

idp

idn

MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA

O FI-FGTS EM UMA PERSPECTIVA DE AGENTE-PRINCIPAL

MURILO RODRIGUES ALVES

Brasília-DF, 2023

MURILO RODRIGUES ALVES

**O FI-FGTS EM UMA PERSPECTIVA DE AGENTE-
PRINCIPAL**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Economia, do Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre.

Orientador

Professor Doutor Adonias Evaristo da Costa Filho

Brasília-DF 2023

MURILO RODRIGUES ALVES

O FI-FGTS EM UMA PERSPECTIVA DE AGENTE- PRINCIPAL

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Economia, do Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre.

Aprovado em 01 / 07 / 2023

Banca Examinadora

Prof. Dr. Adonias Evaristo da Costa Filho - Orientador

Prof. Dr. Bruno Saboya de Aragão

Prof. Dr. Josue Alfredo Pellegrini

A474f Alves, Murilo Rodrigues

O FI-FGTS em uma perspectiva de agente-principal/ Murilo Rodrigues Alves. – Brasília: IDP, 2023.

51 p.
Inclui bibliografia.

Dissertação – Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa – IDP, Mestrado em Economia, Brasília, 2023.
Orientador: Prof. Dr. Adonias Evaristo da Costa Filho

1. FI-FGTS. 2. Teoria da Agência. 3. Investimento em Infraestrutura. I.
Título.

CDD: 330

Ficha catalográfica elaborada pela Biblioteca Ministro Moreira Alves
Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa

RESUMO

Este trabalho procura, à luz da Teoria de Agência, mostrar como as mudanças feitas no arranjo institucional do FI-FGTS mitigaram o espaço para os conflitos de interesses próprios de um fundo de investimento, dada a relação contratual entre um principal e um agente. Observou-se que as mudanças seguiram em três frentes: na gestão, o fundo seguiu recomendações dos órgãos externos de fiscalização para blindar o comitê responsável pela escolha dos projetos de interferências políticas; na análise dos investimentos, optou-se pela adoção da chamada pública, ampliando a transparência, melhorando os processos e aumentando a eficiência do fundo; a precificação dos ativos passou a seguir o modelo do valor justo, que, embora tenha ressalvas em relação à dependência das informações de companhias de capital fechado, se mostrou mais alinhado à contabilidade internacional. Mesmo com as mudanças e a retomada da rentabilidade para o campo positivo, o retorno acumulado em quinze anos do Fundo de Investimento é menor do que o de concorrentes, apenas iguala a inflação do período e está aquém de qualquer investimento atrelado ao CDI. Há, pois, espaço para reduzir ainda mais a maximização da utilidade pelo administrador com melhorias na governança e aumento da transparência, incluindo as divulgações de informações feitas pelo próprio Fundo. Opções que podem ser testadas são a criação de uma remuneração atrelada à performance dos investimentos e a ampliação de conselheiros independentes como forma de reduzir os problemas de agência e aumentar a rentabilidade aos cotistas. Ao final, investir em infraestrutura beneficia duplamente o trabalhador: cria novos postos de trabalho e, ao mesmo tempo, aumenta a arrecadação do FGTS, que, dessa forma, pode destinar mais recursos que gerarão mais empregos, sustentando um círculo virtuoso de longo prazo.

Palavras-chaves: FI-FGTS; Teoria da Agência; Investimento em Infraestrutura; Conflitos de Interesse.

ABSTRACT

This article aims to examine the institutional changes implemented in the FI-FGTS (Worker's Support Fund) and their impact on mitigating conflicts of interest inherent in an investment fund, considering the principal-agent relationship through the lens of Agency Theory. The study identifies three key areas of change: management, investment analysis, and asset pricing. In terms of management, the fund adopted recommendations from external oversight bodies to safeguard the committee responsible for project selection from political interference. Regarding investment analysis, the fund opted for a public call mechanism, enhancing transparency, improving processes, and increasing fund efficiency. Additionally, asset pricing shifted to a fair value model, which, despite concerns about reliance on information from privately held companies, demonstrated greater alignment with international accounting standards. Despite these changes and a return to positive profitability, the accumulated return over a fifteen-year period for the Investment Fund remains lower than that of competitors, only matching inflation and falling short of any investment tied to the CDI (Interbank Deposit Rate). Hence, there is room for further reduction of utility maximization by the fund's administrator through enhancements in governance and increased transparency, including self-disclosures. Potential options to explore are the creation of performance-linked remuneration and the expansion of independent advisors, aiming to mitigate agency problems and improve investor returns. Ultimately, investing in infrastructure provides a dual benefit for workers, as it generates new job opportunities and increases FGTS (Guarantee Fund for Time of Service) revenues. Consequently, this contributes to allocating additional resources that can foster further employment growth, thus sustaining a long-term virtuous cycle.

Keywords: FI-FGTS; Agency Theory; Infrastructure Investment; conflicts of interest.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1

Resultados FI-Fgts Em Comparação com Ipca e CDI

.....**25**

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	Problema da pesquisa.....	14
1.2	Objetivo Geral.....	14
1.3	Objetivo Específico.....	14
1.4	Justificativa do Estudo.....	15
2	REVISÃO DA LITERATURA	18
3	MÉTODO DE PESQUISA	31
4	ANÁLISE	33
4.1	Chamada Pública.....	36
4.2	Precificação doOs ativos	39
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
	Referências	48



1

INTRODUÇÃO

O Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) é um fundo destinado a investimentos nos setores de infraestrutura nacional de rodovia, porto, hidrovias, ferrovia, energia, saneamento e aeroporto. A singularidade do Fundo de Investimento está em dois aspectos: 1) mecanismo de mobilização de capital baseado em poupança compulsória parafiscal, já que usa parte dos recursos que são obrigatoriamente descontados dos salários dos empregados formais (até 80% do patrimônio líquido do FGTS), sem relação com o Orçamento da União; 2) política de investimento por meio de participação (equity) ou operações de dívida (debêntures), ambas do mercado de capitais.

Com uma carteira de R\$ 19,7 bilhões em ativos no fim de 2021, o FI-FGTS mobiliza um expressivo volume de recursos para um rol diversificado de setores, o que justifica análises e reflexões sobre sua funcionalidade ao financiar o investimento em infraestrutura. O impacto que promove na infraestrutura nacional e na economia do país demonstra a importância de se avaliar o FI-FGTS, em especial a atuação do Comitê de Investimentos e de sua Administradora, a Caixa Econômica Federal, responsáveis pelas decisões relacionadas à alocação de investimentos realizados com recursos do Fundo. Para Oliveira Filho (2013), a estrutura de funding de investimentos de longo prazo é uma das mais importantes questões recentes no mundo das finanças globais, em especial economias emergentes, por três fatores: crescente demanda de investimentos em infraestrutura, como transporte, energia e saneamento; mudanças na regulação bancária pós-crise de 2008; e restrições fiscais do setor público.

O mercado financeiro brasileiro tem uma baixa oferta de recursos para operações de longo prazo, o que acabou por permitir a existência de instrumentos não convencionais, como o FI-FGTS, que misturam poupança compulsória, direcionamento de crédito, subsídios e processo alocativo deliberados por órgãos colegiados sob influência estatal (Silva, 2019, p. 8).

À luz da Teoria da Agência, este trabalho tenta mostrar como a idiossincrasia deste Fundo de Investimento potencializa os conflitos de interesse entre o agente (no caso, a Caixa, Administradora do FI, sob a tutela do governo) e o principal (os cotistas). Posteriormente, a ideia é apontar como melhorias de governança e o aumento da transparência podem mitigar esses riscos de agência.

O FI-FGTS foi instituído pela Medida Provisória nº 349 de 2007, a qual foi convertida na Lei nº 11.491 de 2007 e também é disciplinado pela Instrução CVM nº 462 de 2007, por seu Regulamento e por resoluções do Conselho Curador correlatas. Trata-se de um fundo de investimento que não dispõe de personalidade jurídica e de estrutura administrativa e operacional próprias. A mesma Lei estabeleceu a Caixa Econômica Federal como responsável pela gestão e administração do patrimônio do FI-FGTS, além de representá-lo judicial e extrajudicialmente.

Conforme Exposição de Motivos da Medida Provisória, a criação do FI-FGTS buscava ampliar e alavancar as aplicações em novos empreendimentos nos setores de energia, rodovia, ferrovia, porto e saneamento, com possibilidade de distribuição dos resultados aos trabalhadores ou, alternativamente, mediante participação direta do trabalhador nos resultados dos investimentos, por meio de saque de parte de sua conta vinculada. Essa possibilidade, no entanto, nunca foi colocada em prática, embora tenha sido ventilada por diferentes governos.

O direcionamento dos recursos para o setor de infraestrutura tinha como objetivo superar a baixa taxa de investimento no setor, a qual não apenas prejudica a competitividade da economia nacional como implica em gargalos que inviabilizam ciclos de crescimento. Há na literatura econômica, diversos trabalhos, baseados em metodologias diferentes, que apontam uma relação causal entre os efeitos da infraestrutura sobre o produto e a produtividade. Silva (2019) cita como exemplo mundial o trabalho de Aschauer (1989), que concluiu que para cada variação de 1,00% no investimento público na economia americana entre 1949 e 1985, houve acréscimo de até 0,39% no produto e 0,49% na produtividade; já em relação à economia brasileira, Ferreira e Malliagros (1998), também citados por Silva (2019), calcularam que, para cada variação de 1,00% no investimento público, a elasticidade é de 0,39% no produto e de 0,38% na produtividade no período entre 1950 e 1995.

Com a criação do FI-FGTS, no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), ampliaram-se o escopo e as formas de aplicação dos recursos do Fundo de Garantia, que passaram a ser realizadas, também, nestes empreendimentos do setor de infraestrutura por meio de instrumentos do mercado de capitais, conforme políticas, diretrizes e condições aprovadas pelo Conselho Curador.

Desde o início do Fundo de Investimento até o exercício de 2018 (o detalhamento das informações de aplicação e o retorno de cada ativo investido estão disponíveis no Relatório de Gestão, mas o último publicado pelos gestores do FI-FGTS refere-se ao exercício de 2018; sobre os anos seguintes, a Caixa Econômica Federal, administradora do Fundo, apenas fornece a rentabilidade total), cerca de R\$ 30,4 bilhões já foram comprometidos com projetos, montante que inclui projetos liquidados. Ao final de 2018, o portfólio de projetos na carteira do FI-FGTS era composto por 41 ativos, os quais, em conjunto, totalizaram um valor comprometido de aproximadamente R\$ 27,2 bilhões. Dados os valores comprometidos com os ativos em carteira, o Fundo contava com investimentos aproximados de R\$ 11,3 bilhões em empresas que atuam no setor de energia, R\$ 1,4 bilhão no setor de ferrovia, R\$ 2,4 bilhões em portos, R\$ 3,2 bilhões em rodovia, R\$ 0,1 bilhão em hidrovias e R\$ 1,8 bilhão em empresas do setor de saneamento. Para este cálculo, leva-se em conta apenas os projetos em carteira, além do fato de que o investimento realizado na carteira do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) não é considerado para fins de enquadramento, em atendimento ao disposto no regulamento do FI-FGTS. De acordo com o Relatório de Gestão, em quinze anos, os investimentos da carteira do FI-FGTS retornaram para o Fundo R\$ 18,5 bilhões na forma de pagamento de juros, amortizações, distribuições de dividendos, entre outros, sem considerar os rendimentos das disponibilidades.

Além dos aportes em infraestrutura, o Fundo de Investimento também foi criado para garantir uma rentabilidade superior aos 3% mais Taxa Referencial (TR) das contas vinculadas do FGTS. O retorno mínimo dos projetos de investimentos foi estipulado em 6% mais TR ao ano. Nos quinze anos de existência do Fundo, apenas em 2015 o retorno líquido das cotas do FI-FGTS foi negativo, em 3,03%. Em 2018, a rentabilidade foi de 11,78%, a maior já obtida desde a criação do Fundo.

No ano seguinte, o retorno caiu para 0,71%, subiu para 4,64% em 2020 e alcançou 9,79% no ano passado – sem bater, portanto, a marca de 2018.

Nesse mesmo período, o país passou por um processo de lenta recuperação, com manutenção de um ambiente econômico adverso, com impacto direto nas condições financeiras das companhias, com destaque para a área de infraestrutura. O desempenho brasileiro ficou abaixo da média de crescimento da atividade global e aquém das previsões nesses mais de quinze anos. No quadro macroeconômico, há que se destacar o reduzido aumento do Produto Interno Bruto (PIB), baixo índice de investimento em infraestrutura, inflação abaixo do piso perseguido pelo Banco Central, continuidade de redução da taxa básica de juros até o recrudescimento da inflação, volume do déficit primário elevado, agravado pelas despesas públicas no enfrentamento dos efeitos da covid-19, e lentidão nos processos dos leilões de concessão realizados pelo governo federal. Com restrições orçamentárias, as taxas de investimentos públicos alcançaram o piso histórico. Este cenário foi na contramão “do consenso, quase unanimidade, entre analistas da economia brasileira, que é premente privilegiar o investimento como caminho indispensável para a retomada do crescimento” (Afonso, Pinto e Fajardo, 2016, p. 163).

Além disso, o envolvimento de grandes companhias de infraestrutura em práticas de corrupção causou fragilidade na imagem corporativa e deterioração da situação financeira das empresas, além do aumento da percepção de risco em relação ao setor. A Caixa, como gestora do Fundo de Investimento, reconhece que R\$ 4,7 bilhões estão aportados em empresas ou grupos econômicos que fazem ressalvas nos seus balanços por serem alvos de processos de investigação e outras medidas legais conduzidas pela Justiça Federal e Ministério Público Federal, relacionadas a práticas de corrupção e lavagem de dinheiro.

A KPMG Auditores Independentes fez a ressalva nas demonstrações financeiras de 2018 de que, no estágio atual das investigações, não é possível determinar os efeitos dos desdobramentos destas investigações sobre os resultados do Fundo, bem como se haverá necessidade de efetuar ajustes em resultados anteriores. Pelas contas da PricewaterhouseCoopers (PWC), nas demonstrações financeiras de 2021, 24,12% do patrimônio líquido do

Fundo estão atrelados a investigações e/ou outras medidas legais por autoridades públicas em andamento.

A exposição do FI-FGTS às empresas acusadas de corrupção escancararam os problemas de gestão inerentes ao Fundo pelo modelo idiossincrático de instrumento híbrido de direcionamento de crédito deliberado por órgãos sob influência do governo a partir de recursos provenientes da poupança compulsória dos empregados formais.

1.1 Problema da Pesquisa

Criado para impulsionar os aportes em infraestrutura e melhorar a rentabilidade do FGTS aos trabalhadores, o FI-FGTS teve que lidar em uma década com dois opostos: do menor resultado da história, em 2015, para o maior, em 2018. À luz da Teoria da Agência, quais as singularidades do Fundo que potencializaram o problema do principal-agente?

1.2 Objetivo geral

Identificar quais estratégias foram seguidas pelo FI-FGTS para mitigar o risco idiossincrático do Fundo com o intuito de melhorar a governança, aumentar a transparência e entregar um melhor retorno aos cotistas.

1.3 Objetivo Específico

- Revisar do ponto de vista teórico o fundo de investimento criado com recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e a importância dele como fonte de recursos para a infraestrutura e como investimento compulsório para os trabalhadores brasileiros;
- Reunir e fazer uma análise exploratória do arranjo institucional e do desempenho operacional do FI-FGTS por meio da legislação, dos demonstrativos financeiros, dos relatórios de administração e das informações geradas pela Caixa Econômica Federal, comparando resultados do Fundo de Investimento com os propósitos para os quais ele foi criado;
- Apontar, segundo os ensinamentos da Teoria da Agência, recomendações de melhorias que podem ser feitas na gestão do Fundo

para conter conflitos de interesse na relação agente (Caixa, sob a tutela do governo) e principal (cotistas).

- Identificar fragilidades no modelo imposto à escolha dos investimentos na divisão de recursos para as áreas nas quais o Fundo deve aportar segundo determinação legal.

1.4 Justificativa do estudo

Quando do lançamento do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), em meados de 2007, o principal argumento do governo era valorizar as cotas do FGTS. Pelas regras definidas na sua criação, este Fundo de Investimento deveria atingir a rentabilidade de referência que é de 6% ao ano mais a Taxa Referencial e caso o retorno fosse menor do que o depositado nas contas vinculadas ao FGTS (3% ao ano mais a Taxa Referencial), o fundo deveria completar a diferença.

Recursos financeiros direcionados para infraestrutura, se bem empregados, geram ganhos de produtividade para a economia, como já demonstrado fartamente na literatura econômica; entretanto, se empregados com fins políticos em empresas com produtividade questionável, geram desperdício, aumento do risco do fundo FI-FGTS e queda da rentabilidade deste. Além disso, a alocação duvidosa de recursos do fundo de investimentos nessas empresas acaba resultando na perda de produtividade da economia uma vez que sustentam a existência da ineficiência.

A decisão do investimento passa a ser questionável se os recursos estão aplicados de maneira ineficiente diminuindo a rentabilidade do fundo e gerando um rombo de capital que deve ser repostos caso atingida a rentabilidade menor que 3% ano mais a Taxa Referencial, definida pelas regras como rentabilidade mínima exigida.

Não há escapatória: ao se aplicar o dinheiro em um ativo, o investidor espera um retorno sobre o investimento, mesmo que exposto a um grau de risco. O fundo de investimento é uma válida opção de diversificação, que permite compensar as perdas de uma aplicação com os ganhos de outras, para um único investidor, que teria dificuldade em montar uma carteira com várias ações e títulos, o que exige tempo e experiência. No caso do FI-FGTS, a premissa poderia ser mais verdadeira, quando se analisa que seria uma forma de permitir

que empregados formais tenham a possibilidade de participar do mercado acionário.

No entanto, tem que se levar em conta que, a despeito de uma vasta indústria de fundos de investimento, que oferecem muitas opções em termos de risco, retorno e liquidez, os aportes do FI-FGTS são decididos por um Comitê que não representa as escolhas individuais que cada trabalhador teria para aplicação dos recursos que são descontados mensalmente do seu salário. Dessa forma, seria coerente que o retorno fosse ao menos o mínimo exigido por Lei.

Ao FGTS e aos trabalhadores, deveria interessar o investimento em infraestrutura pelo FI-FGTS. Dado que esses investimentos criam postos de trabalho, mais do que se justifica o investimento, pois o FGTS é duplamente beneficiado: primeiro, porque a ação financiada beneficia diretamente os trabalhadores, na medida em que aumenta a possibilidade de sua colocação no mercado de trabalho; segundo, porque o incremento de novos empregos aumenta a arrecadação do próprio FGTS, que, dessa forma, poderá destinar mais recursos que gerarão mais empregos, originando e sustentando um círculo virtuoso de longo prazo.



?

2

REVISÃO DA LITERATURA

A indústria de fundos de investimento é uma das principais formas de captação e alocação de recursos financeiros no mundo. Segundo Moraes (2000), o primeiro fundo registrado com esse nome surgiu na Bélgica, em 1822, e se desenvolveu na Europa, principalmente na Inglaterra, antes de chegar aos Estados Unidos. No Brasil, de acordo com Andrezo e Lima (1999), o primeiro fundo de investimento foi constituído há 60 anos, com o nome de Fundo Crescinco e foi o maior até o início dos anos 70. O volume de capital aplicado nesta modalidade de investimento aumentou drasticamente a partir da liberalização da economia, no início dos anos 1990, acarretando a criação de diversos novos fundos e o aumento do investimento nos fundos existentes. Também contribuiu a estabilidade econômica trazida pelo controle da inflação e um expressivo grau de aperfeiçoamento institucional, com novas regras impostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Banco Central (BC).

Oliveira e Pacheco (2006) definem um fundo de investimento como uma concentração de recursos na forma de um condomínio, aberto ou fechado, que objetiva o investimento em títulos e valores mobiliários ou em qualquer ativo disponível no mercado financeiro. Com o tempo, houve uma diversificação nas classes de fundo, com a ampliação dos instrumentos regulatórios. No início, estavam focados na renda variável (principalmente no mercado de ações) e passaram a aportar também na renda fixa (títulos públicos), multimercado e, mais recentemente, infraestrutura.

Dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) comprovam o crescimento da indústria de fundos de investimento brasileira nas últimas décadas. Em 1972 existiam 88 fundos de investimento; em 1994 eram 896; em 2002, 4.540; e no final de 2021, 26.484. O patrimônio líquido administrado pelos fundos era de pouco mais de R\$ 46 bilhões em 1994; em 2007, ultrapassou a barreira do R\$ 1 trilhão e fechou em R\$ 1,159 trilhão; em 2018, ficou em R\$ 4,640 trilhões, e, no ano passado, alcançou a marca de R\$ 6,916 trilhões.

A expansão do número, associada ao crescimento do patrimônio líquido por eles administrado, tornaram os fundos de investimento importantes figuras do mercado financeiro brasileiro. Desde os primórdios dos fundos de investimento, a principal justificativa para sua existência seria a vantagem de leigos poderem delegar seus recursos financeiros a gestores que supostamente possuiriam habilidade superior para atuar no mercado, formando carteiras eficientes. Assaf Neto (2010) ressalta que os fundos são benéficos especialmente aos pequenos investidores, por dar-lhes a chance de delegar a gestão de seus recursos a profissionais que tiram proveito de operar com grandes volumes de recursos.

O Fundo de Investimento aloca os recursos do FGTS via dois instrumentos: participação societária (*equity*) ou dívida corporativa (*debt*), incluindo compra de cotas de fundos de investimento. Como regra básica, esses ativos financeiros devem estar atrelados a operações de financiamento de empreendimentos de infraestrutura nos setores de energia, saneamento e logística. A proposição de onde investir é do Comitê de Investimento (CI), com regras definidas pelo Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (CCFGTS), colegiado tripartite formado por representantes dos trabalhadores (6), dos empregadores (6) e do governo federal (12). Ao conselho, cabe regulamentar a política de investimento do FI-FGTS, incluindo remuneração da Caixa pela administração dos recursos; limite máximo de participação por setor, empreendimentos e classes de ativos; exposição máxima a riscos, reinvestimento e distribuição de resultados aos cotistas (por meio do FGTS) e prazos e valores referentes ao resgate de cotas.

O CI tem o assessoramento técnico do corpo de funcionários da Caixa, que é a administradora do fundo e recebe uma taxa de 0,5% ao ano incidente sobre o patrimônio líquido do fundo – o correspondente a R\$ 84 milhões relativo ao exercício de 2021. A remuneração é fixa, não há mecanismo de remuneração atrelado a critérios de performance. Ou seja, não há uma estrutura que incentive resultados acima do benchmark.

A rentabilidade do Fundo variou bastante e nem sempre esteve em linha com o benchmark estabelecido. De acordo com as regras, a gestora do fundo, a Caixa, deve completar a diferença entre a rentabilidade mínima exigida e a rentabilidade obtida, mas a análise

não é feita por resultado do ano, mas sim pela rentabilidade acumulada no período.

Para aprovação de um investimento no FI-FGTS, o processo percorre diversas instâncias internas e externas à Caixa, entre as quais o CI FI-FGTS e o Conselho de Gestão de Ativos de Terceiros da VITER (CGAT). Essas instâncias possuem caráter deliberativo para dar sequência ao processo de aprovação ou para rejeitá-lo em definitivo, devendo se basear em critérios técnicos.

O processo de incorporação de um investimento pelo FI é efetivado em duas fases deliberativas principais: ROPI (Relatório de Oportunidade de Investimento) e REFI (Relatório Final de Investimento). Ambas as fases são materializadas por relatórios que contêm estudos e análises financeiras, contábeis, de riscos, entre outras, acerca dos ativos e são submetidos a comitês deliberativos, no âmbito da VITER e da CAIXA, e ao CI.

Com a aprovação do REFI pelo Comitê de Investimento do FI-FGTS, a Caixa está autorizada a realizar o investimento no respectivo projeto, adotando medidas necessárias para a realização da operação, que incluem, entre outras, o fechamento dos instrumentos da operação; o envio de informações a órgãos externos, tais como Conselho Administrativo de Defesa do Consumidor (Cade) e Agências Reguladoras; o atendimento das condições precedentes ao desembolso pela companhia, quando houver; o envio de documentos para análise e validação pelo custodiante e a integralização dos recursos na companhia.

Em dezembro de 2018, segundo os dados mais atualizados dos valores comprometidos com os ativos em carteira, o Fundo de Investimento contava com R\$ 11,3 bilhões em empresas que atuam no setor de energia, R\$ 1,4 bilhão no setor de ferrovia, R\$ 2,4 bilhões em portos, R\$ 3,2 bilhões em rodovia, R\$ 0,1 bilhão em hidrovia e R\$ 1,8 bilhão em empresas do setor de saneamento. Para este cálculo, leva-se em conta apenas os projetos em carteira, além do fato de que o aporte realizado no projeto Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) não é considerado para fins de enquadramento, em atendimento ao disposto no regulamento do FI-FGTS.

Essa divisão aponta uma concentração dos investimentos no setor energético, que detém 26% em relação ao total comprometido do FI-FGTS, seguido pelos segmentos rodoviário (7,3%) e portuário (5,6%). Saneamento (4,2%) e ferrovias (3,2%) vêm em seguida. É quase nula a participação de hidrovias e inexistem projetos no setor aeroportuário. A pouca participação do setor de saneamento segue o mesmo padrão observado na carteira de crédito do FGTS, em que predominam operações de financiamento imobiliário. Para Silva (2019), a performance do segmento também está relacionada ao desenvolvimento regulatório e à capacidade de planejamento e execução. Nesse sentido, o novo Marco do Saneamento, que tem o objetivo justamente de ampliar a participação privada na área, só foi regulamentado em dezembro de 2020.

Na composição da carteira, um quinto está aplicado em operações compromissadas lastreadas em títulos públicos, que, embora sejam aplicações interfinanceiras de liquidez, fogem do escopo primordial do FI - aplicar em participação ou dívida de projetos de infraestrutura. Uma das razões para a alocação de parte tão significativa dos recursos em títulos públicos pode ser explicada pela receita maior dessas aplicações quando comparada com a rentabilidade dos títulos corporativos, seja em debêntures ou ações. O restante da carteira se divide em operações de aquisição de debêntures não conversíveis em ações (cerca de 30%) e instrumentos de operação societária (25%). Há uma concentração do último tipo de investimento em empresas que não possuem cotação em bolsa ou mercado de balcão organizado, o que pesa no perfil de liquidez e no processo de precificação dos ativos. Uma parcela menor (10%) é destinada para aquisição de cotas de fundos de investimento, uma alocação indireta em projetos de infraestrutura, sendo a maior parte por meio de Fundo de Investimento em Participações (FIPs) ou Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) ou fundo de recebíveis.

Silva (2019) aponta um movimento contínuo de expansão das aplicações do FI entre a origem em 2008 e o fim de 2014 quando se leva em consideração a evolução do tamanho da carteira de aplicações pelo ativo total deflacionada pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M/FGV). Em seguida, houve quedas sucessivas e expressivas que diminuíram em cerca de 15% o tamanho da carteira. Desde 2016, o Fundo passa por resgates seguidos para reforçar o caixa do FGTS. Só no ano passado, o resgate foi de R\$ 7,8 bilhões. O Ministério da Economia

justificou a operação, segundo reportagem do Valor Econômico, como necessária porque não há “demandas concretas de contratação” por parte do FI-FGTS.

É perceptível que o Fundo de Investimento concentra uma grande parte dos recursos em poucas empresas desde que foi criado e, além disso, é destacável que o FI-FGTS comprou ações e cotas de fundos ou títulos de dívidas de muitas empresas envolvidas em processos de investigação policial da corrupção. Empresas de autoria e consultoria, como a PwC e a KPMG, estimam que mais de um quarto do patrimônio do fundo esteja aplicado em empresas sob investigação de autoridades públicas.

Em 2015, no auge dos escândalos de corrupção, momento em que o Fundo foi mais afetado pela performance desses investimentos, Espírito Santo (2016) comparou o retorno de outros três fundos de investimento em infraestrutura e chegou à conclusão que, enquanto os outros fundos todos tiveram rendimentos positivos, o FI-FGTS perdeu R\$ 966 milhões no ano. Além disso, a rentabilidade do FI-FGTS foi comparada à rentabilidade de um Certificado de Depósito Interbancário (CDI) do mesmo período, uma vez que fundos de investimentos se comprometem a render acima do CDI. Segundo a autora, o FI-FGTS, desde a sua criação, nunca rendeu acima do CDI, o que mostra que o fundo não desempenhou da forma como deveria. Espírito Santo calculou que, caso o dinheiro do FI-FGTS estivesse investido em CDI, o Fundo teria R\$ 44 bilhões versus R\$ 30 bilhões apresentados em 2015. Para a autora, a análise mostra que os recursos do FGTS aplicados pelo Fundo de Investimento “não estão aplicados de maneira eficiente de forma que contribuam de forma efetiva para o desenvolvimento do setor de infraestrutura na economia brasileira”. (Espírito Santo, 2016, p. 21).

Ao atualizar a comparação feita pela autora para os anos seguintes, é possível observar que apenas em 2018, quando o Fundo atingiu rentabilidade recorde de 11,17%, o retorno foi maior do que o registrado em aplicações que têm como lastro o CDI, benchmark usado comumente pelo mercado. Enquanto a rentabilidade do FI-FGTS entre julho de 2008, quando foi criado e dezembro de 2021, último dado disponível, chega a 124,81%, um mesmo investimento com correção pelo CDI teria tido um retorno acumulado de 238,83% (ver tabela 1).

O FI-FGTS é um fundo de investimento que se espelha a um Fundo de Investimento em Participações (FIP). Em seu mandato, estabelece horizonte de longo prazo de maturação para seus ativos, com o retorno oriundo de investimentos em infraestrutura. A mensuração de sua rentabilidade, tal qual um FIP, deve ser realizada quando do desinvestimento dos ativos, momento no qual o recurso aportado pelo cotista retornará corrigido pelo ganho ou perda de capital do período. Ou seja, a apuração efetiva da rentabilidade para fins da garantia de valor mínimo é realizada apenas no momento de resgate das cotas, tomando por referência o período iniciado com a aquisição dessas cotas.

A rentabilidade acumulada, ao longo do período entre 2008 e 2021, foi de 124,81%, bem superior à rentabilidade mínima garantida pela administradora do fundo - que alcançou um valor acumulado de 63,88%. O que se observa é que em nenhum dos anos o FI-FGTS fechou com rentabilidade acumulada inferior à exigência mínima de TR + 3% ao ano, nem mesmo em 2015, quando o retorno no ano foi negativo.

Se a performance do Fundo de Investimento perde para os concorrentes e também para o CDI, conforme análise feita por Espírito Santo (2016), o cenário não é diferente quando comparado o desempenho à inflação e à taxa básica de juros (Selic), na análise feita por Silva (2019). Ainda que tenha superado a rentabilidade mínima exigida por Lei, o FI-FGTS não produziu ganhos reais, apenas equilibrou com a inflação acumulada do período. O autor compara a rentabilidade acumulada de 74,8% entre 2008 e 2017 com a inflação de 79,9% no mesmo período, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

Na tabela 1 também é possível ver a atualização da mesma comparação para os anos seguintes. Enquanto o IPCA acumula alta de 116,18% entre o início do fundo e o fim de 2021, a rentabilidade do FI-FGTS ficou em 124,81%, um pouco acima apenas.

Ou seja, segundo Silva, há uma espécie de subsídio concedido pelo cotista (no caso, o FGTS) à carteira de projetos do FI, configurado pela diferença entre a remuneração efetiva das cotas do Fundo de Investimento em a relação a um retorno que seria garantido em um investimento de baixo risco como um título do Tesouro Nacional. O autor só ressalva que também se deve contabilizar, além dos resultados



financeiros, externalidades positivas, como a geração de empregos, geradas por meio dos investimentos da carteira do fundo.



Tabela 1: Resultados FI-Fgts Em Comparação com Ipca e CDI

	Cota Inicial	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Valor da Cota	1	1,050101	1,12003	1,18176	1,27192	1,36377	1,47593	1,57993	1,532	1,65924	1,74777	1,94301	1,9568432	2,0468616	2,2471643
FI-FGTS (Anual)		5,01%	6,66%	5,51%	7,63%	7,22%	8,22%	7,05%	-3,03%	8,30%	5,34%	11,17%	0,71%	4,64%	9,79%
FI-FGTS (Acumulado)		5,01%	12,00%	18,18%	27,19%	36,38%	47,59%	57,99%	53,20%	65,92%	74,78%	94,30%	95,68%	104,76%	124,81%
TR+3% (Anual)		2,66%	3,73%	3,71%	4,24%	3,30%	3,20%	3,89%	4,85%	5,07%	3,62%	3,00%	3,00%	3,00%	3,05%
TR+3% (Acumulado)		2,66%	6,49%	10,44%	15,13%	18,93%	22,73%	27,50%	33,68%	40,46%	45,54%	49,91%	54,40%	59,03%	63,88%
FI-FGTS/TR+3%		188,35%	184,98%	174,09%	179,76%	192,19%	209,33%	210,87%	157,95%	162,92%	164,21%	188,96%	175,88%	177,46%	195,37%
IPCA (Anual)		2,18%	4,31%	5,91%	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%	2,95%	3,75%	4,31%	4,52%	10,06%
IPCA (Acumulado)		2,18%	6,58%	12,88%	20,22%	27,24%	34,76%	43,40%	58,70%	68,68%	73,66%	80,17%	87,93%	96,42%	116,18%
CDI (Anual)		7,02%	10,39%	10,24%	12,29%	8,76%	8,40%	11,41%	14,15%	15,01%	10,45%	6,62%	6,14%	2,81%	4,56%
CDI (Acumulado)		7,02%	18,14%	30,24%	46,24%	59,05%	72,41%	92,09%	119,27%	152,18%	178,53%	196,97%	215,20%	224,06%	238,83%

Fonte: Elaborada pelo autor com base nas demonstrações financeiras do FI-FGTS e dados do IBGE e do Bacen, 2022.

De toda forma, há outro fator a se ressaltar. Parcela relevante dos aportes está atrelada a dívidas e ações não comercializadas em bolsa ou mercado de balcão organizado, o que impede a marcação dos valores de ativos por marcação a mercado - a apuração é baseada no método de equivalência patrimonial, com previsões para perdas.

O cenário político-econômico adverso, com especial atenção para as dificuldades enfrentadas pelo setor de infraestrutura, foi um fator determinante na contabilização conservadora dos ativos do FI-FGTS. Estes eventos combinados, além de fatores de risco específicos a cada ativo, afetaram as condições econômico-financeiras e os resultados das companhias do setor de infraestrutura investidas pelo FI-FGTS, o que se refletiu nas demonstrações financeiras das empresas, nas demonstrações financeiras do FI-FGTS e na própria rentabilidade do Fundo de Investimento ao longo desse período.

Neste contexto desafiador, espera-se que os gestores de um fundo de investimento tomem decisões que visem os interesses dos investidores, porém, os administradores podem ter objetivos pessoais que competem com a maximização do retorno dos investimentos, sob a perspectiva da Teoria de Agência. Em teoria, a gestão dos fundos de investimento fica sob a responsabilidade de profissionais especializados que buscam conciliar retorno e risco. Essa relação entre o investidor em fundo de investimento e o administrador é denominada, pela Teoria de Agência, como relação de agência. De acordo com Brigham, Gapenski & Ehrhardt (2001, p. 39), “uma relação de agência surge quando um ou mais indivíduos, chamados principais, (1) contratam outro indivíduo ou organização, chamado agente, para realizar algum tipo de serviço e (2) estes então delegam autoridade de tomada de decisões para aquele agente”.

Ao analisar a perspectiva da Teoria de Agência aplicada aos fundos de ações, Sanematsu (2013) conclui que os destinados a investidores qualificados apontam desempenho melhor do que os voltados para o público em geral. Nesses últimos, segundo o autor, a prática de inflar o valor das cotas no final dos semestres é mais disseminada e independentemente da cobrança da taxa de performance - o que não costuma ocorrer nos fundos para investidores qualificados. Segundo a pesquisa, fundos de ações para investidores qualificados conseguem atenuar os problemas de agência. Para o

autor, portanto, o problema de agência está mais associado ao tipo de cliente e não à cobrança de uma taxa de performance.

À mesma conclusão chegaram Roquet et al. (2016) ao estudarem o problema de agência aplicado aos fundos de investimentos multimercados: os resultados sugerem indícios de inflação da cota nos fundos em que há cobrança de taxas de performance e a maior parte das variáveis apresenta o sinal que era esperado.

Na análise que fazem da Teoria de Agência para verificar se há existência de uma relação entre a taxa de remuneração cobrada pelos administradores de fundos de investimento e a rentabilidade das carteiras, Dalmácio e Nossa (2004), apontam que se espera, nesse tipo de relação, que o agente tome decisões que visem o atendimento dos interesses do principal (o investidor, que busca maior retorno para seus investimentos), mas os administradores podem ter outros objetivos que podem competir com a maximização do retorno dos investidores. O agente recebe uma remuneração para agir de acordo com os interesses do principal, mas ele próprio também vai tentar maximizar a sua própria função utilidade, isto é, agirá motivado por seus interesses. Os autores citam Eisenhardt (1989, p. 59), para quem, embora principal e agente estejam engajados em um mesmo comportamento, eles possuem diferentes metas e atitudes em relação ao risco. E a teoria mostra que sempre que há divergência entre o principal e o agente, quem sai perdendo é o principal, ou seja, o investidor.

Além disso, continuam Dalmácio e Nossa, se o administrador de um fundo de investimento é remunerado por meio de um pagamento fixo, independente da rentabilidade desse fundo, não há motivos para que ele tente maximizar o retorno dos investidores. De outra forma, se esse administrador for remunerado por meio da cobrança de uma taxa sobre a rentabilidade da carteira, ele estará propenso a gerenciar os ativos de forma a incorrer em riscos cada vez maiores, com o intuito de obter o maior retorno. Se ele tiver sucesso, os ganhos passam a ser de ambos; se ele sair frustrado, as perdas são apenas dos investidores.

Sempre na análise dos fundos de ações, Sanematsu (2013) elenca, porém, três razões pelas quais os investidores acabam não obtendo do gestor uma maximização do retorno: 1) os custos que o gestor incorre para manipular os preços das ações, mesmo que em um espaço de tempo curto, são bancados pelos investidores; 2) os

investidores também transferem riqueza de forma permanente para os gestores nos casos em que há cobrança de taxa de performance; 3) a escolha da carteira pode estar sendo feita para favorecer a manipulação de ativos em vez de priorizar a relação de risco e retorno mais interessante para a maximização desejada pelo investidor.

O autor também destaca as distintas formas como os tipos de clientes respondem aos resultados apresentados pelos gestores: aos pequenos investidores insatisfeitos com o desempenho do gestor só resta resgatar os recursos de um fundo e aplicá-lo em outro, enquanto aos investidores qualificados há a possibilidade de mobilização para a mudança do próprio gestor, que sempre há de considerar esse risco.

Aos cotistas do FGTS, fonte dos recursos do FI-FGTS, é inviável qualquer uma das duas opções. Na hipótese de um consenso em que os trabalhadores com vínculo formal se declarem insatisfeitos com o desempenho dos recursos do FGTS aplicados no FI-FGTS, seria necessária uma mobilização através do Conselho Curador do FGTS, que tem representação dos empregados via indicações de centrais sindicais. Além de burocrática, a intervenção teria que ter o apoio do governo e dos empregadores, as duas outras partes do órgão tripartite. Não há possibilidade de um trabalhador individual decidir por resgatar o que seria o correspondente à parcela do seu FGTS das aplicações do FI-FGTS. Ao longo dos quinze anos do Fundo de Investimento, o Conselho Curador do FGTS sempre aprovou a gestão da Caixa Econômica Federal, mesmo quando o FI-FGTS apresentou rentabilidade anual negativa.

Como se pode observar ao longo da análise exploratória do arranjo institucional do FI-FGTS, não há mecanismo de remuneração do administrador determinado por critérios de performance, ou seja, participação nos resultados que excedam a um determinado índice de referência. Em outras palavras, no âmbito da institucionalidade do FI, não há uma estrutura de incentivo ao alcance de resultados positivos – e superiores à garantia de rentabilidade mínima assegurada ao cotista – por parte do administrador.

Embora muitos autores questionem a eficácia da taxa de desempenho, Silva (2019) afirma que a falta de relação entre a remuneração do administrador e critérios de avaliação do desempenho explica em parte o baixo dinamismo das operações do FI-FGTS –

evidenciado por baixos índices de subscrição, integralização e execução orçamentária. Para ele, é preciso reavaliar o modelo de governança, em especial, das estruturas de incentivo estruturadas no âmbito dos diversos instrumentos que regulam os processos de tomada de decisão e de operacionalização das questões estratégicas do FI-FGTS. O autor defende que essa mudança na governança tem que ser feita com o intuito de instituir incentivos à alocação de recursos pelo agente operador do FI-FGTS, inclusive mediante instituição de taxa de performance; estruturar um ambiente institucional garantidor de segurança às relações contratuais; e incentivar o bom funcionamento do mercado de capitais.

Na literatura internacional, mais do que a aplicação de uma taxa de performance, destaca-se a importância de práticas de transparência de remuneração dos administradores como caminho para mitigar os problemas de agência. Edelen et al. (2011) apresentam pesquisas empíricas em que uma maior transparência nas despesas operacionais aumenta a eficiência e diminuiu os custos de agência. Já Huang et al. (2009) aponta que fundos que aumentam o seu risco ao longo do tempo têm retornos piores. O aumento da exposição a risco pode se dar de várias formas, como: 1) alterações na composição de caixa e ações; 2) aumento na exposição ao risco sistêmico e 3) aumento na exposição ao risco idiossincrático. Para os autores, isso significa que, quando aumentam seu risco (deslocamento positivo de risco), os gestores passam a ter uma pior performance. As principais causas desse resultado, de acordo com os autores, são negócios mal motivados por falta de habilidade ou por problemas de agência, quando os gestores procuram aumentar sua remuneração.



3

3

MÉTODO DE PESQUISA

O método de pesquisa adotado no presente trabalho classifica-se em relação aos seus objetivos como descritivo, porque pretende demonstrar como as alterações na gestão do Fundo de Investimento foram essenciais para a melhoria da rentabilidade nos últimos anos. Mesmo assim, sob a perspectiva da Teoria da Agência, procura-se identificar o conflito de interesse entre o agente e o principal, o que desnuda evidências de fragilidades no modelo de escolha de investimentos e de avaliação de ativos, mesmo com as mudanças.

Segundo Andrade (2002) apud Beuren (2003, p.81), “a pesquisa descritiva preocupa-se em observar os fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los”. Mattar (1997) afirma que a diferença básica entre a pesquisa descritiva e a pesquisa causal está em seus objetivos. A primeira responde a questões como quem, o quê, quanto, quando e onde; a segunda responde a questões do tipo por quê. Dessa forma, a pesquisa descritiva busca expor o fenômeno em estudo, enquanto a causal procura verificar relações entre variáveis que expliquem esse fenômeno.

Para fazer uma análise exploratória do FI-FGTS, adotou-se o conceito de arranjo institucional nos termos propostos por Davis e North (1971, p. 6-7). citado por Silva (2019). De acordo com os autores, o arranjo institucional é um conjunto de regras infraconstitucionais que define parâmetros de organização e funcionamento de segmentos específicos de atividades do sistema econômico, inclusive padrões de contratação e adaptação, competição e cooperação entre os agentes. Dentro desse escopo, houve uma análise da legislação legal e infralegal, dos demonstrativos financeiros, dos relatórios de administração e de outras bases de dados geradas pela Anbima e pela Caixa com o propósito de averiguar os objetivos declarados quando o Fundo de Investimento, que tem como fonte uma poupança compulsória parafiscal (separada do orçamento da União), e atua em operações de *debt* e *equity* no mercado de capitais.



4

ANÁLISE

À luz da revisão da literatura, busca-se nesta parte do trabalho abordar de que forma as melhorias na governança do FI-FGTS contribuíram para mitigar o custo de agência decorrente das idiosincrasias do Fundo, criado como mecanismo de mobilização de capital baseado em poupança compulsória parafiscal dos trabalhadores. Pretende-se mostrar as alterações que foram feitas no arranjo institucional do FI-FGTS depois da descoberta das práticas de corrupção e de que forma elas alteram os parâmetros que passam a ser seguidos, com consequências inclusive na rentabilidade, que saiu do piso para o recorde positivo. Sob o enfoque da Teoria da Agência aplicada aos fundos de investimento, abordar-se-á os conflitos de interesses decorrentes das relações entre agente e principal.

Ao analisar fundos de investimentos no período entre 2013 e 2018, Funchal et al. (2016) concluíram que fundos voltados a investidores sofisticados possuem risco menor. Os resultados mostraram que, em fundos voltados ao público em geral, há problemas de agência que levam os gestores a tomar mais riscos. Da mesma forma, fundos fechados, que impõem maior restrição às movimentações pelos investidores, apresentam também maior risco. Para os autores, isso pode ser resultado de um de um horizonte de mais longo prazo de investimento e da maior flexibilidade que os administradores possuem na alocação de ativos, ao não ter que se preocupar com fluxos de entrada e saída de cotistas.

A análise dos autores está em linha com apontado por Sanematsu (2013): fundos fechados têm mais risco e menos retorno, ou seja, um pior binômio risco-retorno. Em seu trabalho, o autor conclui que fundos de ações destinados a investidores qualificados apresentam desempenho melhor do que os voltados para ao público em geral. De acordo com a pesquisa, nestes costuma haver prática de inflar o valor das cotas no final dos semestres, o que não ocorre nos fundos para investidores qualificados, e essa prática independe da cobrança de taxa de performance. Em suma, fundos de ações para investidores mais qualificados conseguem atenuar problemas de agência.

O FI-FGTS é um fundo voltado ao público em geral e fechado, características que aumentam intrinsecamente o risco, pela perspectiva da Teoria de Agência. Compreender as idiossincrasias do Fundo de Investimento ajudam a entender como os problemas de agente-principal são potencializados. Trata-se de um fundo de investimento que não dispõe de personalidade jurídica e de estrutura administrativa e operacional próprias. O Fundo é administrado, gerido e representado judicial e extrajudicialmente pela Caixa Econômica Federal. Compete, assim, à administradora a gestão do seu patrimônio, podendo realizar todas as operações, praticar todos os atos que se relacionem com o seu objeto e exercer todos os direitos inerentes à titularidade dos valores mobiliários e dos títulos integrantes da carteira do Fundo, conforme disposições do Regulamento do FI, e sujeito às decisões do Comitê de Investimento do FI-FGTS, quando aplicável.

A principal instância decisória do FI-FGTS é o Comitê de Investimentos do FI-FGTS (CI FI-FGTS), colegiado composto por 12 (doze) membros e respectivos suplentes, ao qual compete, entre outras atribuições, deliberar sobre propostas de investimento e de desinvestimento e acompanhar as diretrizes a serem seguidas pelo FI-FGTS com relação à sua política de investimentos.

Os nomes dos membros do Comitê de Investimento são aprovados e designados pelo Conselho Curador do FGTS (CCFGTS), a partir de indicação de órgãos e entidades de governo federal e das bancadas dos trabalhadores e empregadores, e têm mandato de 2 anos, admitidas sucessivas reconduções. O Comitê é tripartite, formado por: 3 membros representantes dos trabalhadores; 3 membros representantes dos empregadores; e 6 membros representantes do Governo. A presidência do comitê é rotativa, e o presidente é eleito entre os seus membros, para mandato de um ano, não admitida a recondução. No contexto de Governança do FI-FGTS, em especial no que se refere às fases de análise, incorporação e renegociações de investimentos, as atividades a cargo da Caixa e de seus comitês internos de governança são acompanhadas por uma unidade de compliance.

Em 2016, depois do resultado negativo no ano anterior e de denúncias de práticas de corrupção em empresas que receberam aporte do Fundo, o Conselho Curador do FGTS alterou os critérios para a escolha dos membros do Comitê de Investimento a fim de exigir que as indicações do governo, das associações patronais e das centrais sindicais fossem acompanhadas dos currículos que comprovassem a qualificação ou conhecimento técnico dos respectivos indicados,

formação superior ou experiência ou especialização ou certificação profissional nas seguintes áreas: setores em que o FI-FGTS realiza os investimentos ou mercados financeiro ou de capitais ou gestão de fundos.

A literatura ensina que problemas de agência podem ser mitigados com a adoção de práticas de maior transparência, incluindo maior proporção de conselheiros independentes, como afirma Sanematsu (2013), e exposição da remuneração dos gestores, como encontra Edelen (2011).

Ao analisar a governança e o desempenho dos investimentos dos fundos de pensão brasileiros patrocinados por estatais, Nese (2017) mostra que há evidências de impacto positivo no desempenho quando há uso de melhores práticas de governança, como o comitê de investimentos, embora haja evidências de associação negativa de características dessas organizações sobre o retorno dos investimentos. No caso dos fundos de pensão, objeto de análise da tese da autora, os resultados sugerem que conexões com o governo podem influenciar a busca de outros interesses que não o melhor retorno aos planos de benefícios.

A relação com o governo é um risco idiossincrático do FI-FGTS e agrava os problemas de agência, já que muitas vezes o objetivo é distinto do observado numa empresa privada em que a maximização do retorno ao acionista. Se há lacunas de proteção legal, a prática mostra que o retorno aos cotistas não vai se sobrepor a outros interesses. Por isso, são necessárias regras mais restritas e supervisão fortalecida e independente que seja efetiva na fiscalização dessas organizações.

Para blindar o Fundo de pressões políticas e reverter o quadro de rentabilidade negativo, além das mudanças nos critérios de escolha dos membros do comitê de investimento para torná-lo mais técnico, foram fundamentais outras duas alterações: a forma de escolha dos projetos nos quais o dinheiro dos trabalhadores vai ser direcionado e a maneira pela qual se dá a precificação dos ativos.

O FI-FGTS passou a seguir diretrizes mais claras em relação à escolha dos projetos: (a) foco em renda fixa, com o objetivo de reduzir a participação de instrumentos de participação acionária na carteira; (b) priorização de investimentos atrelados aos projetos, o que gera maior exposição aos fluxos de recebíveis e evita exposição aos riscos dos controladores; e (c) compartilhamento de riscos com demais agentes

financeiros através da obrigação de apresentação de fiança bancária e de menor limite em relação ao financiamento total do projeto, o que resulta em menor exposição ao projeto, maior diversificação de investimentos e incentivará maior participação de recursos de origem privada.

4.1 Chamada pública

Para ampliar a transparência, melhorar os processos e aumentar a eficiência do Fundo de Investimento, foi adotada a sistemática de chamada pública para seleção e análise dos novos projetos de investimento.

Aprovado em 2016, o processo de chamada pública é um instrumento de seleção de propostas, aberto a qualquer interessado, baseado em critérios objetivos e pré-estabelecidos em edital. Amplia ainda mais a transparência e divulgação das informações sobre o Fundo de Investimento, especialmente aquelas necessárias às companhias proponentes de projetos.

Anteriormente ao processo de chamada pública, uma quantidade de projetos era apresentada ao FI-FGTS com informações insuficientes, com muitas propostas que não atendiam à política de investimentos do FI-FGTS. O processo de análise dessas propostas trazia ineficiências ao processo de recepção e análise dos novos investimentos do FI-FGTS, notadamente, em relação ao tempo necessário para avaliação dos projetos.

Além disso, havia uma pressão política no comitê de investimento que dava o aval para a continuidade dos investimentos escolhidos pelas áreas internas da Caixa. Nenhum integrante do comitê tinha poder para aprovar uma proposta sozinho - são necessários nove votos dos 12 membros -, mas eles conseguiam paralisar as votações e atrasar a liberação de recursos com base em critérios nem sempre técnicos. A pauta das reuniões e o conteúdo das decisões do comitê de investimento eram mantidos em sigilo.

Sob a perspectiva da Teoria da Agência aplicada nos fundos de investimento, é interessante notar o conflito de agência entre o agente e o principal no modelo que vigorava até então. Os responsáveis pelas decisões do comitê estavam mais dispostos a maximizar sua função utilidade (sujeito ativo), e não a do principal, os cotistas do FGTS, que são os trabalhadores com carteira assinada (sujeito passivo).

Como mostraram Dalmácio e Nossa (2004), o principal, por não ter experiência, tempo, competência, capacitação e previsão legal, no caso específico do FI-FGTS, confere ao agente a tarefa de gerenciamento de recursos e execução das atividades, mas se ambos são maximizadores de utilidade, existe boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre pelos interesses do principal.

No fim de 2014, por exemplo, um conselheiro foi afastado do comitê de investimento pelo Conselho Curador do FGTS depois de denúncias de que teria procurado, pelo menos, quatro empresas, beneficiadas ou na lista de espera por recursos do FI-FGTS, para que patrocinasse a montagem de um filme baseado num livro que escreveu. Afastado em dezembro de 2015, um ex-vice-presidente da Caixa, que era integrante do comitê de investimento, afirmou, em acordo de delação premiada, ter recebido R\$ 7,3 milhões em propina de dez empresas, em troca da liberação de recursos do Fundo de Investimento para essas empresas.

Huang et al. (2009) encontram que o aumento na exposição a risco leva a retornos piores, sendo um indicativo de problemas de agência, pois esse aumento de risco pode ocorrer com o objetivo de os administradores obterem uma compensação maior. Ademais, esse aumento pode se dar por meio de aumento no risco idiossincrático de um fundo fechado como o FI-FGTS. Neste caso, uma recomendação possível seria montar desenhos em que o Fundo de Investimento manteria seu nível de risco constante ao longo do tempo, ou que eventuais aumentos de risco se deem em riscos sistemáticos.

A aplicabilidade da Teoria de Agência fica mais evidente quando se transporta o exemplo para a relação entre gestores e acionistas. De acordo com Dalmácio e Nossa (2004), os gestores da empresa deveriam buscar a maximização da riqueza dos acionistas, mas nem sempre as decisões que maximizam a riqueza do acionista aumentam também os ganhos dos executivos. Ao delegar poder aos gestores, os proprietários podem estar colocando a perder parte da sua riqueza.

Os autores não encontraram respaldo estatístico para referendar a hipótese de que quanto maior a taxa de remuneração atribuída aos administradores de fundos de investimento maior será o retorno para os investidores (embora tenham feito a pesquisa com base em dados de apenas um mês). Todavia, acreditam que se o gestor de uma empresa tem uma remuneração fixa, ele tende a defender, em primeiro lugar, seus interesses pessoais. Por outro lado, se recebe incentivos,

bonificações, participações nos lucros, ou qualquer outro tipo de benefício pelos resultados apresentados, tende a priorizar os objetivos dos acionistas, mas poderá, até mesmo, agir de forma fraudulenta para atingir seus próprios objetivos.

A Caixa como administradora do Fundo de Investimento recebe uma remuneração fixa de 0,5% ao ano incidente sobre o patrimônio líquido do FI-FGTS. Como já mencionado, não há uma taxa de performance, que incide sobre a parcela da rentabilidade do fundo que exceda determinado índice de referência. O arranjo regulatório do FI-FGTS não há uma estrutura de incentivo para que o agente alcance resultados positivos e superiores à garantia de rentabilidade mínima assegurada ao principal.

Para mitigar o risco de conflito de interesses, como os denunciados, com a mudança para a chamada pública, os editais do FI-FGTS passaram a abordar objetivamente as regras, condições mínimas, restrições, critérios, prazos, documentos, forma de apresentação das informações necessárias e todas as etapas do processo, além dos requisitos mínimos para a habilitação e pré-seleção dos projetos que serão analisados.

Por esse modelo, já foram apresentados 71 projetos que demandariam um investimento total de aproximadamente R\$ 107 bilhões, o que, conforme propostas apresentadas pelas companhias, geraram um potencial de investimento para o FI-FGTS de até R\$ 22 bilhões. Para divulgar os editais, a Caixa realizou 18 eventos em 7 capitais, em todas as regiões do País, com o objetivo de dirimir dúvidas, prestar esclarecimentos técnicos e divulgar os processos de chamada. Segundo o banco estatal, participaram mais de 522 integrantes do mercado, de mais de 236 empresas.

A fim de dar maior transparência e robustez aos processos das chamadas, as companhias participantes que não foram selecionadas recebem um ofício com toda a informação sobre o que foi descumprido e o que não foi atendido, de forma que possam estar em conformidade em oportunidades futuras. A não seleção não as impede de participar de outros editais de seleção pública.

Pelo que foi divulgado das quatro chamadas públicas e diante da queda considerável dos desembolsos do Fundo de Investimento, observa-se uma dificuldade das companhias proponentes em especial na disponibilização de informações e documentos, conforme regramento publicado nos editais, o que ainda resulta na

desclassificação de projetos. Além disso, pela análise da distribuição dos recursos por setores, verifica-se excesso de propostas para projetos de energia e transmissão, em contrapartida à ausência, apesar da priorização dada nos editais, de projetos para os setores de aeroportos, saneamento e hidrovias, cuja participação na carteira ainda é baixa. Nesse modelo também inexistem projetos na área de saneamento, embora seja uma das áreas prioritárias para receber recursos do Fundo, segundo as regras vigentes.

4.2 Precificação dos ativos

No fim de 2018, também houve alteração da metodologia para precificação dos ativos do Fundo, para utilizar os conceitos contábeis de Fair Value (Valor Justo). Lunelli (2016) define valor justo como o valor pelo qual um ativo pode ser negociado, ou um passivo liquidado, entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com a ausência de fatores que pressionem para a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória.

O FI-FGTS investe em empresas cujas ações, em sua maioria, não são cotadas em bolsa de valores nem negociadas de forma frequente em mercados organizados. Tais investimentos eram avaliados, até o exercício de 2017, do Método de Equivalência Patrimonial, ajustado por provisão para perdas por redução ao valor recuperável, quando aplicável. No caso do FI-FGTS, os ativos de participação acionária, mesmo quando sintetizam retornos de renda fixa, eram contabilizados, em atendimento às exigências contábeis aplicadas ao Fundo de Investimento, por seu valor histórico. Aplicava-se a equivalência patrimonial atualizada com base nas demonstrações financeiras da respectiva investida, com a realização do teste de valor recuperável do ativo sempre que elaboradas as demonstrações financeiras anuais.

Já no caso das ações preferenciais resgatáveis, com dividendo mínimo e cumulativo, eram contabilizadas pelo valor nominal atualizado pelo indexador estabelecido em acordo de investimento. Desta forma, dado que parte relevante da carteira é formada por participações societárias e que tais ativos, por princípio de conservadorismo, eram contabilizados a valor histórico, avaliados pelo Método de Equivalência Patrimonial e ajustados por provisão para perdas por redução ao valor recuperável, o resultado contábil apresentado nas Demonstrações Financeiras do FI-FGTS não refletiam a expectativa de retorno do Gestor para os investimentos. Dessa forma,

o valor de tais investimentos poderia vir a ser significativamente diferentes quando da sua efetiva realização financeira, com a consequente repercussão no valor da cota do Fundo nos exercícios futuros.

A partir de 2018, o FI-FGTS passou a ter seus ativos precificados e contabilizados por meio da metodologia de Mensuração a Valor Justo, em linha com a normatização trazida pelo Pronunciamento 46 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis que conduz a avaliação de ativos baseada na estimativa de preço pelo qual uma transação não forçada para vender o ativo ou para transferir o passivo ocorreria entre participantes do mercado na data de mensuração sob condições correntes de mercado.

A KPMG Auditores Independentes fez ressalvas no balanço sobre o novo método utilizado, principalmente para companhias sem cotação em bolsa ou mercado organizado. Para os auditores, a determinação do valor justo utiliza premissas, como projeção de receitas futuras, projeção de despesas, taxas de desconto e fatores de comparabilidade de mercado, que estão sujeitas a um alto grau de julgamento das companhias investidas e de seus avaliadores externos. Em resumo, eles consideram que as companhias passam a ter muita interferência na determinação do valor justo e que mudanças às premissas consideradas na mensuração desse valor impactam demasiadamente os resultados do Fundo de Investimento.

Para a PwC, a mensuração do valor justo desses investimentos é feita de maneira subjetiva porque depende da avaliação realizada com base em modelos que envolvem "premissas e julgamentos" por parte da administração do Fundo e por isso, segundo a consultoria, a mensuração dos investimentos continua sendo considerada área de foco na auditoria.

Mesmo com a mudança, a precificação dos ativos continua sendo uma ferramenta a pesar no conflito de interesses decorrente da relação entre agente e principal. Ainda há uma concentração muito grande de aportes em empresas que não comercializam seus papéis em mercados públicos de títulos e ações, o que repercute negativamente sobre o perfil de liquidez do Fundo de Investimento. Pesa também o fato de essa classe de ativos não possuir mecanismo de garantia para mitigação de riscos, como as debêntures. Ainda há espaço para melhorar o modelo de governança da política financeira, os procedimentos de risco da carteira de investimentos e os métodos

de precificação de ativos para diminuir ainda mais a margem para que o agente maximize a utilidade dele em vez da do principal.



5

5

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Usar uma parcela dos recursos do FGTS para investimentos em infraestrutura, em tese, beneficiaria duplamente os trabalhadores com carteira assinada ao aumentar a possibilidade de colocação no mercado de trabalho com a geração de novas vagas e ao aumentar a arrecadação do próprio FGTS com o incremento de novos postos formais. Dessa forma, o fundo formado como uma espécie de poupança forçada para os trabalhadores pode destinar mais recursos, que gerarão mais empregos, originando e sustentando um círculo virtuoso de longo prazo.

Como se viu na análise exploratória do FI-FGTS, no entanto, a mesma indústria de fundos moderna e sofisticada atua de maneira modesta na provisão de financiamento de projetos de infraestrutura, embora haja quase um consenso entre na literatura econômica da importância dos investimentos e do estoque de capital para a produtividade e o crescimento econômico. Dado o perfil de risco e grau de incerteza, não seria desproporcional a participação estatal em um arranjo institucional híbrido de articulador de instrumentos públicos e privados, como o FI-FGTS. Embora tenha natureza privada, o Fundo de Investimento, por ter como único funding a poupança compulsória dos trabalhadores, também tem que estar atento à geração de externalidades positivas associadas ao desenvolvimento da infraestrutura econômica e ao desenvolvimento de instrumentos de dívidas e participação acionária no âmbito do mercado de capitais.

Segundo o último Relatório de Gestão do próprio Fundo de Investimento, R\$ 30,4 bilhões comprometidos em projetos de infraestrutura foram responsáveis por mais de 495 mil postos de trabalho diretos e indiretos, distribuídos regionalmente da seguinte forma: 31% no Norte, 26% no Nordeste, 22% no Sudeste, 11,6% no Centro-Oeste, e 6,8% no Sul. A diferença para os 100% está em projetos inter-regionais.

No entanto, a rentabilidade do Fundo acumulada desde sua criação é inferior ao CDI e praticamente igual à inflação acumulada no período. Depois de denúncias de corrupção de empresas que receberam recursos do FI-FGTS, o Fundo precisou blindar suas decisões

de interferências políticas, seguindo determinações dos órgãos de controle, além de colocar em prática mudanças essenciais em outros dois pontos: a forma como se dá a escolha dos projetos que recebem aportes, com a adoção da chamada pública – que contribuiu para ampliar a transparência, melhorar os processos e aumentar a eficiência –, e um novo tipo de precificação dos ativos, o valor justo, mais alinhado às normas internacionais de contabilidade – neste caso, embora haja ainda ressalvas em relação à dependência das informações dadas por companhias sem ações na bolsa, o Fundo de Investimento estabeleceu uma estrutura de controle que possui a responsabilidade de revisar todas as mensurações significativas.

Embora o resultado na rentabilidade acumulada ainda esteja aquém de outros tipos de investimentos, as modificações feitas pelo Fundo de Investimento também contribuem para diminuir a margem para conflitos de interesse nas relações existentes entre principal e agente, sob a Teoria da Agência. À luz dos trabalhos apresentados, é possível ver a relação entre melhorias na governança corporativa, com o aumento da transparência e a mitigação de riscos idiossincráticos do FI-FGTS. No campo das melhorias que precisam ser feitas para aumentar a transparência, é inadmissível que o último Relatório de Gestão seja ainda o relativo ao exercício de 2018.

A Caixa, como Administradora do Fundo, é obrigada por lei e por determinações dos órgãos de controle a fazer a prestação de contas anual aos órgãos de controle interno e externo e à sociedade. No entanto, a última publicação em respeito às normas foi feita em agosto de 2019, relativa ao exercício anterior. É no Relatório de Gestão que o banco estatal apresenta o desempenho do Fundo com base na visão organizacional e ambiente externo, no planejamento estratégico e governança e na gestão de riscos e controles internos. Este documento também detalha os resultados da gestão, incluindo o detalhamento de cada ativo e perspectivas futuras; trabalha o planejamento do Fundo para o exercício seguinte, com estratégias para alcance dos objetivos; e expõe a opinião de auditores externos sobre os resultados contábeis. A ausência da publicação deste documento prejudica o controle externo sobre os gestores do Fundo e, assim, agrava ainda mais os problemas entre principal e agente.

Há ainda outros aspectos a serem considerados, como a remuneração fixa, que pode levar o administrador a defender primeiro

seus interesses ou não haver motivos para que ele tente maximizar o retorno aos investidores. Embora não haja um consenso na literatura, uma remuneração atrelada à performance poderia ser uma alternativa a ser testada atenuar os problemas de agência.

Para mitigar a dependência estatal, seria necessário ampliar o número de conselheiros independentes para atenuar a tutela forte do governo sobre o Fundo, tendo em vista que a Administradora é um banco estatal e todos os órgãos que decidem pelos investimentos são formados com a participação tripartite do governo (além dos representantes dos trabalhadores e empregadores). A literatura ensina – Sanematsu (2013 e Edelen (2011) – que uma maior participação de conselheiros independentes e a exposição da remuneração dos gestores estão associadas a taxas de administração menores e à atenuação dos problemas de agência, com consequente aumento da rentabilidade para os cotistas.

Nesse sentido, este trabalho contribui para a literatura ao aplicar a teoria agente-principal a um tipo de fundo, de modalidade participações, e se junta a outras pesquisas nas quais a referida a Teoria de Agência foi aplicada, como fundos de ações (Dalmácio e Nossa (2004); Sanematsu (2013) e Funchal et al (2016), fundos multimercados (Roquete, 2016) e fundos de pensão (Nesse, 2017). Além disso, mostra como a aplicação de “remédios” como os já analisados pela literatura em outros fundos pode ser um caminho a ser replicado neste tipo de fundo, em que as idiosincrasias podem potencializar os conflitos de agência.

De forma geral, uma das vantagens do FI-FGTS foi alterar o mercado de crédito como única destinação dos recursos da poupança compulsória parafiscal dos trabalhadores e permitir a alocação mediante instrumentos financeiros próprios do mercado de capitais, como participação societária (*equity*) ou dívidas corporativas (*debt*). Uma maior destinação dos recursos do Fundo de Investimento aos FIPs e FIDCs pode ampliar a capacidade do FI-FGTS de incentivar o desenvolvimento do de mercado de capitais, pois funcionam como incubadores de veículos de investimento tipicamente privados em projetos novos (greenfield), com possibilidade de uma rentabilidade maior, mas também com mais riscos.

Ainda assim, o papel do trabalhador na escolha dos investimentos é limitado, embora possua representantes no comitê de

investimentos do Fundo de Investimento. Para que fosse mais eficaz, o governo deveria tirar do papel a possibilidade de que cada trabalhador movimente uma parcela dos recursos por meio de um Fundo de Cotas (FIC). Autorizada pelo Conselho Curador do FGTS desde 2009, a possibilidade segue travada pelo impasse entre Caixa e CVM na regulamentação. Em 2015, o Conselho Curador liberou que cada trabalhador possa usar até 30% nesse fundo, investimento diretamente em dívidas das empresas que estão na carteira há mais de um ano, em vez de ações, o que facilitaria atribuir preço às cotas de empresas com capital fechado. No entanto, para se criar um fundo de cotas de só uma parte do FI-FGTS, é preciso mudar a legislação, que só permite o uso dos 30% de cada conta apenas se for atrelada à carteira total do FI-FGTS, o que incluiria os investimentos nos quais o fundo é sócio das empresas. Com o impasse legislativo, essa possibilidade nunca foi adiante, o que reforça ainda mais o papel dos gestores como representantes dos cotistas na administração de recursos que saem compulsoriamente dos salários.

Por isso, estratégias para reduzir ainda mais os conflitos de interesse entre agente e principal, por um lado, e ampliar o papel ainda modesto do FI-FGTS na provisão de financiamento de projetos de infraestrutura são bem-vindas, já que esse pode ser um mecanismo importante para uma estratégia sustentável de crescimento econômico, ainda mais em um momento pós-pandemia em que os níveis de investimento público estão no piso histórico devido às restrições orçamentárias.



REFERÊNCIAS

REFERÊNCIAS

REFERÊNCIAS

AFONSO, J. R.; PINTO, V. C.; FAJARDO, B. *Dilemas do investimento público brasileiro: como salvar o futuro?* In: BONELLI, R.; VELOSO, F. (Orgs.). **A crise do crescimento do Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier; FGV/IBRE, 2016.

ANBIMA. **Consolidado histórico de fundos de investimento**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm> . Acesso em: jun 2022.

ANDREZO, Andrea Fernandes e LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos Teóricos e Conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

ASCHAUER, David Alan. *Is public expenditure productive?* **Journal of Monetary Economics**, v. 23, p. 177-200, 1989.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro** - 9. ed. Atlas, 2010.

BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo. Editora Atlas, 2003.

BRASIL. Lei n. 8.036, de 11 de maio de 1990. Dispõe sobre o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**. Brasília, 15 mai. 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8036consol.htm>. Acesso em: jun 2022.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001

CAIXA ECONOMICA FEDERAL. **Demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2021 do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço- FI-FGTS**. Disponível em: <https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2021.pdf>. Acesso em: jun 2022.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Relatório de Gestão do FI-FGTS do Exercício de 2018**. Disponível em: <https://www.caixa.gov.br/Downloads/fundo-investimento-fgts-relatorio%20de%20gestao/Relatorio_de_Gestao_do_FIFGTS_2018.pdf>. Acesso em: jun 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Home Page <
<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: jun 2022.

DALMACIO, Flávia Zoboli e NOSSA, Valcemiro. *A Teoria de Agência aplicada aos fundos de investimento*. **Brazilian Business Review**, v. 1, n. 1, p. 31-44, 2004.

DAVIS, L. E.; NORTH, D. C. **Institutional change and american economic growth**. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

EDELEN, Roger M. et al. **Disclosure and Agency Conflict in Delegated Investment Management: Evidence from Mutual Fund Commission Bundling**. Virginia, 2011

EISENHARDT, Kathleen M. *Agency theory: an assessment and review*. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, 1989. p.57-74..

ESPÍRITO SANTO, Maitê Passarelli. *A rentabilidade do fundo FI-FGTS*. **Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação)-Departamento de Economia da PUC-Rio**, Rio de Janeiro, 2016.

FERREIRA, Pedro Cavalcanti; MALLIAGROS, Thomas. *Impactos produtivos da infraestrutura no Brasil: 1950-1995*. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 28, n. 2, p. 315-338, 1998.

FUNCHAL, Bruno et al. *Sofisticação dos investidores, liberdade de movimentação e risco: um estudo do mercado brasileiro de fundos de investimento em ações*. **Revista de Contabilidade e Organizações**, 2016.

HUANG Jennifer et al. **Risk shifting and mutual fund performance**. Cambridge, 2009.

LUNELLI, Reinaldo Luis. **Ajuste a valor presente**. 2016. Disponível em: <http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/ajusteavalorpresente.htm>>. Acesso em: jun 2022.

MATTAR, F. N. **Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

MORAES, Marcus Alexandre de Souza. *Desenvolvimento de um método para avaliação qualitativa e quantitativa de fundos de investimento*. **Dissertação (Mestrado)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA) da USP**, São Paulo, 2000.

NESE, Arlete de Araújo Silva. **Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos: evidências em fundos de pensão no Brasil**. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2017.

OLIVEIRA FILHO, L. C. *Financiamento de longo prazo e mercado de capitais em investimentos de infraestrutura: novas concessões e parcerias público-privadas*. In: OLIVEIRA, G.; OLIVEIRA FILHO, L. C. **Parcerias Público-Privadas: experiências, desafios e propostas**. Rio de Janeiro: LCT, 2013.

OLIVEIRA, Gilson Alves de; PACHECO, Marcelo Marques. **Mercado financeiro: objetivo e profissional**. São Paulo: Fundamento Educacional, 2006.

RIBEIRO, Mariana. *Conselho Curador do FGTS aprova resgate superior a R\$ 7,7 bi do FI-FGTS*. **Valor Econômico**, 2021. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/17/conselho-curador-do-fgts-aprova-resgate-superior-a-r-77-bi-do-fi-fgts.ghtml>>. Acesso em: jun 2022.

ROQUETE, Raphael Moses et al. *O problema de agência aplicado aos fundos de investimentos multimercados*. **Revista de Finanças Aplicadas**, 2016.

SANEMATSU, Flávio Cysneiros. *Remuneração dos gestores, público alvo e conflitos de interesse em fundos de ações no Brasil*. **Economia Aplicada (online)**, 2013.

SILVA, MAURO SANTOS. **Fundos de investimento e financiamento de projetos de infraestrutura: uma leitura da configuração institucional e do desempenho operacional do FI-FGTS**. Brasília: Ipea, 2019.

TALENTO, Aguirre. *Ex-vice da Caixa diz que dez empresas lhe deram propina*. **Folha de S.Paulo**, 2016. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/poder/2016/07/1788228-ex-vice-da-caixa-diz-que-dez-empresas-lhe-deram-propina.shtml>>. Acesso em: jun 2022.



idn

Bo
pro
cit
ref
Nos
são

idp

A ESCOLHA QUE
TRANSFORMA
O SEU CONHECIMENTO