida da influência de outras organizações representa uma *proxy* para os processos miméticos no campo organizacional, segundo a percepção do gestor.

A questão 42 pedia diretamente que fosse avaliada a influência dos resultados obtidos por outros fundos de pensão e organizações que desempenhassem processos semelhantes, tais como planos abertos de previdência e fundos de investimentos. O gráfico das respostas, destacado para essa questão, aponta a um elevado grupo de respondentes que atribuem pouca expressão – nota 1 em uma escala de 7 pontos – a essa influência, equivalente a 19% da amostra. Dos 79 fundos que responderam a esta questão, 28 atribuíram nota igual ou menor a 3, indicando pouca importância dos resultados de outros fundos ou organizações semelhantes.

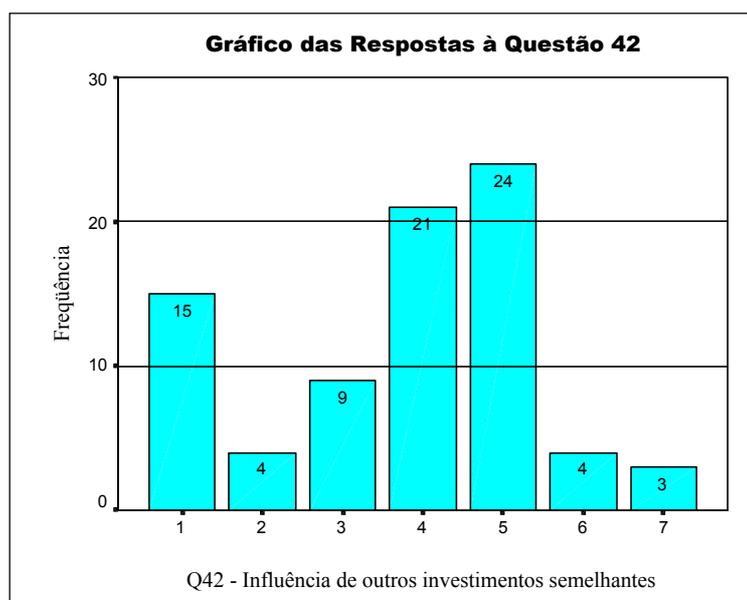


Figura 8: Influência dos resultados de outros fundos e investimentos sobre a gestão

Contraditoriamente, 90% afirmaram considerar as práticas de gestão e inovações de sucesso adotadas por um fundo de pensão influenciam sua utilização pelos demais fundos (questão 46). Ainda, em 24% dos casos assinalaram que adotam na maioria das vezes as práticas de gestão do patrocinador e, em 51% dos casos, algumas vezes (questão 47). Apenas 25% afirmaram raramente ou nunca adotar essas práticas

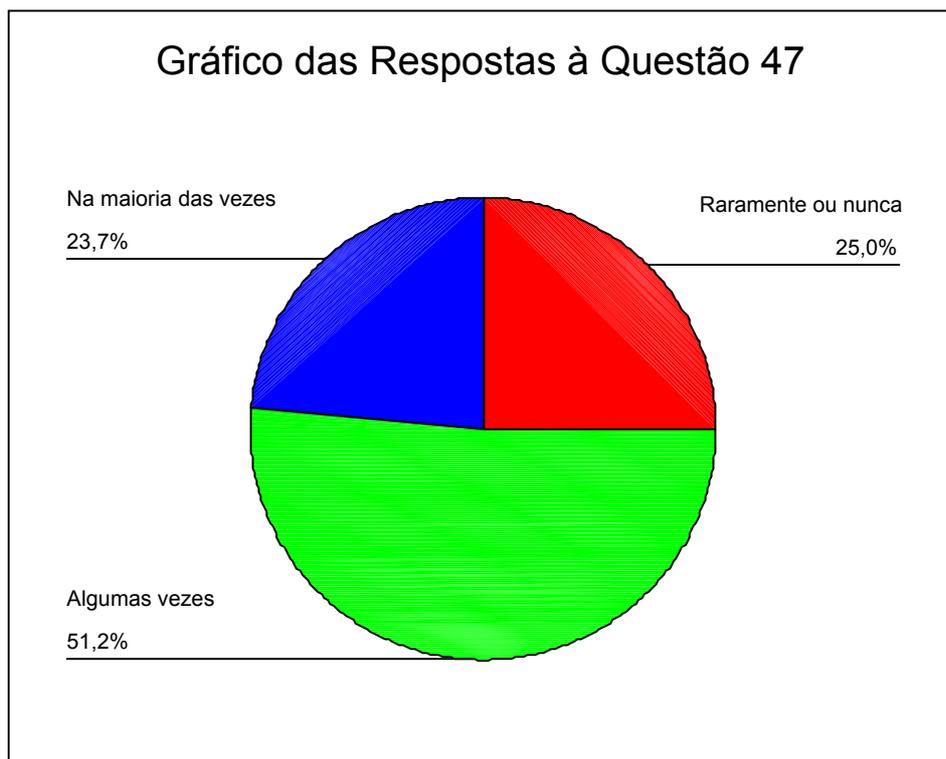


Figura 9: Influência das práticas de gestão do patrocinador

Categoria analítica 3: Pressões isomórficas

Os indicadores desta categoria analítica foram produzidos pela extração de fatores das variáveis intervalares expressas nas questões 32 e 38, conforme apresentado no item 5.3.1 a seguir. Essas questões listavam itens, relacionados a fontes de pressão normativa ou mimética, solicitando ao respondente que assinalasse, em uma escala de 1 a 5, a importância do item para a gestão da fundação (questão 32) ou do nível de interesse para os participantes (questão 38). Quando da extração dos fatores, foram redefinidos os construtos dessa categoria de acordo com os resultados obtidos.

As tabelas 29 e 30 registram os percentuais obtidos para os itens dessas questões:

Tabela 29: Tabulação das respostas à questão 32

Questão 32	1	2	3	4	5
a) Práticas atuariais usuais			6,3	22,5	71,3
b) Normativos da SPC				7,5	92,5
c) Modelos e teorias financeiras	1,3	5,0	22,5	43,8	27,5
d) Práticas dos demais fundos	2,5	11,4	41,8	34,2	10,1
e) Práticas de fundos internacionais	29,5	26,9	34,6	7,7	1,3
f) Relatórios de auditorias			15,0	28,8	56,3
g) Recomendação de consultorias	1,3	2,5	12,5	46,3	37,5
h) Modelos de gestão do patrocinador	10,3	11,5	24,4	32,1	21,8

Tabela 30: Tabulação das respostas à questão 38

Questão 38	1	2	3	4	5
a) Resultados financeiros	1,2	3,7	2,5	34,6	58,0
b) Práticas de gestão da fundação	3,7	7,4	25,9	42,0	21,0
c) Mudança de administradores	3,8	13,9	32,9	27,8	21,5
d) Resultados de auditorias	7,5	17,5	36,3	28,8	10,0
e) Políticas de benefícios			7,5	33,8	58,8
f) Dados da população do plano	16,5	29,1	36,7	12,7	5,1
g) Remuneração dos gestores	15,0	23,8	40,0	20,0	1,3
h) Investimentos realizados	2,5	4,9	24,7	40,7	27,2

Categoria analítica 4: Comunicação

As questões utilizadas nessa categoria solicitavam ao respondente se manifestar sobre quais os veículos eram utilizados na comunicação normal com o participante (questão 36), e a intensidade dessa comunicação (questão 37). Essas variáveis foram transformadas de forma a resultar em escala de valor que representasse o número de veículos utilizados na comunicação e a intensidade dessa comunicação normal, dada por sua periodicidade regular. A tabela 31 apresenta as principais estatísticas descritivas:

Tabela 31: Instrumentos e intensidade da comunicação

	Número de instrumentos de comunicação com participante	Intensidade da comunicação
Média	4,1235	5,3333
Mediana	4	5
Moda	5	5
Desvio padrão	1,39985	1,29422

A natureza intervalar dos construtos produzidos por processo aditivo para o conjunto dos itens das questões 36 e 37 permitiu a utilização de testes paramétricos para comparação de

independência dos grupos. Foi utilizado o teste de independência das médias do SPSS 12.0 e estabelecido o nível de significância de 0,05 para o teste de Levene, pelo qual valores acima de 0,05 indicam a não rejeição da hipótese de igualdade de variância.

Para os resultados significativos, calculou-se o Eta quadrado, dado pela fórmula:

$$\text{Eta quadrado} = t^2 * (t^2 + N_1 + N_2 - 2)^{-1}$$

O Eta quadrado varia de 0 a 1 e representa a proporção de variância na variável dependente que não é explicada pela variável independente, que divide os grupos. Para verificar a magnitude da diferença entre os grupos, Pallant (2001, p.181) recomenda a escala proposta por Cohen para interpretar o resultado, pela qual o valor de 0,01 representa pequeno efeito, 0,06 efeito moderado, e igual ou superior a 0,14 grande efeito.

Tabela 32: Resultados significativos para diferenças entre grupos nos itens de comunicação

	Origem FPP	FPE	Ativos Pequeno	Grande	Patrocínio Simples	Multi	Existência Novo	Antigo	Planos Mono plano	Multi plano
Q36	3,8864*	4,4054	3,575***	4,6585++	3,8421*	4,3721	3,750**	4,4878+	3,6667**	4,4375+
Q37			4,825***	5,8293++					4,8788***	5,6458+

* Significativa a 0,10

+ efeito moderado

** Significativa a 0,05

++ efeito elevado

*** Significativa a 0,01

As análises de independência de média, realizadas utilizando o teste *t*, para os grupamentos segmentados com base nas variáveis discriminantes, mostraram os seguintes resultados para as diferenças significativas encontradas ($p < 0,10$) para o número de meios de comunicação utilizados (questão 36), e a intensidade da comunicação (questão 37):

- a) O número dos meios de comunicação é maior nos fundos patrocinados por estatais, fundos mais antigos e naqueles com maiores volumes de ativos de investimentos. A princípio, poder-se-ia esperar que esses fundos, por acumularem uma relação mais longa com seus participantes, demandariam menor intensidade na comunicação; ao

contrário, são mais atuantes. Essa relação se mantém significativamente maior em fundos mais antigos, corroborando a análise anterior.

- b) Fundos de pensão com maiores volumes de ativos de investimento utilizam um número significativamente maior de veículos de comunicação, e de forma também mais intensa. A magnitude das diferenças entre os grupos segmentados pelo volume de ativos foi a maior dentre a amostra, tanto para número de veículos quanto intensidade.
- c) Fundos com mais de 2 patrocinadores investem em um maior número de veículos de comunicação. Mais significativo foi o resultado obtido para fundos com múltiplos planos, que mostraram tanto um uso mais amplo de meios de comunicação quanto mais intenso, o que pode estar associado a uma exigência de adaptar esses veículos aos diversos públicos.
- d) A intensidade da comunicação é mais expressiva também em fundos maiores e naqueles com 2 ou mais planos. Não foram identificadas diferenças significativas para as demais variáveis discriminantes.

As tabelas a seguir apresentam a tabulação das respostas às questões 36 e 37. Observe-se que a soma é superior a 100 visto que foi facultado aos respondentes assinalarem mais de uma opção.

Tabela 33: Tabulação das respostas para meios de comunicação utilizados

Q36 - Veículos utilizados na comunicação normal com o participante	Freqüência	Percentual
(a) Jornal/revista da fundação	53	65,43
(b) Jornal/revista da patrocinadora	27	33,33
(c) Outros veículos de comunicação da patrocinadora	38	46,91
(d) Site na internet da fundação	57	70,37
(e) Envio de e-mail	52	64,20
(f) Envio de correspondência (em papel)	70	86,42
(g) Material informativo para associações de participantes	26	32,10
(h) Outro	11	13,58
Total de citações	334	

Tabela 34: Tabulação das respostas para intensidade da comunicação

Q37 – Periodicidade da comunicação normal com participante	Frequência	Percentual
(a) Diária ou semanalmente	17	20,99
(b) Pelo menos uma vez por mês	31	38,27
(c) Em períodos entre 2 e 5 meses	40	49,38
(d) Semestralmente	1	1,23
(e) Em períodos entre 7 e 11 meses	0	0,00
(f) Anualmente	2	2,47
(g) Não há comunicação regular, apenas extraordinária ou sob consulta	5	6,17
Total de citações	96	

5.2.3 Resultados das questões 19 e 48

A questão 19 solicitava que fossem listados os indicadores ou métricas mais importantes utilizados no planejamento e gestão do fundo de pensão. As categorias geradas, apresentadas na seção 5.1.2, foram utilizadas para posterior classificação desses indicadores.

1. Gestão administrativa e de pessoal
2. Gestão do passivo
3. Gestão financeira, resultados dos investimentos e *benchmarks*
4. Processos normativos e *compliance*
5. Equilíbrio ativo/passivo, resultados (déficit/superávit), risco e liquidez
6. Imagem e relacionamento externo, inclusive com participantes e patrocinador
7. Controle e prestação de contas

A análise do conteúdo dos itens incluídos em cada categoria se orientou para a agregação em duas macro-categorias, associadas à teoria da agência e teoria institucional. Na primeira, foram incluídos os indicadores e métricas associados a parâmetros de resultado, monitoramento e controle; na segunda, aqueles associados à gestão interna, considerados como adequação a práticas institucionais no campo, aos processos normativos e aos instrumentos de imagem e relacionamento, associados a mecanismos de legitimidade. Foram classificados como mecanismos da teoria da agência as categorias 2, 3, 5 e 7; classificados como mecanismos de institucionalização as categorias 1, 4 e 6. O anexo 2 apresenta a relação dos indicadores listados pelos pesquisados.

A disposição dos itens na seqüência das respostas foi utilizado como ponderação de sua importância. Dos quatro itens listados pelos respondentes, foi atribuído peso 4 à primeira citação, 3 para a segunda, 2 para a terceira e 1 para a última. Isso permitiu atribuir a cada

resposta um valor às métricas de caráter de monitoramento e controle, e outro valor às métricas associadas à legitimidade.

Tabela 35: Análise das métricas utilizadas no planejamento

	Peso ponderado das métricas de controle	Peso ponderado das métricas de legitimidade
<i>Válidos</i>	56	38
<i>Não responderam</i>	25	43
Média	6,93	3,95
Mediana	7	3
Moda	7	3

A tabela mostra a maior incidência das métricas de controle, sujeita certamente à apreciação subjetiva da análise realizada e respectiva consolidação. Mais significativo seria observar a diferença entre os grupos a partir da separação pelas variáveis discriminantes. Entretanto, o teste *t* de independência das médias não permitiu rejeitar a hipótese de homogeneidade da população em relação a nenhuma das variáveis discriminantes.

A questão 48 foi incluída no questionário como forma de subsidiar análises adicionais referentes às organizações participantes da pesquisa, em uma abordagem exploratória, e como forma de aprofundar a compreensão de outras dinâmicas que pudessem auxiliar na compreensão do comportamento dessas organizações, segundo uma perspectiva contingencial. O quadro 8 apresenta a tabulação das respostas, apresentando o percentual relativo a cada item:

	Concordo inteiramente		Neutro / não sei		Discordo inteiramente
	1	2	3	4	5
a) Há regras explícitas (escritas) que definem as atribuições de cada cargo, seus objetivos e suas funções	57	22,8	2,5	15,2	2,5
b) O fluxo das atividades cotidianas é previsível e mudanças são raras	30,4	39,2	8,9	16,5	5,1
c) Existe um planejamento prévio que define quando as decisões devem ser tomadas: a improvisação é rara	31,6	39,2	13,9	13,9	1,3
d) Diplomas e certificados são a melhor medida da competência dos empregados	2,6	11,8	26,3	18,4	40,8
e) Os salários dos empregados são fixos e não dependem do desempenho da organização	35,5	15,8	11,8	15,8	21,1

f) Há relógio de ponto ou outra forma rígida de controle de tempo de trabalho	23,7	17,1	9,2	7,9	42,1
g) Criatividade é mais importante que eficiência	6,5	22,1	29,9	32,5	9,1
h) O orçamento da entidade está integrado ao planejamento estratégico e é seguido à risca	41,6	39	9,1	7,8	2,6
i) O relacionamento com outros fundos de pensão deve ser mais intenso que com a patrocinadora	7,7	12,8	24,4	29,5	25,6
j) A entidade utiliza frequentemente o <i>benchmarking</i> e outras técnicas de comparação com outras organizações	27,3	48,1	14,3	5,2	5,2
k) As características dos planos de benefício, os métodos e os sistemas administrativos da entidade são similares aos das empresas concorrentes	17,7	35,4	21,5	13,9	11,4

Quadro 8: Tabulação das respostas para a questão 48

5.3 TESTE DAS HIPÓTESES

5.3.1 Construção dos fatores para as variáveis intervalares

As questões 32 e 38, construídas utilizando uma escala intervalar, se referem às pressões percebidas pelos administradores, fossem elas oriundas dos participantes ou do meio.

Os itens dessas questões foram agrupados em fatores, pelo uso da análise fatorial, aos quais foram atribuídos significados. A análise fatorial teve como entrada os 16 itens das questões 32 e 38, e seguiu os passos indicados por Hair, Anderson, Tatham e Black (1998), gerando como resultado 3 fatores.

Os quadros 9 a 11 apresentam os resultados para a análise fatorial. O valor da medida do KMO de 0,749 e a significância no teste de esfericidade de Bartlett, dispostos no quadro 46, são utilizados para confirmar a adequação do modelo à análise fatorial.

O quadro 10 e a figura 10 são utilizados para verificar o número de fatores que serão extraídos e a variância acumulada. A análise do gráfico *scree plot* (figura 10) mostra um comportamento próximo à horizontal a partir do 4º. fator. Utilizando, de forma associada, a regra comum de extrair apenas autovalores acima de 1,0 e a capacidade explicativa dos

fatores extraídos, o modelo conduziu à extração de três fatores, representando 57,34% da variância total.

KMO and Bartlett's Test

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,749
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	230,150
	df	66
	Sig.	,000

Quadro 9: Medidas de adequação da análise fatorial

Total Variance Explained

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3,437	28,642	28,642	3,437	28,642	28,642	3,140	26,163	26,163
2	2,173	18,109	46,751	2,173	18,109	46,751	2,433	20,274	46,437
3	1,271	10,590	57,342	1,271	10,590	57,342	1,309	10,904	57,342
4	,970	8,082	65,424						
5	,845	7,041	72,465						
6	,734	6,114	78,579						
7	,585	4,877	83,455						
8	,479	3,992	87,448						
9	,459	3,825	91,272						
10	,385	3,204	94,477						
11	,355	2,954	97,431						
12	,308	2,569	100,000						

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Quadro 10: Variância total explicada pelos fatores

Scree Plot

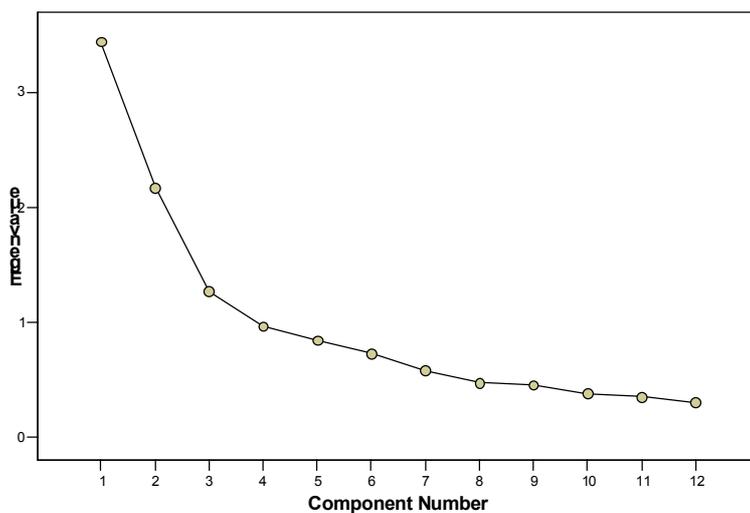


Figura 10: Gráfico scree plot para fatores institucionais

Rotated Component Matrix ^a

	Component		
	1	2	3
VA - Importância modelos e teorias financeiras		,642	
VA - Importância práticas demais fundos		,723	
VA - Importância fundos internacionais		,686	
VA - Importância recomendação de consultorias		,457	,706
VA - Importância modelos de gestão patrocinadora		,598	
VP - Importância para participantes de resultados financeiros	,687		
VP - Importância para participantes das práticas de gestão	,840		
VP - Importância para participantes da mudança de administradores	,626		
VP - Importância para participantes das políticas de benefício			,815
VP - Importância para participantes da população do plano	,625		
VP - Importância para participantes da remuneração dos gestores	,588		
VP - Importância para participantes dos investimentos realizados	,823		

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

a. Rotation converged in 4 iterations.

Quadro 11: Matriz de rotação dos fatores

Hair, Anderson, Tatham e Black (1998) recomendam que o significado dos fatores gerados seja associado aos autovalores com maiores cargas e que, para uma amostra constituída por 80 elementos, sejam considerados apenas aqueles com cargas superiores a 0,65. O nome atribuído ao fator deve ser intuitivamente desenvolvido pelo pesquisador baseado em sua propriedade de representação de suas dimensões subjacentes. Com base nessas

considerações, a interpretação do significado dos autovalores justificou a seguinte denominação:

Fator 1: Influência de modelos de gestão

Fator 2: Pressão das práticas de outros fundos

Fator 3: Pressão normativa

5.3.2 Análise discriminante

A análise discriminante é uma técnica utilizada para classificar indivíduos em determinado grupo ou população, reconhecidas como distintas, segundo um conjunto de mensurações, ou para identificar as variáveis mais significativas para sua discriminação. Sua utilização ocorre principalmente para modelos de predição e descrição (AAKER, KUMAR e DAY, 1998, p.559)

Neste estudo, o objetivo da utilização dessa técnica foi permitir identificar e descrever as diferenças entre dois grupos, segundo as hipóteses de pesquisa. Aaker, Kumar e Day (1998, p.567) recomendam que a razão entre o número de observações e o de preditores seja no mínimo de 20:1. Dessa forma, para uma amostra de 80 elementos, o número máximo indicado de preditores deve ser igual a quatro.

As categorias utilizadas para discriminação foram:

- (a) Pressões do principal, indicando os mecanismos utilizados pelo principal para induzir o comportamento do agente;
- (b) Percepção de controle, que apresenta em que grau o gestor se sente controlado pelo principal e seus interesses, direta ou indiretamente;
- (c) Pressões isomórficas, indicando de que forma práticas de outras organizações e órgãos profissionais influenciam suas ações e comportamentos;
- (d) Comunicação, que reflete a intensidade da prestação de contas do gestor aos participantes dos planos (*bonding*), representada pela *proxy* da comunicação;

A tabela 36 a seguir apresenta a média, desvio-padrão e a intercorrelação entre os construtos constitutivos dessas categorias. Na seqüência, a tabela 37 mostra o resultado das funções discriminantes geradas com suas principais estatísticas.

Tabela 36: Média, desvio-padrão e intercorrelação entre os construtos

Variável	Média	DP	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.
1. Nível de monitoramento	4,51	1,82											
2. Influência do participante	2,21	1,4	-0,28*										
3. Controle indireto via conselhos	1,99	1,03	0,01	-0,28*									
4. Uso e intensidade de participação em resultados	0,32	0,72	0,07	-0,02	0,17								
5. Uso e intensidade da comunicação	9,46	2,28	-0,10	0,36**	-0,02	0,18							
6. Controle externo pelo mercado	1,41	0,97	0,00	0,07	0,07	-0,05	0,27*						
7. Influência de outras organizações do setor	2,27	0,81	0,25*	-0,04	0,09	0,02	-0,09	0,27*					
8. Percepção do monitoramento	4,8	1,55	-0,06	0,40**	-0,13	0,02	0,43**	0,17	0,03				
9. Percepção influência participante	4,23	1,52	-0,16	0,55**	-0,16	0,08	0,31**	-0,01	-0,02	0,38**			
10. Influência de modelos de gestão	0,00	1	0,01	0,17	0,10	0,16	0,27*	0,19	0,17	0,38**	0,20		
11. Pressão das práticas de outros fundos	0,00	1	0,06	0,12	0,06	0,08	0,04	0,26*	0,36**	0,10	0,10	0,00	
12. Pressões normativas	0,00	1	-0,15	0,17	-0,08	0,22	0,07	0,02	0,06	0,14	0,16	0,00	0,00

* significativa ao nível de 0,05

** significativa ao nível de 0,01

Tabela 37: Resultados das funções discriminantes geradas para os construtos

	Tipo	Origem	Ativos	Existência	Maturidade
PRESSÕES DO PRINCIPAL					
Monitoramento pelo principal (1)	0,759	0,186	0,439	0,195	0,568
Influência do participante	0,97	-0,833	0,94	1,025	1,059
Controle indireto via conselhos	0,025	0,313	-0,257	-0,057	0,013
Uso de PLR	-0,019	0,439	0,269	0,007	0,253
Correlação canônica	0,405	0,669	0,46	0,617	0,578
Wilk's lambda	,836***	,552****	,789***	,619****	,666****
Percentual classificado corretamente (2)	63,30%	79,00%	60,50%	77,80%	79,00%
Centróides dos grupos	BD= ,380 CD= -,503	FPP= ,816 FPE= -,970	Pequeno= -,518 Grande= ,505	Novo= -,784 Antigo= ,765	Maduro= ,743 Crescente= -,657
PERCEPÇÃO DE CONTROLE					
Controle pelo mercado	0,028	0,386	-0,301	-0,22	-0,24
Pressão de monitoramento	0,471	0,465	0,55	0,405	0,396
Pressão do participante	0,731	0,661	0,662	0,815	0,792
Correlação canônica	0,298	0,414	0,352	0,531	0,391
Wilk's lambda	,911*	,828***	,876**	,718****	,847***
Percentual classificado corretamente (2)	59,50%	67,90%	61,70%	71,60%	56,80%
Centróides dos grupos	BD= ,268 CD= -,354	FPP= -,412 FPE= ,490	Pequeno= -,376 Grande= ,367	Novo= -,627 Antigo= ,612	Maduro= ,446 Crescente= -,394

(1) Função discriminante canônica padronizada

(2) Classificação pelo método Leave-one-out

* $p < 0,10$

** $p < 0,05$

*** $p < 0,01$

**** $p < 0,001$

Não foram significativas as funções discriminantes geradas para o número de patrocinadores, tempo de mandato do gestor, e número de planos.

Também não foram encontradas funções discriminantes significativas para as pressões isomórficas percebidas pelo gestor.

Essas funções discriminantes geradas são utilizadas, na seqüência, para verificação das hipóteses propostas na metodologia.

5.3.3 Análise discriminante para pressões dos mecanismos e institucionais

A proposta de complementaridade das teorias da agência e institucional tem sido examinada por diversos autores (EISENHARDT, 1988; CONLON, PARKS, 1990). O objetivo do trabalho desses autores era verificar a melhora no poder explicativo nas funções discriminantes geradas conjuntamente pelas proposições de ambas as teorias.

Neste estudo se procedeu igualmente a esse exame de complementaridade utilizando os construtos referentes às categorias analíticas denominadas pressões do principal e pressões isomórficas, em um modelo submetido à análise discriminante.

Uma vez que esse modelo composto teria um total de 7 variáveis, superior às limitações apresentadas pela amostra, foi utilizada a opção passo a passo (*stepwise*), quando as variáveis prognosticadoras são incluídas uma a cada vez segundo sua capacidade de discriminar entre os grupos (MALHOTRA, 2001, p.485).

Entretanto, as funções discriminantes geradas não incluíram variáveis associadas às pressões institucionais, mas apenas às variáveis de monitoramento. O uso da opção passo a passo permitiu melhorar a significância da discriminação, ao retirar variáveis com pouco poder de discriminar, mas não permitiu concluir pela melhoria explicativa do modelo com a inclusão de variáveis operacionalizadas com base na teoria institucional.

5.3.4 Avaliação das hipóteses de pesquisa

Nesta seção, são analisados os resultados obtidos nos procedimentos anteriores frente às hipóteses de pesquisa.

H1: Em fundos de pensão com planos BD as pressões do principal e a percepção de controle pelo gestor se manifestam de forma diferente que em planos CD

Tanto a categoria analítica “pressões do principal” quanto “percepção de controle” permitem gerar funções discriminantes significativas para o tipo de plano predominante no fundo de pensão, conforme o quadro 7.

As pressões do principal apresentaram coeficientes padronizados da função discriminante canônica para os construtos “influência do participante” e “monitoramento pelo principal”. Os sinais positivos dos coeficientes, associados ao sinal positivo no centróide do grupo BD, sugerem que este tipo de plano está relacionado ao uso mais intenso de mecanismos de monitoramento pelo principal e de influência pelo participante. A discriminação é significativa a 0,001 e 63,3% dos casos foram corretamente classificados.

A “percepção de controle”, também com discriminação significativa para o tipo de plano, tem seu coeficiente principal para o construto “pressão do participante”, indicando ser esse o principal indicador associado a planos BD.

Uma vez que essas características podiam estar mais associadas à característica do patrocinador, foi realizada a análise discriminante apenas para os fundos com patrocinadores privados. O resultado manteve a discriminação para o construto “pressões do principal”, melhorando a correlação canônica para 0,539 e o número de casos corretamente classificados para 67,4%, mas não assegurou a significância da discriminação para “percepção de controle”.

H1a: Em fundos de pensão com planos CD a influência direta do participante é mais intensa que em fundos com planos BD

A importância desse construto e sua relação direta com planos BD pode ser identificada diretamente nos resultados da análise discriminante, que apresentou o coeficiente mais elevado na função gerada para a natureza dos planos.

O teste de independência de médias foi realizado para comparar essa influência direta do participante entre planos CD e BD. Houve diferença significativa a 0,008 entre os escores

para BD (média 2,58 e desvio padrão de 1,27) e planos CD (média 1,74 e desvio padrão de 1,46).

A magnitude da diferença entre os grupos, medida pelo Eta quadrado foi pequena, com um valor de 0,088 em um intervalo de 0 a 1.

O resultado do teste, portanto, contraria a hipótese H1a, ao mostrar evidências da existência de mecanismos de “influência direta do participante” de forma significativamente mais intensa em fundos com planos BD.

H1b: O patrocinador terá maior propensão a utilizar mecanismos de monitoramento e controle em planos BD

Embora a análise discriminante, associada ao tipo de plano, tenha apresentado elevado coeficiente para o construto monitoramento, isso não ocorreu para o controle indireto via conselhos. O teste *t* de independência das médias não indicou nenhuma diferença significativa entre o uso de mecanismos de monitoramento e de controle entre os planos, ao nível de 0,10.

H2: Fundos patrocinados por empresas estatais são diferentes de fundos patrocinados por empresas privadas em termos das pressões do principal.

A função discriminante gerada teve elevada significância, com $p < 0,001$, e correlação canônica de 0,669, conduzindo a uma classificação correta de 79% da amostra. Esses valores evidenciam uma alta associação do tipo de patrocinador, se estatal ou privado, aos instrumentos utilizados no acompanhamento dos gestores.

Adicionalmente, se procedeu ao teste *t* de independência das médias para ambos os construtos. Para o “nível de monitoramento” a rejeição da hipótese nula ocorreu ao nível de significância é de 0,021, com média de 4,93 para patrocinadores privados (d.p. 1,74) e média de 4,00 para patrocinadores públicos (d.p. 1,81). A magnitude da diferença foi pequena, igual a 0,065

O construto “controle indireto via conselhos” mostrou diferença significativa para $p < 0,001$ para os escores de patrocinador privado, com média 2,32 e d.p. 1,006 frente aos escores de patrocinador público, com média 1,59 e d.p. 0,927. A medida de magnitude da diferença é de 0,124, considerada moderada segundo a escala de Cohen (PALLANT, 2001, p.181).

H3: O tempo de existência do fundo de pensão produz diferenças no uso dos mecanismos de pressão do principal.

A análise discriminante aponta diferença significativa a 0,001, com uma correlação canônica associada a essa função de 0,617, e 77,8% da amostra classificada corretamente pelo método *leave-one-out*, utilizado pelo SPSS. O quadrado dessa correlação indica que 38% da variância na variável discriminante – tempo de existência do fundo de pensão – é explicada por esse modelo (MALHOTRA, 2001, p. 486).

O centróide dos grupos é positivo para planos antigos, indicando a relação entre o tempo de existência da entidade e o uso dos mecanismos de pressão do principal, principalmente do construto representado pela influência do participante, com o coeficiente mais elevado.

H4: Fundos de pensão com maiores volumes de ativos de investimento devem fazer uso mais intenso de mecanismos de pressão do principal.

Também para essa hipótese foi possível gerar função discriminante significativa ($p=0,001$), mostrando que fundos de pensão com maiores volumes de ativos de investimentos têm maior propensão ao uso dos instrumentos de pressão disponíveis pelo principal.

H5: Fundos de pensão multipatrocinados registram maiores pressões do principal sobre o agente que fundos monopatrocinados.

Não houve função discriminante significativa, para $p < 0,10$, em nenhum dos casos, não permitindo portanto rejeitar a hipótese de semelhante no exercício de pressão pelo principal em planos multipatrocinados e monopatrocinados. Vale registrar que tampouco foi possível gerar essa função com relação à percepção de controle pelo gestor.

H6: As pressões do principal são aplicadas e percebidas de forma diferente pelos gestores de fundos com múltiplos planos e em fundos com planos únicos.

A análise discriminante não gerou nenhuma função significativa associada ao número de planos.

H7a: A relação entre ativos e assistidos dos planos do fundo de pensão altera o uso dos mecanismos de influência do participante

A hipótese 17a se confirma, uma vez que o teste t de independência de médias rejeita a hipóteses de igualdade para $p < 0,001$. A média para planos de maior maturidade, com relação entre ativos e passivos de até 3,71, registrou o valor de 2,95 e d.p. 1,16 contra a média de 1,56 e d.p. 1,28 para entidades cujos planos têm relação superior, indicativo de menor maturidade.

As diferenças entre as médias foram de 0,247, nível considerado elevado segundo as diretrizes propostas por Cohen (PALLANT, 2001, p.181).

H7b: A relação entre ativos e assistidos dos planos do fundo de pensão altera a percepção de controle pelo gestor

Foi possível gerar uma função discriminante ($p < 0,001$), com correlação canônica de 0,391 e classificação correta de 56,8% da amostra. O coeficiente da variável “pressão do participante” foi o que mais contribuiu para a discriminação entre os grupos, estando diretamente associado à maturidade do fundo.

H8: O tempo de exercício no cargo altera o uso das pressões pelo principal e a percepção de controle pelos gestores

O construto “tempo de exercício no cargo” não gerou função discriminante para nenhuma das variáveis explicativas, não permitindo aceitar essa hipótese.

H9: A percepção de controle pelos gestores será maior em planos CD que BD

Na hipótese 1 foi verificada a existência de função discriminante referente à percepção de controle pelo gestor frente ao tipo de plano da entidade. Esta hipótese visa apreender a orientação dessa diferenciação, já identificado que o construto “pressão do participante” foi aquele de maior contribuição para a discriminação, associado aos planos BD.

Para maior conhecimento dessa diferença, os construtos constitutivos da categoria “percepção de controle” foram analisados. Houve diferença significativa no teste t de independência das médias, em relação ao tipo de plano, para percepção do monitoramento ($p=0,061$) e percepção da influência do participante ($p=0,17$). No primeiro construto, a média foi mais elevada em planos BD (média 5,11 d.p. 1,301) que em planos CD (média 4,41 d.p. 1,811). O mesmo ocorreu para “percepção da influência do participante”, que se mostrou mais intensa em planos BD (média 4,56 d.p. 1,391) que nos planos CD (média 3,74 d.p. 1,582).

H10: As pressões isomórficas e a comunicação serão mais intensas em planos BD que CD

Não foi obtida diferença significativa, para $p < 0,10$, nas práticas de comunicação entre entidades com planos BD e CD no teste de independência das médias.

Tampouco foi gerada função discriminante para as pressões isomórficas percebidas pelo gestor, a partir das variáveis geradas pelos escores da análise fatorial dos itens das questões 32 e 38. O teste de média para os construtos da categoria “pressões isomórficas” também não apontaram a existência de diferenças significativas.

5.4 ANÁLISE GLOBAL DOS RESULTADOS

O objetivo geral, proposto para este estudo, foi o de verificar os limites à generalização da teoria da agência em ambientes de mercado não competitivos. Neste sentido, diversos resultados obtidos nos testes de independência das médias dos indicadores e nas análises discriminantes para os construtos, apontaram a diferentes usos e efeitos dos mecanismos previstos pela teoria da agência no ambiente dos fundos de pensão.

As hipóteses foram construídas com base no conhecimento específico da dinâmica dos fundos de pensão e de forma a permitir a verificação das proposições das teorias da agência e institucional. Na seqüência, serão destacados e discutidos, de forma integrada, os resultados mais significativos.

A teoria da agência, na sua vertente prescritiva, recomenda ao principal a utilização de instrumentos de monitoramento e controle, como forma de reduzir a minimizar a assimetria de informações e, principalmente, as possibilidades do comportamento oportunista do agente.

Entretanto, a efetividade desses instrumentos não pode ser mensurada tão somente pela sua quantidade e intensidade de uso. Sua importância reside no efeito que provoca ao controlar o comportamento do agente. O uso marginal desses instrumentos, além de não contribuir para minimizar os problemas de agência e acarretar um custo adicional ao principal, pode ter um efeito contrário, inibindo ações desejáveis dos gestores (SHEN, 2003; HENDRY, 2002). É, portanto, fundamental compreender o grau adequado em que devem ser exercidas pressões do principal sobre o agente, mensurando como são percebidas.

A teoria da agência, ao focar no contrato, considera as possibilidades de uma relação com o gestor baseada em resultados ou em comportamentos. Flexibilizar as condições do ambiente, conforme analisado por Eisenhardt (1989) permite adequar a forma de contratação, mas não as características e intensidade dos instrumentos utilizados para reforço do contrato.

A análise dos resultados desta pesquisa permite evidenciar uma dinâmica contingencial quanto ao uso e percepção dos mecanismos propostos pela teoria para reforço do contrato, dinâmica essa não prevista nas proposições da teoria. Aponta-se, dessa forma, a uma delimitação espacial, caracterizada como uma condição que restringe o uso de uma teoria a unidades de análises específicas, tais como determinado conjunto de organizações. Como explica Bacharach (1989, p.500),

“Juntas, delimitações espaciais e temporais restringem a generalizabilidade empírica de uma teoria. Teorias que não são delimitadas em tempo ou espaço são, portanto, altamente generalizáveis. Essa noção de generalizabilidade implica na consideração de um *continuum* que se estende desde um nível de generalização empírica (rica em detalhes mas com delimitações estritas em espaço e/ou tempo) a uma *grand theory*, abstrato e carente de detalhamento operacional, mas relativamente ilimitado em termos de espaço e/ou tempo). (tradução nossa)”.

Identificar os limites à generalização da teoria da agência não significa, portanto, invalidar a teoria, mas, antes, dar maior robustez a seu poder explicativo e a suas proposições.

Os testes estatísticos realizados neste estudo apontaram a variações tanto no uso dos mecanismos de pressão do principal quanto na percepção do gestor relacionadas a características do ambiente dos fundos de pensão. Cabe destacar nesta seção alguns resultados obtidos que apontam, não apenas uma utilização segmentada dos mecanismos de monitoramento e controle e percepções dos gestores diferenciadas, mas que se mostraram contrário às proposições da teoria.

Planos BD são, por suas características, de menor risco para os participantes, que tradicionalmente têm tido uma posição passiva em seu acompanhamento (GUSHIKEN, 2002), uma vez que o risco incorrido pelo patrocinador reforça seu interesse no acompanhamento do gestor. Entretanto, os resultados obtidos no teste da hipótese 1 apontam que nesses planos tanto a influência do participante quanto a percepção de controle pelo gestor são mais significativas que nos planos CD, nos quais há maior risco associado ao principal. Uma primeira explicação estaria na maior ocorrência de planos BD em fundos com patrocinadores públicos, onde há uma maior tradição na organização dos trabalhadores por seus direitos, possibilidade que foi posteriormente investigada e explicou

o nível diferenciado na percepção do gestor, mas não no uso dos mecanismos de pressão pelo principal.

Outras explicações poderiam estar associadas ao maior montante dos ativos de investimentos acumulados nesses planos, o que justificaria a necessidade de um acompanhamento mais intenso, e o número de planos gerenciados pelas FPE, em 58,3% entre um e dois planos, o que torna menos disperso o conjunto dos participantes. Além disso, a verificação da hipótese *1a* apontou à maior influência direta dos participantes de planos BD. Tampouco a análise individual do construto “mecanismos de monitoramento e controle” mostrou qualquer diferença significativa entre os planos.

Contrariamente às proposições da teoria da agência, o patrocinador manteve o mesmo uso dos mecanismos de monitoramento e controle em planos BD e CD, conforme a verificação da hipótese *1a*, embora no primeiro incorresse em significativo risco. Pela Resolução CVM 371, o patrocinador é obrigado a registrar em seu balanço seu passivo relacionado ao fundo de pensão. Em planos BD, esse passivo pode produzir dívidas vultosas para as empresas, como ocorrido recentemente com empresas americanas, em especial a General Motors.

A teoria da agência propõe o reforço da vigilância aos termos do contrato em situações de maior risco, mas não faz qualquer proposição quanto à natureza do principal. Na hipótese 2, foi possível identificar a maior intensidade do monitoramento e controle indireto via conselho em fundos de patrocinadores privados, explicitando uma associação da intensidade de uso desses instrumentos às características do principal. Assim, a propensão ao acompanhamento e controle do agente pelo principal sugere que não está relacionada apenas ao nível de risco e assimetria informacional envolvidos, mas também a características intrínsecas do controlador, representando uma delimitação espacial à teoria.

A hipótese 3 verificava a sensibilidade da teoria da agência a variações no tempo de existência da organização. A elevada representatividade obtida para os resultados da função discriminante – correlação canônica, significância e percentual da amostra classificado corretamente – aponta à importância dessa variável discriminante para

compreender o comportamento do principal. O tempo de existência está associado a um conjunto amplo de explicações possíveis para justificar sua importância na discriminação mas, utilizando o referencial teórico deste estudo, ele pode ser considerado como sedimentador das práticas no campo organizacional, fortalecendo sua estruturação pela institucionalização de valores, comportamentos e modelos entre os atores.

Também para o volume de ativos, hipótese 4, os fundos de pensão com montantes maiores mostram-se mais propensos ao exercício de pressões do principal sobre os gestores, sendo novamente significativa a influência do participante. Como já mencionado, o volume de ativos guarda uma associação com o tempo de existência do fundo, uma vez que ambos refletem o período de constituição de poupança. De fato, a correlação de Pearson apresenta para essas variáveis um valor de 0,72 significativa ao nível de 0,01.

O modelo geral da teoria da agência considera o grupamento do principal como único e coeso, não se remetendo aos conflitos e jogos de poder que ocorrem na ocorrência de múltiplos principais com interesses divergentes e, principalmente, desequilíbrio de forças na relação interna ao grupo. Essa contudo é a realidade em diversos contextos que se insere a governança corporativa, especialmente no Brasil, onde a relação mais conflituosa não é entre agente e principal, mas entre acionistas majoritários (*blockholders*) e minoritários.

Esse contexto multi-principal e agente se reproduz para os fundos de pensão na ocorrência de mais de um patrocinador, de um esquema multiplano, ou de diferenças no equilíbrio entre o conjunto dos participantes ativos e assistidos.

A primeira dessas relações foi avaliada pela hipótese 5, que não apresentou diferença entre os grupos relativamente ao multipatrocínio. A segunda relação, avaliada pela hipótese 6, também não gerou função discriminante em relação ao multiplano. Apenas as diferenças de maturidade nos planos da entidade – hipótese 7a – foram significativas para segmentar a amostra, indicando uma mais forte utilização de mecanismos de influência pelos participantes em situações de maior maturidade. Neste caso, entretanto, não houve correlação significativa entre maturidade e volume de ativos, mas essa associação existiu com o tempo de existência da entidade, com correlação negativa com a relação ativo por

assistido de 0,345 e significativa a 0,01. Essa correlação indica a relação esperada de que fundos de pensão com maior tempo de existência tem maturidade mais elevada, o que apenas não se registraria caso houvesse uma intensa contratação de novos empregados pelas empresas patrocinadoras, e que esses se tornassem associados dos planos.

A elevada magnitude da diferença entre esses grupos reforça a lógica que o tempo de existência da entidade favorece a formação dos grupos de interesse e que esses vão se articular pela defesa de suas pretensões. Articulando os resultados obtidos para as hipóteses 7a e 1a, observa-se que o exercício de pressão pelos participantes não guarda relação com os níveis de risco que incorrem, como seria esperado pelas premissas da teoria da agência.

Em fundos mais maduros, também se mostrou mais significativa a percepção de controle do gestor, influenciada principalmente pela pressão exercida por seus participantes (hipótese 7b). É importante destacar que as variáveis constitutivas do construto percepção de controle não se relacionavam apenas a interesses sobre os resultados financeiros da entidade, como também às questões relativas à gestão.

Contrariando as recomendações de Shen (2003), as pressões do principal não se alteram em virtude do menor tempo do gestor à frente da fundação, como mostra a verificação da hipótese 8. Esse se configura um ponto de possível desenvolvimento dos modelos de governança. Em particular, nos fundos de pensão não é freqüente a utilização de gestores especialistas na área contratados no mercado. Para 81% da amostra, o gestor era originário dos quadros do próprio patrocinador e, provavelmente na maioria dos casos, tinha pouco conhecimento sobre o universo específico dos fundos de pensão. Submeter o novo gestor à mesma intensidade de monitoramento e controle mostra-se desnecessário e desmotivador, uma vez que nesse momento são maiores suas exigências de aprendizado e construção de relacionamento para que possa desempenhar uma efetiva liderança da organização.

As hipóteses 9 e 10 visavam a verificar o comportamento dos agentes frente às pressões de controle e institucionais, articulando a tese que em ambientes menos passíveis de avaliação

do esforço alocativo dos gestores, estes buscariam formas de assegurar a legitimidade de suas ações.

Os testes para a hipótese 9 refutaram a direção esperada. Em entidades com planos CD as pressões foram percebidas de forma menos intensa que naquelas com planos BD. A argumentação que pode ajudar a compreender esse resultado se baseia em dois pontos. Esse categoria contempla o construto “percepção do monitoramento”, associado principalmente ao patrocinador que, de fato, tem maior interesse em acompanhar os planos BD e para os quais a diferença entre as médias foi mais expressiva. Entretanto, também o construto “percepção da influência do participante” teve média mais elevada nos planos BD, contrariamente ao que se poderia esperar pela teoria da agência.

Essa análise reforça a importância do contexto na definição dos instrumentos associados à teoria da agência. Neste caso, é possível que a explicação para os resultados reflitam características subjacentes aos planos BD. Embora demandando menor esforço de redução dos problemas de agência por parte dos participantes, uma vez que têm risco reduzido e significativamente menor que o patrocinador, são os que têm capacidade organizativa mais desenvolvida, o que poderia ser compreendido pela análise da configuração do campo organizacional.

Ao mesmo tempo que se esperava, no escopo deste estudo, gerar uma função decrescente à medida que se configurassem de forma menos intensa as características de um ambiente técnico, se supunha que essa função fosse crescente à medida que se configurasse um ambiente mais institucional. Entretanto, a hipótese 10 que examinava essa hipótese não permitiu identificar função discriminante para as pressões isomórficas no campo entre planos BD e CD.

Cabe ainda examinar o efeito *per se* das pressões do mercado sobre os gestores. No desenho de estruturas de governança corporativa, o mercado assume um papel primordial no controle externo. O desempenho dos gestores é acompanhado por seus pares que, a princípio, conhecem as dificuldades do negócio e podem avaliar seu esforço e resultados obtidos. Esperava-se também que em planos CD esse controle fosse mais destacado, uma

vez que suas características são semelhantes a de outros produtos financeiros. No entanto, o exame das diversas funções discriminantes geradas não apresentou resultados importantes desse construto para as funções, medido pelo coeficiente.

O sistema de fundos de pensão, sugerem os resultados obtidos, mostra-se pouco suscetível às influências e avaliações do mercado, o poder de pressão dos participantes está mais vinculada à sua capacidade organizativa que às exigências associadas ao risco incorrido, e pouco permeável à entrada de gestores externos aos quadros dos patrocinadores. São características, e não qualidades ou defeitos, e que por isso são fundamentais no desenho de estruturas de governança cada vez mais efetivas para essas organizações.

6. CONCLUSÃO

A governança corporativa das empresas brasileiras se apresenta como um tema de fundamental importância e carente por novas propostas.

Em decorrência de um modelo de desenvolvimento empresarial calcado na propriedade estatal, estrangeira ou familiar, o mercado de capital no Brasil tem sido pouco eficaz como fonte de financiamento às empresas. O elevado custo de capital, consequência dos riscos internos e das elevadas taxas de juros que têm sido praticadas, gera investidores exigentes e orientados para o curto prazo. A idéia do dono único, culturalmente impregnada, afugenta sócios potenciais que condicionam o aporte dos recursos a uma participação no controle.

Como consequência, reforça-se um modelo baseado no controle direto via *equity*, fortemente apoiado em financiamentos bancários, e com acentuado desequilíbrio de poder entre os tipos de proprietários.

Independentemente de suas desvantagens ou vantagens, é certamente um modelo bastante diferente daqueles praticados em outros países, Estados Unidos em especial. Aqui não há pulverização de capital, disputas entre proprietários e gestores, dispositivos utilizados pelos agentes para manutenção do poder ou práticas consolidadas de controle externo pelo mercado. É, portanto, provável que também os modelos de governança corporativa norte-americanos e os demais modelos na categoria *shareholder* tenham reduzida aplicabilidade ao contexto nacional. Em decorrência, é provável também que as bases teóricas do modelo brasileiro não sejam tão bem explicadas pela teoria da agência.

O ponto a exigir especial atenção no caso brasileiro são os conflitos entre os próprios proprietários e os desequilíbrios de poder, seja entre ordinaristas e preferencialistas ou entre os *blockholders* – detentores do controle – e demais acionistas. A adoção de práticas e

modelos desenvolvidos para outros contextos configura ou um mecanismo mimético de grande amplitude, ou uma necessidade de assegurar o acesso aos recursos externos e tornar mais semelhante a realidade nacional do ponto de vista dos detentores desses recursos.

Este estudo tomou como ponto de partida o processo de importação de práticas de governança corporativa, não entre países, mas entre organizações operando em ambientes diferentes, para verificar os limites à generalização dessas práticas. Dado que esses modelos apóiam-se predominantemente na perspectiva da teoria da agência, investigar as limitações dessa teoria permite compreender as lacunas resultantes na incorporação desses modelos e contribuir para uma melhor adequação das práticas ao ambiente nacional.

O objetivo deste estudo foi compreender as limitações da teoria da agência em mercados não competitivos, em decorrência do interesse de pesquisa em verificar as possibilidades de generalização das práticas de governança corporativa a organizações atuando nesses mercados, em especial, os fundos de pensão. Isso foi realizado a partir da explicitação e posterior análise das premissas e pressupostos da teoria da agência, conforme aplicados aos estudos sobre governança corporativa, ao universo dos fundos de pensão brasileiros.

Na pesquisa de campo, realizada junto aos gestores dos fundos, buscou-se identificar quais os instrumentos utilizados pelo principal no monitoramento e alinhamento de interesses do agente, e a percepção dos gestores sobre o efeito desses instrumentos em modelar seu comportamento.

Decorrente das hipóteses de pesquisa buscou-se também identificar a importância de outro corpo teórico para a modelagem das práticas de governança em organizações não de mercado. Com base em trabalhos anteriores que apontavam à melhor explicabilidade dos modelos pelo desenho de referenciais multi-teóricos, e da capacidade da teoria institucional ser utilizada com essa finalidade, foram desenvolvidas questões orientadas a capturar do gestor o efeito que percebia das forças isomórficas do campo organizacional.

A tese defendida associava essas duas teorias, supondo que a teoria da agência seria menos explicativa em ambientes institucionais, contexto em que a aplicação do referencial da teoria institucional traria maiores vantagens.

As análises desenvolvidas e, particularmente, a tabulação e análise das respostas à pesquisa, permitiram concluir que, de fato, nem as premissas da teoria da agência tampouco suas proposições têm igual validade para o conjunto dos fundos de pensão ou afetam da mesma forma a percepção dos gestores. As premissas de divergência de objetivos, propensão a risco, assimetria informacional e oportunismo do agente não se configuraram em diversos contextos. Quanto às proposições, o que a análise dos questionários evidenciou foi uma significativa diferença entre grupos de fundos de pensão relativamente à utilização dos instrumentos de pressão do principal, nem sempre alinhados com as propostas da teoria.

Assim, embora com menor risco envolvido, participantes de planos na modalidade benefício definido mostraram uma atuação muito mais intensa no acompanhamento da gestão dos fundos, em termos do conjunto de mecanismos utilizados no monitoramento e controle, fato corroborado também pela percepção dos gestores. Foi registrado um uso mais intenso de mecanismos de monitoramento pelos patrocinadores nesses planos, convergente com o maior risco assumido, mas essa diferença não se registrou na atuação do conselho.

Uma das conclusões significativas para a melhoria no desenho dos modelos de governança decorre da constatação que os níveis de monitoramento e controle não se alteram relativamente ao tempo de exercício no cargo do gestor. Como o uso desses mecanismos representa custos adicionais, seja devido ao aparato administrativo exigido para sua implementação, seja pela desmotivação provocada ao agente pela inibição de aplicar amplamente suas capacidades e competências gerenciais, a adequação de sua intensidade deve estar em perfeita sintonia com a necessidade de controlar ações oportunistas ou o baixo alinhamento aos interesses do principal.

O papel de controle externo desempenhado pelo mercado é também pouco representativo para os gestores. Uma vez que, em sua grande maioria, são oriundos dos quadros do patrocinador, para onde retornam após o exercício de seu mandato, as análises do mercado não exercem um papel de delimitador de seu comportamento.

Participantes de fundos de pensão que apresentam níveis de maturidade mais elevados em seus planos apresentam uma maior capacidade de monitoramento do gestor. Por suposto, esse fato reflete a capacidade organizativa desses participantes, adquirida ao longo da existência do fundo, mas não a necessidade de monitoramento prevista na teoria, uma vez que nesses fundos um número maior de participantes já assegurou seus direitos e, salvo problemas de sucessivos resultados financeiros negativos, têm menos risco associado ao plano.

Esses resultados, associados às análises do contexto de atuação dos fundos, apontam à necessidade de rever as bases teóricas para a conformação de modelos de governança mais efetivos para essas organizações. As premissas da teoria da agência se chocam com o ambiente altamente regulado da previdência complementar fechada e com as barreiras de saída enfrentadas pelos participantes e patrocinadores, limitando o poder disciplinador das forças de mercado previsto pela teoria.

Conclui-se também que os problemas de agência enfrentados pelos participantes são estruturalmente diferentes daqueles dos patrocinadores. Estes se situam de forma ambivalente como principal ou agente, e o gestor da entidade tipicamente é também um participante historicamente comprometido com o desempenho da organização. Separar o fundo de pensão do patrocinador nem sempre é tarefa simples, como fica evidente ao se verificar que 14% dos fundos respondentes sequer tinham funcionários, e em 43% suas despesas administrativas eram totalmente cobertas pelo patrocinador. Esses dados sugerem, no mínimo, que os problemas clássicos tratados pela teoria da agência de risco moral e seleção adversa não existem ou são pouco significativos para a maioria dos fundos.

Dessa forma, o uso não contextualizado da teoria da agência implica na adoção de premissas e proposições que podem bloquear o tratamento dos reais problemas de governança dos fundos de pensão, seus participantes e patrocinadores.

Na perspectiva da teoria institucional, quando pela hipótese de pesquisa se esperava que fundos com predominância de plano na modalidade benefício definido fossem mais sensíveis às pressões isomórficas do setor, não foi evidenciada nenhuma diferença significativa entre os diversos grupamentos segmentados segundo as variáveis discriminantes. Esse fato, embora não validando a hipótese, traz uma informação significativa para a compreensão desse setor e desenvolvimento dos modelos de governança.

Essas pressões isomórficas, caracterizadas no estudo como a influência das práticas de outras ações e órgãos profissionais sobre o comportamento do gestor, refletem uma vertente sociológica da teoria institucional. Nesse sentido, a não significância de diferenças nos grupos pode apontar à existência de um campo organizacional solidamente estruturado.

De fato, o sistema de fundos de pensão tem uma longa história no país, haja vista que mais de metade da amostra tinha acima de 21 anos de existência. Além disso, os últimos anos têm caracterizado uma união maior dessas organizações em torno de interesses comuns, com evidenciado pelas mudanças introduzidas pelas legislações aprovadas no ano de 2001 e as discussões sobre a tributação no setor. Esses fatores possivelmente contribuíram para alinhar essas organizações na abordagem a problemas comuns, uma das características de um campo organizacional.

Também o fato de seus gestores serem em geral provenientes dos quadros dos patrocinadores, para lá retornando depois de concluído seu mandato no fundo de pensão, contrapõe-se às características singulares dos conhecimentos no setor. A capacidade em lidar com os sofisticados modelos financeiros e práticas atuariais e previdenciárias igualmente complexas representa não só um esforço para o gestor, natural e reconhecido ao assumir o cargo, mas um investimento em um ativo pessoal que muitas vezes lhe será de

pouca utilidade ao retornar à patrocinadora. Isso configura um cenário que favorece a aceitação dos modelos e tecnologias vigentes, principalmente propostas por órgãos de classe e consultorias, reforçando o isomorfismo de natureza normativa.

A configuração do sistema de fundos de pensão em torno de um grande número de pequenas entidades, com processos terceirizados, contribui para favorecer a manutenção de um conjunto de práticas disseminadas e validadas no setor, o que novamente representa um reforço ao isomorfismo.

Novos estudos poderiam ser direcionados para aprofundar o exame das diferenças das práticas institucionais complementarmente aos modelos previstos pela teoria da agência, principalmente pela aplicação em campos organizacionais diversos. A opção deste estudo, ao trabalhar em um campo organizacional singular, não permitiu comprovar nuances nos mecanismos isomórficos como forma de legitimidade organizacional, mas reforçou a importância do próprio conceito de campo ao mostrar a semelhança das organizações. Assim, se elas mostram comportamentos diversos no uso e percepção dos mecanismos de controle dos problemas de agência, mas se mostram semelhantes na aceitação das práticas no setor, pode sugerir o potencial dessa teoria para o desenvolvimento de melhores modelos de governança.

Pela importância que representam a seus participantes, patrocinadores, e à própria economia nacional, os fundos de pensão configuram um ambiente fecundo para o desenvolvimento das práticas de governança e das teorias que lhes dão suporte. Como discutido, a reprodução acrítica dos modelos de governança corporativa pode representar não apenas aumento dos custos como também gerar tensões desnecessárias entre as partes e ser pouco efetiva na salvaguarda dos interesses dos participantes e patrocinadores. Nesse sentido, este estudo buscou apresentar sua contribuição ao evidenciar essa necessidade e oferecer subsídios à construção de modelos de governança que atendam às necessidades particulares dessas organizações.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AAKER, David A.; KUMAR, V.; DAU, George S. **Marketing research**. New York: John Wiley & Sons, 1998.

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. **Consolidado Estatístico**, jan. 2004.

AGUILERA, Ruth V.; JACKSON, Gregory. The cross-national diversity of corporate governance dimensions and determinants. **Academy of Management Review**, v. 28, n.3, p447-465, Jul. 2003.

AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.31, n.3, p.377-397, sep. 1996.

ALBANESE, Robert, DACIN, M. Tina, HARRIS, Ira C. Agents as Stewards. The **Academy of Management Review**; Mississippi State: Academy of Management.; v. 32, n.3, p.609-611, Jul. 1997.

AMBACHTSHEER, Keith P.; EZRA, D. Don. **Pension fund excellence: creating value for stakeholders**. New York: John Wiley & Sons, 1998.

AMIHUD, Yakov; LEV, Baruch. Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. **The Bell Journal of Economics**, v.12, n.2, autumn 1981.

ARAÚJO, Luiz Nelson Porto. "Os fundamentos da governança corporativa", **Trevisan Consultores**, mimeo, Jan. 1999.

ARROW, Keneth J. The economics of agency. In: PRATT, Jown W., ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p.37-51.

ARTHURS, Jonathan D.; BUSENITZ, Lowell W. The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the venture capitalist/entrepreneur relationship. **Entrepreneurship: Theory & Practice**, v. 28 n. 2, p145-162, Winter 2003.

BACHARACH, Samuel B. Organizational theories: some criteria for evaluation. **Academy of management review**, v.15, n.4, p.496-515, Oct. 1989.

BANKS, Jeffrey S. The design of institutions: an agency theory perspective. In: WEIMER, David L. (ed.). **Institutional design**. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1995, p.17-36.

BARROS, Virgínia Parente de. **Controle corporativo no Brasil e o papel dos fundos de pensão: um enfoque institucional**. 1998. 134 f. Tese (Doutorado em Administração). – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo.

BAYSINGER, Barry D., KOSNIK, Rita D., TURK, Thomas A. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. **Academy of Management Journal**, v.34, n.1, 1991, p.205-214.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; ROELL, Ailsa. Corporate governance and control. **European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper N° 02/2002**, oct. 2002. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461, acessado em 4 jun.03.

BETTIS, Richard A. Modern financial theory, corporate strategy, and public policy: three conundrums. **Academy of Management Review**. Briarcliff Manor: Academy of Management, v.8, n.3, p.406-415, jul.1983.

BIRD, Frederick Bird. Good governance: A philosophical discussion of the responsibilities and practices of organizational governors. **Revue Canadienne des Sciences de l'Administration**; Montreal; v.18, n.4, p.298-312, Dec 2001.

BRASIL. **Lei Complementar 109**, de 29 de maio de 2001a. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências.

BRASIL. **Lei Complementar 108**, de 29 de maio de 2001b. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.

BUCK, Trevor, FILATOTCHEV, Igor, WRIGHT, Mike. Agent, stakeholders and corporate governance in russian firms. **Journal of Management Studies**, v.35, n.1, p.81-104, 1998.

CALDAS, Miguel P., WOOD Jr., Thomaz. Fads and fashions in management: the case or ERP. **Revista de Administração de Empresas**, v.40, n.3, p.8-17, jul./set. 2000.

CARVALHO, Cristina Amélia, VIEIRA, Marcelo Milano Falcão, LOPES, Fernando Dias. Contribuições da perspectiva institucional para a análise das organizações. **Anais do 23º ENANPAD**, Foz do Iguaçu, PR, 1999 (CD ROM).

CARVALHO, Cristina Amélia; VIEIRA, Marcelo Milano Falcão. Contribuições da perspectiva institucional para a análise das organizações: possibilidades teóricas, empíricas e de aplicação. In: CARVALHO, Cristina Amélia; VIEIRA, Marcelo Milano Falcão (Org.). **Organizações, cultura e desenvolvimento local: a agenda de pesquisa do observatório da realidade organizacional**. Recife: EDUFEPE, 2003.

CARVER, John; OLIVER, Caroline. **Conselhos de administração que geram valor: dirigindo o desempenho da empresa a partir do conselho.** São Paulo: Cultrix, 2003.

CHANDLER, Alfred Dupont. **Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise.** Cambridge: MIT Press, 1990.

CHANLAT, J. F. L'analyse sociologique des organisations: un regard sur la production anglo-saxonne contemporaine (1970-1988). **Sociologie du Travail**, n.e, 1989.

CHILD, John; RODRIGUES, Suzana Braga. Corporate governance and new organizational forms: the problem of double and multiple agency. In: XXVI ENANPAD, **Anais...** Salvador, 2002.

CIANCANELLI, Penny, GONZALEZ, Jose antonio Reyes. Corporate governance in banking: a conceptual framework. **European Financial Management Association Conference**, Atenas, jun. 2000. Papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=253714, acessado em 20 set. 2002.

CONLON, Edward J.; PARKS, Judi McLean. Effects of monitoring and tradition on compensation arrangements: an experiment with principal-agent dyads. **Academy of Management Journal**, v.33, n.3, p.603-622, sep. 1990.

DAILY, Catherine; DALTON, Dan R.; CANNELLA Jr., Albert A. Corporate governance: decades of dialogue and data. **Academy of Management Review**, v.28, n.3, p.371-382, Jul. 2003.

DAVIS, E. Philip. The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behavior. **Paper presented at the Reserve Bank of Australia's Conference on "The Future of the Financial System"**. Sydney, July 1996. Disponível em http://www.geocities.com/e_philip_davis/58-FINSTRU6.pdf, acessado em 12 jul. 2003.

DAVIS, J. H., SCHOORMAN, F. D., & DONALDSON, L. Toward a stewardship theory of management. **Academy of Management Review**, v.22: 20-47, 1997a.

DAVIS, J. H., SCHOORMAN, F. D., & DONALDSON, L. Davis, Schoorman, and Donaldson Reply: The distinctiveness of agency theory and stewardship theory. **Academy of Management Review**, v. 22: p. 611-613, 1997b.

DAILY, Catherine; DALTON, Dan R.; CANNELLA Jr., Albert A. Corporate governance: decades of dialogue and data. **Academy of Management Review**, v.28, n.3, p.371-382, Jul. 2003.

DELBONI, Denise Poiani. **A previdência complementar como instrumento da política de recursos humanos: um estudo em empresas do setor farmacêutico.** 2003. 225 f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo.

DENIS, Diane K. Twenty-five years of corporate governance research...and counting. **Review of Financial Economics**; v.10, n.3, p.191-212, Winter2001.

DENIS, David J., DENIS, Diane K., SARIN, Atulya. Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies. **Strategic Management Journal**, v.30, n.1, p.1071-1076, nov. 1999.

DiMAGGIO, Paul J., POWELL, Walter W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, v.48, p.147-160, 1983.

DONALDSON, Lee. Teoria da contingência estrutural. In: CLEGG, Stewart, HARDY, Cynthia, NORD, Walter. **Handbook de estudos organizacionais**. Volume 1. São Paulo Atlas, 1999, p.105-133.

DONALDSON, Lee; DAVIS, James H. Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. **Australian Journal of Management**, 16, 1, p. 49-64, June 1991.

DONALDSON, Tom; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. **Academy of Management Review**,v.20, n.1, p.65-91, 1995.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena, SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Anais do 25º ENANPAD**, Campinas, 2001 (CD ROM).

EISENHARDT, Kathleen M. Control: organizational and economic approaches. **Management Science**. The Institute of Management Sciences, v.31, n.2, p.134-149, feb. 1985.

_____. Agency – and institutional – theory explanations: the case of retail sales compensation. **Academy of Management Journal**, v.31, n.3, p.488-511, sep.1988.

_____. Agency theory: na assessment and review. **Academy of Management Review**, v.14, n.1, p.57-74, 1989.

FACCIO, Mara; LASFER, M. Ameziane. Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes? **Journal of Corporate Finance**, n.6, p.71-110, 2000.

FAMA, Eugene F., JENSEN, Michael C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law & Economics**, Vol XXVI, June 1983. Acessado de <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98060103.pdf?abstractid=94032>, em 3 mar. 2003.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Organizational forms and investment decisions. **Journal of Financial Economics**, v. 14, p.101-119, 1985.

FAMA, E.F., JENSEN, M.C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, Vol. XXVI, June 1983. Acessado de <http://papers.ssrn.com/sol3/delivery.cfm/98060203.pdf?abstractid=94034>, em 2 jun.2003.

FONTES Filho, Joaquim Rubens. Estruturas de propriedade, governança corporativa e estratégia empresarial. In: 1º Encontro de Estudos em Estratégia. **Anais ...** Curitiba, 2003 (CD ROM).

GALBRAITH, John Kenneth. **O novo Estado Industrial**. São Paulo: Abril Cultural, 1982.

GEDAJLOVIC, Eric. Ownership, strategy and performance: is the dichotomy sufficient? **Organization Studies**, Winter 1993, v14 n.5 p731(22).

GUPTA, Parveen P., DIRSMITH, Mark W., FOGARTY, Timothy J. Coordination and control in a government agency: contingency and institutional theory perspectives on GAO audits. (General Accounting Office). **Administrative Science Quarterly**, v.39 n.2 p.264(21), jun. 1994.

GUSHIKEN, Luiz. O papel dos sindicatos na expansão dos fundos de pensão. In: REIS, Adacir (coord.). **Fundos de pensão em debate**. Brasília: Brasília Jurídica, 2002.

HAIR Jr., Joseph F.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C. **Multivariate data analysis**. 5th ed. Upper Saddle River: New Jersey, 1998.

HENDRY, J. The principal's other problems: Honest incompetence and the specification of objectives. **Academy of Management Review**, 27: 98-113, 2002.

HILL, C. W.; JONES, T. M. Stakeholder-agency theory. **Journal of management studies**, v.29, p.134-154, 1992.

HILLMAN, Amy J.; DALZIEL, Thomas. Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. **Academy of Management Review**, v.28, n.3, p.383-396, Jul. 2003.

HOSKINSSON, Robert E., JOHNSON, Richard A., MOESEL, Douglas D. Corporate divestiture intensity in restructuring firms: effects of governance, strategy, and performance. **Academy of Management Journal**, v.37, n.5, 1994, p.1207-1251.

IMPAVIDO, Gregorio. **On the Governance of Public Pension Fund Management**, Aug. 20, 2002. Disponível em www.worldbank.org, acessado em 8 set. 03.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v.3, n.4, p.305-360, oct. 1976.

JOHNSON, Richard A.; GREENING, Daniel W. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. **Academy of Management Journal**, v.42, n.5, p.564-576, oct. 1999.

KANGIS, Peter; KAREKLIS, Peter. Governance and organisational controls in public and private banks. **Corporate Governance**. Bradford, v.1, n.1, p.31-38, 2001.

Kester, C. W. Industrial groups as systems of contractual governance. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 8, n.3, p. 24-44, 1992.

KORN/FERRY International, McKINSEY & Company. Panorama de governança corporativa no Brasil. São Paulo, 2001.

LAMB, Roberto. **Governança corporativa; arena e contexto**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, s.d., mimeo.

LANE, P.J.; CANNELLA Jr., A.A.; LUBATKIN, M. H. Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered. **Strategic Management Journal**. John Wiley & Sons: Chicester, v.19, n.6, p.555-578, june 1998.

LEAL, Ricardo P. Camara, CARVALHAL, André, ALOY Jr., Reynaldo, LAPAGESSE, Guilherme. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. **Anais do 24º ENANPAD**, Florianópolis, 2000 (CD ROM).

_____, Oliveira, Claudia L. T. de. An evaluation of board practices in Brazil. **Corporate Governance**. Bradford, v.2, n.3, p.21-25, 2002.

LETHBRIDGE, Eric. "Governança corporativa". **Revista do BNDES**, n.8, dez. 1997.

LOGUE, Dennis E.; RADER, Jack S. **Managing pension plans: a comprehensive guide to improving plan performance**. Boston: Harvard Business School Press, 1998.

LYNALL, Matthew D.; GOLDEN, Brian R.; HILLMAN, Amy J. Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view. **Academy of Management Review**, v.28, n.3, p.416-431, Jul. 2003.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 3^a ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MANN, Steven V. Agency theory (verbete). In: COOPER, Cary L., ARGYRIS, Chris. **The concise Blackwell encyclopedia of management**. Malden: Blackwell Publishers, 1998.

MARCH, J. G. **A primer on decision making: How decisions happen**. New York: The Free Press, 1994.

McCRAW, Thomas K. (org.). **Alfred Chandler: ensaios para uma teoria historica da grande empresa**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 1998.

MEYER, John W., ROWAN, Brian. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, v.83, n.2, p.340-363, 1977.

_____, SCOTT, W. Richard. **Organizational environments: ritual and rationality (updated edition)**. Newbury Park, Sage, 1992.

MINTZBERG, Henry; AHLSTRAND, Bruce; LAMPEL, Joseph. **Safári de estratégia**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

_____. Quem deve controlar a empresa? In: MINTZBERG, Henry; QUINN, James Brian. **O processo da estratégia**. 3^a ed. Porto Alegre: Bookman, 2001, p.193-206.

MIZRUCHI, Mark S., FEIN, Lisa C. The social construction of organizational knowledge: a study of the uses of coercive, mimetic, and normative isomorphism. **Administrative Science Quarterly**, v. 44, p.653-683, dec. 1999.

MORGAN, Gareth. **Imagens da organização**. São Paulo: Atlas, 1996.

MOTT, David A.; SCHOMMER, Joh C.; DOUCETTE, William R.; KRELING, David H. Agency theory, drug formularies, and drug product selection: implications for public policy. **Journal of Public Policy & Marketing**. Ann Arbor, v.17, n.2, p.287-295, Fall 1998.

NILAKANT, V.; RAO, Hayagreeva. Agency theory and uncertainty in organizations: an evaluation. **Organization Studies**, v.15, n.5, p.649-672, 1994.

OLIVER, Christine. Strategic responses to institutional processes. **Academy of Management Review**, v.16, n.1, p.145-179, jan. 1991.

OECD Organisation for Economic Co-operation and Development. **OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD, 1999a.

_____. **Corporate governance: effects on firm performance and economic growth**. Paris: OECD, 1999b.

_____. **Guidelines for pension fund governance**. Jul. 2002. Disponível em <http://www.oecd.org/pdf/M00035000/M00035885.pdf>, acessado em 26 mai. 03

ORRÙ, Marco; BIGGART, Nicole Woolsey, HAMILTON, Gary G. Organizational isomorphism in East Asia. In: POWELL, Walter W.; DiMAGGIO, Paul J. (ed.) **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago, The University of Chicago Press, 1991, p.361-389.

OSBORNE, David e GAEBLER, Ted. **Reinventando o governo : como o espírito empreendedor está transformando o setor público**. 7. ed. Brasília : MH Comunicações, 1995.

PALLANT, Julie. **SPSS Survival Manual**. Buckingham: Open University Press, 2001.

PARRINO, Robert. *Rewrapping the package: managerial incentives and corporate governance*. **Texas Business Review**. Austin: The University of Texas, p.1-5, dec. 2002.

PERROW, Charles. **Complex organizations: a critical essay**. 3rd ed. New York: McGraw-Hill, 1986.

PORTER, Michael E. **Estratégia Competitiva - 5 ed.** - Rio de Janeiro: Editora Campus, 1991.

POWELL, Walter W. Expanding the scope of institutional analysis. In: POWELL, Walter W.; DiMAGGIO, Paul J. (ed.) **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago, The University of Chicago Press, 1991, p.183-203.

PRATES, Antônio Augusto Pereira. Organização e instituição no velho e novo institucionalismo. In: RODRIGUES, S. B.; CUNHA, M. P. **Estudos organizacionais: novas perspectivas na administração de empresas: uma coleção luso-brasileira**. São Paulo, Iglu editora, 2000.

PRATT, Jown W., ZECKHAUSER, Richard J. Principals and agents: na overview. In: PRATT, Jown W., ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1985, p.1-36.

RAMOS, Alberto Guerreiro. **A redução sociológica**. 2 ed. Coleção Tempo Nôvo n.2. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro, 1965.

RABELO, Flávio Marcílio. Fundos de pensão, mercados de capitais e *corporate governance*: lições para os mercados emergentes. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v.38, n.1, p.38-51, jan./mar. 1998.

_____, SILVEIRA, José Maria Jardim da. **Estruturas de governança corporativa na petroquímica brasileira pós-privatização**. Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, s/d, mimeo.

_____, COUTINHO, Luciano. Corporate governance in Brazil. **Paper for discussion at the Policy Dialogue Meeting on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economies**. Paris, OECD Development Centre, apr.2001, mimeo.

REICHENSTEIN, William. Why the corporate pension fund is not just another SBU. **Journal of Applied Corporate Finance**. New York: Stern Stewart, v.6, n.4, p.104-108, winter 1994.

ROSENBERG, Hilary. **Mudando de lado: a luta de Robert A. G. Monks pela governança corporativa nos EUA**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

RUEF, Martin; SCOTT, W. Richard. A multidimensional model of organizational legitimacy: hospital survival in changing institutional environments. **Administrative Science Quarterly**, v.43, p. 877-904, dez. 1998.

SCOTT, W. Richard. The adolescence of institutional theory. **Administrative Science Quarterly**, v.32, p.493-511, 1987.

_____. Introduction: Institutional theory and organizations. In: Scott, W. Richard, SOREN, Christensen. **The institutional construction of organizations: international and longitudinal studies**. Thousand Oaks: Sage, 1995.

_____. **Institutions and organizations**. 2nd. Ed. Thousand Oaks, Sage Publications, 2001.

SEGATTO, Andrea Paula. **Teoria da Agência Aplicada à Análise de Relações entre os Participantes dos Processos de Cooperação Tecnológica Universidade-Empresa**. 2001. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SELZNICK, P. Institutionalism “old” and “new”. **Administrative Science Quarterly**, v.41, p.270-7, 1996.

SHANKMAN, Neil A. Reframing the debate between agency and stakeholder theories of the firm. **Journal of Business Ethics**, v.19, p.319-334, 1999.

SHEN, Wei. The dynamics of the ceo-board relationship: an evolutionary perspective. **Academy of Management Review**, v.28, n.3, p.466-476, July 2003.

SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. LII, n.2, p.737-783, jun. 1997.

- SHERMAN, H.; BELDONA, S.; JOSHI, M. Institutional Investor Heterogeneity: Implications for Strategic Decisions. **Corporate Governance**. Oxford, Blackwell Publishers, v. 6, n. 3, p. 166-173, jul. 1998.
- SIFFERT Filho, Nelson. Governança Corporativa: Padrões Internacionais e Evidências Empíricas no Brasil nos Anos 90. **Revista BNDES**, nº 9, jun. 1998.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo: USP, v.10, n.1, p.57-71, jan./mar. 2003.
- SLACK, Trevor; HININGS, Bob. Institutional pressures and isomorphic change: an empirical test. **Organization Studies**, v.15, n.6, p.803-837, 1994.
- SPC – Secretaria da Previdência Complementar. **Informe estatístico**. Brasília, dezembro 2003.
- SPC – Secretaria da Previdência Complementar. **Ranking de População das EFPC**, de janeiro de 2004-a. Disponível em www.mpas.gov.br, acessado em 1 de março de 2004.
- SPC – Secretaria da Previdência Complementar. **Ranking de Investimentos das EFPC**, de janeiro de 2004-b. Disponível em em www.mpas.gov.br, acessado em 1 de março de 2004.
- SUCHMAN, Mark C. Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. **Academy of Management Review**, v.20, n.3, jul. 1995.
- SUNDARAMURTHY, Chamu; LEWIS, Marianne. Control and collaboration: paradoxes of governance. **Academy of Management Review**, v.28, n.3, p.397-415, Jul. 2003.
- SZWAJKOWSKI, Eugene. Simplifying the principles of stakeholder management: the three most important principles. **Business & Society**, v.39, n.4, p.379-396, dec. 2000.
- THOMPSON, James D. **Organizations in action**. New York: McGraw-Hill, 1967.
- THOMSEN, Steen; PEDERSEN, Torben. Ownership structure and economic performance in the largest european companies. In: **Strategic Management Journal**, v.21, 2000, p.689-705.
- TOLBERT, P. S., ZUCKER, L. A Institucionalização da teoria institucional. In: Clegg, S., Hardy, C. & Nordy, W. **Handbook de Estudos Organizacionais**, v.1. São Paulo: Atlas, pp. 196-219, 1999.
- TOSI, Henri L. Jr., GOMEZ-MEJIA, Luis R. The decoupling of CEO pay and performance. **Administrative Science Quarterly**. Ithaca, v.34, n.2, p.169-189, jun. 1989.

- WHETTEN, David A. What Constitutes a Theoretical Contribution? **Academy of Management Review**, v.14, p.490-495, oct. 1989.
- WHITE, Harrison C. Agency as control. In: PRATT, Jown W., ZECKHAUSER, Richard J. **Principals and agents: the structure of business**. Boston: Harvard Business School Press, 1995, cap. 8, p.187-212.
- WORSHAM, Jeff; EISNER, Marc Allen; RINGQUIST, Evan J. Assessing the assumptions: a critical analysis of agency theory. **Administration & Society**, v.28, n.4, p.419-440, Feb. 1997.
- WRIGHT, Peter; MUKHERJI, Ananda; KROLL, Mark J. A reexamination of agency theory assumptions: extensions and extrapolations. **Journal of Socio-Economics**, v. 30, n.5, p.413-429, 2001.
- VASCONCELOS, Flávio Carvalho. Incerteza e estratégias miméticas – um estudo sobre isomorfismo estrutural entre “internet start-ups” no Brasil. **Série Relatórios de Pesquisa - Relatório N° 4/2002**. Núcleo de Pesquisas e Publicações, EAESP/Fundação Getulio Vargas, 2002, 78p.
- VENTURA, Luciano Carvalho. A governança corporativa e a sua aplicação na gestão dos fundos de pensão. **22º Congresso da ABRAPP**. Vitória, out. 2001.
- VIDIGAL, Antônio Carlos. Quando a governança é inútil. **Gazeta Mercantil**, p.A-3, 13/03/02
- YERMO, Juan; MAROSSY, Annamaria. Pension Fund Governance. Room Document n°3, session 4. **Second OECD Conference on private pensions in Brazil**. São Paulo, Fundação Getulio Vargas, 2002.
- YOUNG, Gary J., STEDHAM, Yvone, BEEKUN, Rafik. Boards of directors and the adoption of a CEO performance evaluation process: agency – and institutional – theory perspectives. **Journal of Management Studies**, v.37, n.2, p.278-295, mar. 2000.
- ZAHRA, Shaker A. Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: the moderating impact of industry technological opportunities. **Academy of Management Journal**, v.39, n.6, p.1713-1735, dec. 1996.

ANEXO 1 – Questionário aos dirigentes de fundos de pensão

QUESTIONÁRIO aos dirigentes de fundos de pensão

I - Dados gerais sobre a entidade:

- 1) Nome do fundo de pensão: _____
- 2) Número de patrocinadores: _____
- 3) Tempo de existência da entidade: ____ anos
- 4) Há quanto tempo o sr(a). está como gestor da entidade? _____
- 5) Número de membros no conselho deliberativo ou curador: _____
- 6) Número de membros no conselho deliberativo ou curador escolhidos pelos participantes: _____
- 7) Número de membros na diretoria executiva: _____
- 8) Número de membros na diretoria executiva escolhidos pelos participantes: _____
- 9) Número de planos administrados: _____
- 10) Número de participantes (total) ativos: _____ assistidos: _____ pensionistas: _____
- 11) Número total de empregados da fundação (exceto terceirizados): _____
- 12) Percentual de atividades terceirizadas:
 - a. Gestão dos ativos: _____% (percentual médio aproximado dos principais planos)
 - b. Gestão do passivo: _____%
 - c. Gestão administrativa: _____% (exceto serviços básicos como segurança, limpeza, etc.)
- 13) Os planos administrados por seu fundo de pensão são predominantemente de:
 - a. () Benefício definido
 - b. () Contribuição definida ou Misto
- 14) Essa característica (BD ou CD/misto) resultou de uma migração ocorrida há menos de 2 anos? ____ (S/N)
- 15) Participação da patrocinadora no custeio do plano, como percentual da folha de pagamento: _____%
- 16) As despesas administrativas do plano são custeadas exclusivamente pela patrocinadora? (S/N)

II – Políticas da fundação

- 17) Sua entidade tem um planejamento estratégico ou objetivos e metas claramente definidos e acompanhados ____ (S/N)? Os objetivos e metas consideram exclusivamente resultados financeiros? ____ (S/N)
- 18) Existe mecanismo formal de avaliação do primeiro gestor pelo conselho deliberativo?
 - () sim
 - () não
- 19) Descreva 4 indicadores/métricas utilizados no planejamento e gestão de sua organização que o sr(a). considera mais importante:

20) Seu fundo de pensão tem política de participação nos resultados para seus administradores?
 ___ () Não () Sim

21) Em caso positivo:

21.1) o cálculo da participação nos resultados considera:

- (a) ___ apenas os resultados da fundação
 (b) ___ principalmente os resultados da fundação, mas também resultados da patrocinadora
 (c) ___ principalmente os resultados da patrocinadora, mas também resultados da fundação
 (d) ___ apenas os resultados da patrocinadora

21.2) Essa participação nos resultados geralmente possibilita o recebimento de remuneração adicional superior a 2 salários? ___
 (S/N).

21.3) Para cálculo dessa participação nos resultados, são considerados:

- (a) ___ apenas o desempenho financeiro
 (b) ___ o desempenho financeiro e variáveis relativas à gestão da fundação
 (c) ___ apenas variáveis relativas à gestão. Quais?:

22) O primeiro gestor da fundação é, em geral, originário:

- (a) ___ dos quadros da patrocinadora (b) ___ do mercado (c) ___ não distinto

23) Caso seja originário dos quadros da patrocinadora, estão totalmente à disposição do fundo de pensão? ___ (S/N)

24) No processo decisório em sua organização, os assuntos são submetidos a comitês, antes da deliberação da diretoria?

- () sim () não

25) Com que intensidade e profundidade o conselho deliberativo ou curador analisa os relatórios de acompanhamento encaminhados pela diretoria?

- () alta () média () baixa () praticamente não usa

26) Com que intensidade e profundidade o conselho fiscal analisa os relatórios de acompanhamento encaminhados pela diretoria?

- () alta () média () baixa () praticamente não usa

27) A escolha do atuário é sujeita à aprovação da patrocinadora ou do conselho?

- () sim () não

28) A escolha de consultoria ou auditoria atuarial é sujeita à aprovação da patrocinadora ou do conselho da fundação?

- () sim () não

- 29) A escolha dos gestores financeiros é sujeita a aprovação da patrocinadora ou do conselho da fundação?
 sim não
- 30) Os relatórios encaminhados à patrocinadora seguem apenas os modelos previstos na legislação ou há outros relatórios específicos?
 a. apenas os da legislação b. há outros relatórios específicos
- 31) Sua fundação realiza auditorias - por área de auditoria interna, do patrocinador ou terceirizada - além das exigidas pela legislação?
 sim não

III – Visão do administrador

- 32) Segundo uma escala onde 1 é pouco importante e 5 muito importante, assinale para a relação a seguir a importância do item para sua gestão na fundação:

	Pouco importante			Muito importante	
a) Práticas atuariais usuais:	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
b) Normativos da SPC:	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
c) Modelos e teorias financeiras:	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
d) Práticas dos demais fundos:	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
e) Práticas de fundos internacionais:	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
f) Relatórios de auditorias:	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
g) Recomendação de consultorias:	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
h) Modelos de gestão da patrocinadora:	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)

- 33) Na sua percepção, o grau de terceirização das atividades da fundação:
 poderia ser ampliado está adequado poderia ser reduzido

IV – Visão dos participantes

- 34) Em sua opinião, qual o grau de conhecimento dos participantes sobre os resultados financeiros da fundação (atribua 1 caso seja pouco conhecida e 7 para plenamente conhecida)? _____
- 35) E qual o grau de conhecimento dos participantes sobre a gestão da fundação (atribua 1 caso seja pouco conhecida e 7 para plenamente conhecida)? _____
- 36) Quais os veículos utilizados por sua fundação para a comunicação normal com os participantes? (assinale todos aqueles que usa regularmente)
- (a) ___ Jornal/revista da fundação
 - (b) ___ Jornal/revista da patrocinadora
 - (c) ___ Outros veículos de comunicação da patrocinadora
 - (d) ___ Site na internet da fundação
 - (e) ___ Envio de e-mail
 - (f) ___ Envio de correspondência (em papel)
 - (g) ___ Material informativo para associações de participantes
 - (h) ___ Outro: _____

37) A comunicação normal com o participante em geral ocorre:

- (a) ___ Diária ou semanalmente
- (b) ___ Pelo menos uma vez por mês
- (c) ___ Em períodos entre 2 e 5 meses
- (d) ___ Semestralmente
- (e) ___ Em períodos entre 7 e 11 meses
- (f) ___ Anualmente
- (g) ___ Não há comunicação regular, apenas extraordinária ou sob consulta

38) Em sua opinião, qual a importância os participantes atribuem a informações relativas à fundação sobre os seguintes assuntos (sendo 1 para os assuntos que consideram pouco importante, e 5 muito importante):

	Pouco Importante			Muito importante	
a) Resultados financeiros	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
b) Práticas de gestão da fundação	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
c) Mudança de administradores	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
d) Resultados de auditorias	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
e) Políticas de benefícios	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
f) Dados da população do plano	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
g) Remuneração dos gestores	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)
h) Investimentos realizados	(_1)	(_2)	(_3)	(_4)	(_5)

39) Os participantes dos planos acompanham o desempenho da fundação, procurando influenciar na gestão?

- () sim () não

40) Existe alguma associação dos participantes que atua acompanhando o desempenho e a gestão da fundação?

- () Não () Sim

41) Em caso positivo, as pressões exercidas por essa associação podem ser consideradas:

- () muito significativas
- () medianamente significativas
- () pouco significativas

V – Visão do mercado

42) Em sua opinião, qual a influência dos resultados obtidos por outras fundações ou planos de previdência aberto e fundos de investimento sobre o processo de gestão de sua fundação? (atribua 1 caso seja pouco significativa ou 7 para muito significativa)? _____

43) O sr(a) considera que os executivos de fundos de pensão podem ser avaliados por seus pares, dirigentes de outras fundações?

- () sim () não

44) O sr(a) acha que o desempenho dos gestores dos fundos de pensão é avaliado pelo mercado?

- () sim () não

- 45) O sr(a) considera que o mercado tem condições de fazer uma avaliação efetiva do desempenho dos gestores dos fundos de pensão?
 sim, é possível avaliar o real desempenho dos gestores
 não é possível avaliar com clareza o desempenho dos gestores
- 46) O sr(a) considera que as práticas de gestão e inovações de sucesso adotadas por um fundo de pensão influenciam sua utilização pelos demais fundos?
 sim não
- 47) As práticas de gestão e modelos de controle utilizados pela(s) patrocinadora(s) são adotados por sua fundação?
 Na maioria das vezes Algumas vezes raramente/nunca

VI – Estrutura e gestão da organização

- 48) Por favor, analise as afirmativas a seguir e manifeste sua concordância ou discordância com relação ao fundo de pensão que o sr (a). administra:

	Concordo inteiramente		Neutro / Não sei		Discordo inteiramente
a) Há regras explícitas (escritas) que definem as atribuições de cada cargo, seus objetivos e suas funções	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
b) O fluxo das atividades cotidianas é previsível e mudanças são raras	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
c) Existe um planejamento prévio que define quando as decisões devem ser tomadas: a improvisação é rara	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
d) Diplomas e certificados são a melhor medida da competência dos empregados	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
e) Os salários dos empregados são fixos e não dependem do desempenho da organização	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
f) Há relógio de ponto ou outra forma rígida de controle de tempo de trabalho	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
g) Criatividade é mais importante que eficiência	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
h) O orçamento da entidade está integrado ao planejamento estratégico e é seguido à risca	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
i) O relacionamento com outros fundos de pensão deve ser mais intenso que com a patrocinadora	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
j) A entidade utiliza frequentemente o <i>benchmarking</i> e outras técnicas de comparação com outras organizações	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
k) As características dos planos de benefício, os métodos e os sistemas administrativos da entidade são similares aos das empresas concorrentes	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)

*** Muito obrigado por sua participação ***

ANEXO 2 – Métricas do planejamento

Cat.	Métrica (em 12 mar 04)
	Categoria 1 - Gestão administrativa e de pessoal
1	Ambiente de trabalho
1	Aplicação de Tecnologia
1	Consolidar o sistema de Gestão da Qualidade/Fortalecer a
1	Eficiência
1	Meta gerencial
1	Qualidade de vida
1	Relatórios Gerenciais
1	Satisfação da força de trabalho
1	Satisfação dos colaboradores
	Categoria 2 - Gestão do passivo
2	Análise Atuarial da Massa
2	Aprimorar a concessão de benefícios previdenciários
2	Controle das reservas matemáticas dos planos (avaliação atuarial)
2	Controle dos custos dos planos
2	Crescimento Etário do Plano
2	Crescimento Percentual Médio de Contribuições
2	Desempenho das despesas assistenciais - ambulatória, hospitalar e odont
2	Evolução dos Assistidos
2	Percentual de auxílio doença
2	Percentual de invalidez
2	Percentual de participantes ativos
2	Plano de saúde (empregados saudáveis, sem estresse, etc).
2	Proporção de Participante sobre Número de Empregados das Patrocinadoras
2	Resultado do programa assistencial (Plano de Saúde1
2	Solvência do Plano de Saúde
2	Tábua de Mortalidade do IBGE
	Categoria 3 - Gestão financeira, resultados dos investimentos e benchmarks
3	Avaliação das aplicações
3	Avaliação de desempenho da gestão de investimentos x Benchmark e x Mercado
3	Avaliação gestores externos
3	Benchmark aplicações - Renda Fixa = CDI - SELIC - R variável = IBX - IBOVESPA
3	Benchmarking para investimentos financeiros
3	Bovespa
3	Cálculo da rentabilidade por ativo e segmento
3	Cálculo do risco por segmento
3	CDI
3	Controle de investimentos
3	Crescimento da cota acima de outras investimentos
3	Cumprimento da política de investimento

3	Desempenho financeiro satisfatório vis a vis o risco envolvido (vaR0)
3	Distribuição de macro alocação pelos segmentos (renda fixa, varável, imóveis e empréstimos permitidos pela legislação)
3	Faixa de alocação dos ativos
3	Gestores Terceirizados
3	IBOVESPA
3	Ibovespa
3	IGPM
3	Índices Índices Financeiros
3	Índices Inflacionários Oficiais
3	Macro alocação : R Fixa = 73,25% - Renda Variável = 14,75
3	Manutenção de política de investimentos
3	Marcação a Mercado dos Ativos
3	Meta atuarial IGP - DI + 5% aa
3	Meta gerencial financeira
3	Meta Política de Investimentos = IGPM + 8% aa
3	Monitoramento do risco nos investimentos
3	Otimizar os resultados das aplicações financeiras
3	Performance dos Assets
3	Performance patrimonial
3	Performance x Benchmark
3	Política de Investimentos
3	Rentabilidade
3	Rentabilidade * Target
3	Rentabilidade da Carteira de Investimentos - % CDI
3	Rentabilidade de investidores
3	Rentabilidade do programa de investimentos
3	Rentabilidade dos ativos
3	Rentabilidade dos ativos/Planos
3	Rentabilidade dos investimentos
3	Rentabilidade patrimonial
3	Rentabilidade por Segmento dos Investimentos
3	Resultado dos investimentos
3	Resultado dos investimentos (superação dos benchmark)
3	Resultados das aplicações financeiras comparados com a meta atuarial
3	Resultados financeiros
3	Retorno financeiro dos investimentos
3	Retorno x Risco
3	Superar benchmarks de investimentos
3	Taxa de juros
3	V@R_ Rentabilidade
3	VAR / Tranking error
3	Variação da taxa de juros Selic
3	Variação do IPCA/IBGE
	Categoria 4 - Processos normativos e compliance
4	Atendimentos aos normativos da SPC e afins
4	Coordenação e fiscalização nos planos de benefícios

4	Cumprimento das normas
4	Cumprimento de todas atividades legais nos prazos estabelecidos pela SP
4	Cumprimento dos prazos legais para envio de documentos e informações aos órgãos reguladores e fiscalizadores
Categoria 5 - Equilíbrio ativo/passivo, resultados, risco e liquidez	
5	ALM
5	Atingimento da Meta Atuarial
5	Atingimento meta atuarial mínima
5	Atingir meta atuarial da entidade
5	Avaliação de desempenho total
5	Compromisso atuarial
5	Controle de risco
5	Cumprimento de meta atuarial
5	Equilíbrio atuarial
5	Equilíbrio Técnico do Plano
5	Equilíbrio Técnico dos Planos Previdenciais
5	Evolução da rentab. dos ativos em rel ao cresc. do passivo atuarial
5	Gestão de riscos
5	Grau de imobilização do ativo (liquidez)
5	Liquidez
5	Liquidez patrimonial - passivo x ativo
5	Meta Atuarial
5	Meta atuarial percentual de superação
5	Necessidade de liquidez (caixa)
5	Nível de risco
5	Padrões mínimos de segurança econômico-financeira e atuarial
5	Preservar a liquidez e solvência dos planos de benefícios
5	Relatórios mensais de investimentos e benefícios
5	Rentabilidade compatível com a meta atuarial
5	Retorno atuarial
5	Revisão de desempenho
5	Segurança
5	Solvência
5	Superar custo atuarial nos investimentos (dar superavit)
5	Superávit atuarial acumulado
5	Superávit do patrimônio
5	Superávit/deficit
Categoria 6 - Imagem e relacionamento externo, inclusive com participantes e patrocinador	
6	Acompanhamento do nível de satisfação dos participantes
6	Acompanhamento dos participantes na gestão (divulgação)
6	Adesão ao Plano
6	Adesão ao Plano de Benefícios
6	Adesão dos novos funcionários
6	Assegurar aos participantes e assistidos o pleno acesso às informações
6	Atendimento ao participante
6	Atingir índices mínimos em pesquisa de satisfação do cliente

6	Avaliação da satisfação dos participantes (pesquisa)
6	Avaliação dos usuários através de pesquisa
6	Comunicação e Transparência
6	Concessão de empréstimos dentro dos prazos e limites estabelecidos pelo Conselho
6	Decisões Compartilhadas
6	Entendimento pelo participante do funcionamento do plano
6	Falar benefícios na data certa
6	Foco no Participante
6	Garantia
6	Índice de satisfação dos participantes e patrocinadoras
6	Informações aos participantes - mensalmente um comunicado a todos os participantes
6	ISA - Satisfação atendimento
6	Movimentação de clientes por Estado
6	Número de atendimentos realizados frente às queixas recebidas dos participantes
6	Número de novos participantes
6	Número de Reclamações
6	Percepção sobre a imagem da Fundação
6	Qualidade do atendimento
6	Qualidade no atendimento aos participantes
6	Remuneração de acordo com o mercado
6	Satisfação do Cliente (Participante)
6	Satisfação do participante com a Fundação
6	Satisfação dos beneficiários
6	Satisfação dos participantes
6	Satisfação dos participantes e assistidos
6	Satisfazer as expectativas dos participantes
6	Segurança e transparência
6	Transparência
6	Transparência na gestão da Fundação
Categoria 7 - Controle e prestação de contas	
7	Acompanhamento orçamentário
7	Atingimento de metas
7	Controle de custos financeiros/administrativos
7	Controles
7	Cumprir metas de orçamento
7	Custeio Administrativo
7	Custeio Administrativo por receita previdenciária
7	Custo Administrativo Previdenciário por Participante
7	Custo Administrativo Previdenciário por Receita Previdenciária
7	Custo operacional
7	Desempenho do Fundo de Administração
7	Despesas / Receitas Fundo de Pecúlio Facultativo
7	Despesas Administrativas
7	Evolução da desp.adm.prev. em relação às contribuições normais
7	Execução orçamentária (cumprimento do orçamento)

7	Índice de atingimento de metas previsto nos planejamento estratégico
7	Limites despesas administrativas
7	Meta de Administração dos participantes
7	Produtividade
7	Relação entre despesas administrativas e total do patrimônio
7	Sistema de controle da divergência não planejada

ANEXO 3 – Estatísticas descritivas das variáveis discriminantes

Tipo de Plano: Benefício Definido ou Contribuição Definida

		Origem		Ativos		Patrocínio		Maturidade	
		FPP	FPE	Pequeno	Grande	Simples	Multi	Maduro	Crescente
Benefício Definido	Frequência	17	28	21	24	26	19	27	18
	Percentual	37,8	62,2	46,7	53,3	57,8	42,2	60,0	40,0
Contribuição Definida	Frequência	26	8	19	15	11	23	10	24
	Percentual	76,5	23,5	55,9	44,1	32,4	67,6	29,4	70,6

Origem do patrocinador: Empresa privada (FPP) ou estatal (FPE)

		Tipo		Ativos		Patrocínio		Existência		Gestor	
		BD	CD	Pequeno	Grande	Simples	Multi	Novo	Antigo	Recente	Não recente
Privado (FPP)	Frequência	17	26	26	18	16	28	31	13	10	33
	Percentual	38,6	59,1	59,1	40,9	36,4	63,6	70,5	29,5	23,3	76,7
Estatual (FPE)	Frequência	28	8	14	23	22	15	9	28	15	20
	Percentual	75,7	21,6	37,8	62,2	59,5	40,5	24,3	75,7	42,9	57,1

Volume de ativos de investimentos: Pequeno (até R\$ 299.448 mil) ou Grande (igual ou superior)

		Patrocínio		Existência		Gestor		Planos		Maturidade	
		Simples	Múltiplo	Novo	Antigo	Recente	Não recente	Mono plano	Multi plano	Maduro	Crescente
Pequeno	Frequência	25	15	29	11	8	30	24	16	10	30
	Percentual	62,5	37,5	72,5	27,5	21,1	78,9	60,0	40,0	25,0	75,0
Grande	Frequência	13	28	11	30	17	23	9	32	28	13
	Percentual	31,7	68,3	26,8	73,2	42,5	57,5	22,0	78,0	68,3	31,7

Número de patrocinadores: Simples (até 2 patrocinadores) ou Multi (3 ou mais)

		Tipo		Origem		Ativos	
		BD	CD	FPP	FPE	Pequeno	Grande
Simples	Frequência	26	11	16	22	25	13
	Percentual	68,4	28,9	42,1	57,9	65,8	34,2
Multi	Frequência	19	23	28	15	15	28
	Percentual	44,2	53,5	65,1	34,9	34,9	65,1

Tempo de existência do fundo de pensão: Novo (até 21 anos, inclusive) ou Antigo (22 ou mais anos)

		Tipo		Origem		Ativos		Planos		Maturidade	
		BD	CD	FPP	FPE	Pequeno	Grande	Mono plano	Multi plano	Maduro	Crescente
Novo	Frequência	17	23	31	9	29	11	20	20	8	32
	Percentual	42,5	57,5	77,5	22,5	72,5	27,5	50,0	50,0	20,0	80,0
Antigo	Frequência	28	11	13	28	11	30	13	28	30	11
	Percentual	68,3	26,8	31,7	68,3	26,8	73,2	31,7	68,3	73,2	26,8

Tempo decorrido de mandato do gestor: Recente (até 1 ano completo) ou não recente (2 ou mais)

		Origem		Ativos		Maturidade	
		FPP	FPE	Pequeno	Grande	Maduro	Crescente
Recente	Frequência	10	15	8	17	17	8
	Percentual	40,0	60,0	32,0	68,0	68,0	32,0
Não recente	Frequência	33	20	30	23	19	34
	Percentual	62,3	37,7	56,6	43,4	35,8	64,2

Número de planos: Mono plano (1 plano) ou Multi plano (2 ou mais planos)

		Ativos		Existência	
		Pequeno	Grande	Novo	Antigo
Mono plano	Frequência	24	9	20	13
	Percentual	72,7	27,3	60,6	39,4
Multi plano	Frequência	16	32	20	28
	Percentual	33,3	66,7	41,7	58,3

Maturidade: Maduro (até 3,71 ativo por assistido e pensionista) ou Crescente

		Tipo		Ativos		Existência		Gestor	
		BD	CD	Pequeno	Grande	Novo	Antigo	Recente	Não recente
Maduro	Frequência	27	10	10	28	8	30	17	19
	Percentual	71,1	26,3	26,3	73,7	21,1	78,9	47,2	52,8
Crescente	Frequência	18	24	30	13	32	11	8	34
	Percentual	41,9	55,8	69,8	30,2	74,4	25,6	19,0	81,0