

idp

idn

MESTRADO PROFISSIONAL

EM ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA

**ACOMPANHAMENTO DE PROJETOS FINANCIADOS PELO
FI-FGTS.**

ROBERTO DE SOUZA MONTEIRO

Brasília-DF, 2023

ROBERTO DE SOUZA MONTEIRO

**ACOMPANHAMENTO DE PROJETOS FINANCIADOS
PELO FI-FGTS.**

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

Orientador

Professor Doutor Humberto Falcão Martins

Brasília-DF 2023

ROBERTO DE SOUZA MONTEIRO

ACOMPANHAMENTO DE PROJETOS FINANCIADOS PELO FI-FGTS.

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

Aprovado em 31 / 10 / 2023

Banca Examinadora

Prof. Dr. Humberto Falcão Martins - Orientador

Prof. Dr. Mathias Schneid Tessmann

Prof. Dr. Paulo Marques

Cutter Sobrenome, Nome
 Título: subtítulo / Nome dos Autores. – Brasília: IDP, 2022.

00 p.
Inclui bibliografia.

Trabalho de Conclusão de Curso (Tese/Dissertação) – Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa – IDP, Curso de XXX, Brasília, 2021.
Orientador: Prof(a). Esp., Ms. (ou Me) ou Dr. Nome Completo do Orientador.

1. Palavra- chave. 2. Palavra- chave. 3. Palavra- chave. I. Título.

CDD: XXX

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

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo investigar a estrutura de controle e monitoramento dos projetos financiados com recursos do Fundo de Investimento e a de governança estabelecida pelo acionista (FI-FGTS) para acompanhar a implementação dos projetos até serem finalizados com os retornos esperados. Por meio da revisão literária e análise de conteúdo, foi possível compreender como a estrutura de controle e acompanhamento dos projetos influenciam a consecução dos resultados esperados e identificar os principais obstáculos que comprometem efetividade do retorno dos investimentos. Com a metodologia utilizada foi possível mapear os controles e indicadores utilizados pelas empresas investidas para acompanhar a execução dos projetos. Além disso, verificou-se a situação atual da estrutura administrativa da área de gestão do fundo responsável pelo acompanhamento da implantação dos projetos. Os resultados obtidos contribuíram para a compreensão dos mecanismos de controle existentes e para subsidiar a melhoria do processo de gestão dos projetos financiados pelo fundo. O resultado deste trabalho pode auxiliar os gestores da área de fundos estruturados a avaliarem a possibilidade de adotarem, em seu processo de gestão, uma estrutura simplificada para o acompanhamento dos projetos até o final, materializando o retorno do investimento, conforme o planejado, com vistas a minimizar os riscos da alocação de recursos públicos em projetos privados.

Palavras-chaves: Controle. Efetividade. Eficiência. FI-FGTS. Gestão de Projetos. Governança Corporativa. Indicadores. Retorno dos Investimentos. Riscos.

ABSTRACT

The present work aims to investigate the control and monitoring structure of projects financed with resources from the Investment Fund and the governance structure established by the shareholder (FI-FGTS) to monitor the implementation of projects until they are completed with the expected returns. Through literary review and content analysis, it was possible to understand how the project control and monitoring structure influences the achievement of expected results and identify the main obstacles that compromise the effectiveness of the return on investments. With the methodology used, it was possible to map the controls and indicators used by the invested companies to monitor the execution of projects. Furthermore, the current situation of the administrative structure of the fund management area responsible for monitoring the implementation of projects was verified. The results obtained contributed to the understanding of existing control mechanisms and to support the improvement of the management process of projects financed by the fund. The result of this work can help managers in the structured funds area to evaluate the possibility of adopting, in their management process, a simplified structure for monitoring projects until the end, materializing the return on investment, as planned, with a view to to minimize the risks of allocating public resources to private projects.

Keywords: Control. Corporate Governance. Effectiveness. Efficiency. FI-FGTS. Indicators. Project Management. Return on Investments. Risk.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....9

2. REFERENCIAL TEÓRICO..... 13

- 2.1 Setor de Infraestrutura..... 13
- 2.2 Industria de fundos de investimentos..... 15
- 2.3 Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FI-FGTS..... 19
- 2.4 Riscos inerentes às operações do FI-FGTS..... 24
- 2.5 Comitê de Investimento25
- 2.6 Regimento Interno do Comitê de Investimentos do FI-FGTS. 27
- 2.7 Mecanismos de controle – acompanhamento dos Projetos financiados.28
 - 2.7.1 Atividades em nível de gestão. 28
 - 2.7.2 Gestão de Projetos..... 30
- 2.8 Roteiro de Informações, antiga “Chamada Pública”32

3. METODOLOGIA 34

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS 39

- 4.1 Carteira de investimentos em participação societária (*Equity*)..... 39
- 4.2 Entrevistas 40
- 4.3 Sobre o acompanhamento dos projetos financiados com recursos do FI-FGTS por meio de aquisição de participação societária (*equity*). 45

5. CONCLUSÃO..... 49

REFERÊNCIAS 52



1

INTRODUÇÃO

O Fundo de Investimentos do FGTS (FI-FGTS) tem desempenhado um papel significativo no financiamento de projetos de infraestrutura no Brasil, com o objetivo de impulsionar o crescimento econômico e promover a geração de empregos. Por meio do FI-FGTS, recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) são direcionados para investimentos em setores estratégicos como energia, transporte, saneamento e habitação, proporcionando o desenvolvimento de obras e empreendimentos que seriam inviáveis sem essa fonte de financiamento.

No entanto, a implementação desses projetos requer uma estrutura sólida de controle por parte da governança da empresa investida e dos acionistas, a fim de garantir o sucesso dos investimentos e minimizar os riscos envolvidos. A governança corporativa de empresas investidas precisa desempenhar um papel fundamental nesse contexto, assegurando que os recursos sejam alocados de forma eficiente, os projetos sejam bem gerenciados e os interesses dos investidores, trabalhadores e da sociedade sejam devidamente considerados.

Neste estudo, busca-se analisar a efetividade da implementação dos projetos financiados com recursos do FI-FGTS, com foco no papel da governança estabelecida pelo acionista (Fundo de Investimento) e nos desafios enfrentados nesse processo. Assim o presente estudo trata efetividade sob à ótica do retorno do investimento dos projetos, uma vez que é um conceito multidimensional e pode ser abordado por diversas perspectivas e levar a interpretações variadas.

Kaplan e Norton (*The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, 1996) destacam a importância de medir o desempenho de projetos não apenas por meio de indicadores financeiros, mas também sob as perspectivas dos clientes, processos internos e aprendizado e crescimento.

Mark H. Moore (*Criando Valor Público: Gerenciamento Estratégico no Governo*, 1995), aborda a efetividade no âmbito público de como os projetos podem criar valor para a sociedade, considerando aspectos como eficiência, eficácia e equidade.

Para Joseph Stiglitz, Amartya Sen e Jean-Paul Fitoussi (Mismeasuring Our Lives, 2009), a efetividade deve considerar a geração de bem-estar social, qualidade de vida e sustentabilidade e não apenas os aspectos financeiros e de crescimento econômico. Pinto, J. K. (2014), define eficiência como sendo a relação entre os resultados obtidos e os recursos utilizados. Ele argumenta que a eficiência é uma medida importante do sucesso de um projeto, pois permite que os projetos sejam executados com o mínimo de recursos.

Por meio da revisão literária e análise de conteúdo, pretende-se compreender como a estrutura de controle e acompanhamento dos projetos influenciam a consecução dos resultados esperados, além de identificar os principais obstáculos que podem comprometer a efetividade desses investimentos.

O objeto do trabalho é investigar a estrutura de controle e monitoramento dos projetos e como eles são finalizados com os retornos esperados. Questão de pesquisa: como a governança corporativa e os mecanismos de controle influenciam a implementação dos projetos financiados pelo Fundo de Investimento?

O presente trabalho adotou uma abordagem metodológica baseada em pesquisa qualitativa, utilizando estudo de caso para investigar o impacto do controle na implementação dos projetos financiados pelo FI-FGTS. Por meio de entrevistas semiestruturadas e análise de dados, por meio de análise de conteúdo, busca-se compreender os mecanismos e as melhores práticas utilizadas no acompanhamento da implementação dos projetos.

O resultado pretendido, com o desenvolvimento desse trabalho, é poder contribuir com o conhecimento sobre a efetividade dos controles para acompanhar a implementação dos projetos, identificando os principais fatores que minimizem o risco da não conclusão do projeto e contribuam para proporcionar o retorno do investimento para os acionistas.

Com base na análise dos dados coletados, pretende-se fornecer *insights* para tornar o processo de acompanhamento de projetos mais eficiente e direcionado, além de estimular novas pesquisas e debates acadêmicos sobre a importância do acompanhamento pelo acionista de todo o ciclo de vida do projeto.

No entanto, é importante ressaltar que este estudo possui algumas limitações. A natureza qualitativa da pesquisa e o foco em um

único caso limitam a generalização dos resultados. Recomenda-se, portanto, que futuras pesquisas expandam a amostra e adotem abordagens metodológicas mais abrangentes.

Para compreender os mecanismos de controle utilizados para acompanhar a implementação dos projetos de investimentos em participação societária, serão avaliados o Regulamento do FI-FGTS e o Regimento Interno do Comitê de Investimentos do FI-FGTS. A análise dessas informações permitirá identificar os controles utilizados e possíveis oportunidades para agregar valor ao processo de controle, minimizando os riscos relacionados ao retorno dos investimentos.



2

REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Setor de Infraestrutura

De acordo com informações divulgadas pelo Ministério da Economia¹, os investimentos em projetos de infraestrutura no Brasil, no período de 2000 a 2022, totalizaram cerca de R\$ 1,7 trilhão. Deste total, R\$ 1,2 trilhão foi investido pelo setor público e R\$ 500 bilhões pelo setor privado. Só o setor de transporte consumiu um total de R\$ 880 bilhões de investimentos, seguidos pelos de energia e de saneamento, que obtiveram recursos da ordem de R\$ 520 bilhões e R\$ 300 bilhões, respectivamente, para seus projetos.

O setor de transporte foi o que mais recebeu investimentos, do total de R\$ 880 bilhões, R\$ 570 bilhões foram investidos em rodovias, R\$ 200 bilhões, em ferrovias e R\$ 110 bilhões, em portos e aeroportos. Já o setor de energia foi o segundo que mais recebeu investimentos nesse período, com um total de R\$ 520 bilhões, sendo R\$ 200 bilhões, investidos em geração de energia, R\$ 220 bilhões, em transmissão de energia e R\$ 100 bilhões, em distribuição de energia.

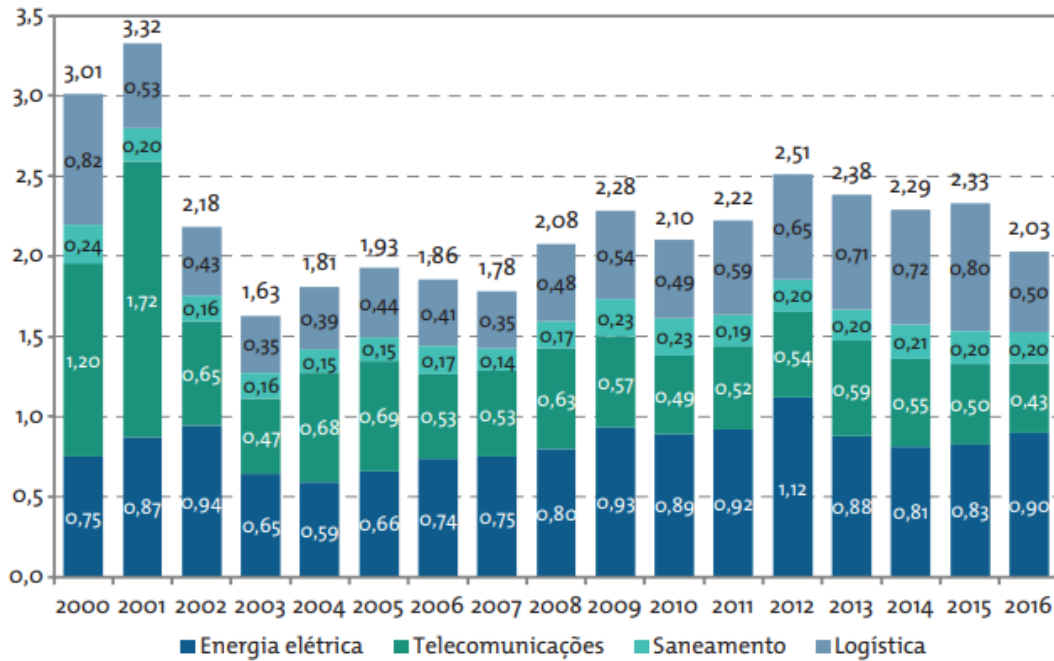
Os investimentos no setor de saneamento foram em torno de R\$ 300 bilhões, sendo R\$ 150 bilhões destinados a projetos de abastecimento de água, R\$ 100 bilhões, para projetos de esgotamento sanitário e R\$ 50 bilhões, para manejo de resíduos sólidos.

De 2008 a 2013, o Brasil investiu 2,5% do PIB no setor de Infraestrutura, enquanto a média mundial foi de 3,4% do PIB, conforme estudo elaborado pelo McKinsey Global Institute (WOETZEL et al., 2016). De acordo com o BNDES, a taxa brasileira foi de 2,3%, menor do que a média mundial em igual período (O BNDES e o investimento: 2000 a 2016, 2018).

Verifica-se, por meio do gráfico abaixo, elaborado pelo BNDES (O BNDES e o investimento: 2000 a 2016, 2018), que os investimentos médios, no período 2000-2016, de 0,19% em saneamento e de 0,54% em logística foram muito baixos.

¹ Site: <https://www.gov.br/economia/pt-br>

Taxa de investimento em infraestrutura por setor (% PIB, preços correntes)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados de IBGE e BNDES.

Nota: Valores arredondados automaticamente pelo programa.

Apesar do volume de recursos destinados aos projetos de infraestrutura, o Brasil vem enfrentando vários problemas, tais como, restrições fiscais significativas, que limitaram a capacidade do governo de financiar projetos de infraestrutura de forma direta, e desafios regulatórios e burocráticos, que acabam afetando a atração de investimentos para projetos de infraestrutura. Somados a isso, a falta de recursos públicos e a complexidade dos projetos de infraestrutura, que exigem planejamento e execução eficientes, são desafios que precisam ser superados pelo Brasil. Outra questão importante diz respeito à insegurança jurídica, fator que dificulta a atração de investimentos privados nacional e internacional em infraestrutura.

No intuito de contornar os problemas e desafios, o governo tem procurado estabelecer parcerias público-privadas (PPP) para desenvolver e financiar projetos de infraestrutura. Essas parcerias contam com investimentos do setor privado em projetos de infraestrutura em troca de concessões de longo prazo para operar e lucrar com esses projetos. Outras duas iniciativas importantes, que vêm sendo promovidas pelo Ministério da Economia, dizem respeito à simplificação do processo de licenciamento de projetos de

infraestrutura e ao fortalecimento do setor privado, para que este possa desempenhar um papel mais importante no desenvolvimento da infraestrutura do país.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), historicamente, desempenha um papel importante no financiamento de projetos de infraestrutura no Brasil, oferecendo empréstimos a taxas favoráveis. No entanto, a instituição passou por mudanças em sua política de financiamento, o que levou o governo a definir outras possibilidades para destinar recursos para o setor de infraestrutura.

Uma das formas encontradas pelo governo, foi a tentativa de atrair investidores estrangeiros para participar de projetos de infraestrutura, especialmente em setores como energia, transporte e saneamento. Alguns setores de infraestrutura, como energia renovável e logística, têm atraído mais investimentos devido a políticas e regulamentações favoráveis.

Há expectativa que em 2023, os investimentos em infraestrutura no Brasil cheguem ao total de aproximadamente R\$ 1,7 trilhão. Importante destacar os principais projetos de infraestrutura que se encontram em andamento no país, conforme segue:

Rodovia Transnordestina: rodovia que ligará o Nordeste ao Norte do Brasil; (b) Nova Ferrogrão: ferrovia que ligará o Mato Grosso ao Pará; (c) Termelétricas a gás natural: conjunto de usinas termelétricas que serão construídas no Brasil; (d) dentre outros, como os projetos de saneamento básico, que visam melhorar o saneamento no país.

O BNDES estima que o Brasil precisará fazer investimentos entre R\$ 3 trilhões a R\$ 3,5 trilhões em infraestrutura nos próximos 10 anos, nos setores de transporte, energia, saneamento e logística. Para atender a essa demanda, os investimentos em infraestrutura precisam crescer de R\$ 500 bilhões a R\$ 550 bilhões por ano.

2.2 Indústria de fundos de investimentos

Os fundos de investimentos foram admitidos no Brasil a partir da Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965, a qual disciplina e determina que estes dependem de prévia autorização do Banco Central e devem seguir as normas da Conselho Monetário Nacional (CMN). A regulação

desses fundos é responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução nº 555 de 17 de dezembro de 2014 (Mariane Lima, 2022).

Importante lembrar que um fundo de investimento é uma comunhão de recursos de investidores individuais e/ou institucionais, constituído sob a forma de condomínio, que pode ser aberto (quando os investidores podem resgatar suas cotas ao longo do prazo de duração) e fechado (no qual o resgate se dá ao término do prazo de duração do fundo), destinados a aplicar tais recursos em ativos financeiros, a exemplo de debêntures, ações, títulos públicos etc. (SILVA, 2019), (apud Mariane Lima, 2022).

A Instrução CVM nº 606, de 25 de março de 2019, é específica para os fundos de investimentos em infraestrutura, estabelece requisitos para sua constituição, funcionamento e administração. Segundo a CVM, a regulamentação e a fiscalização dos fundos de investimentos em infraestrutura são essenciais para proteger os investidores e garantir a transparência e a segurança desses investimentos.

De acordo com o Ministério da Economia, no período compreendido entre 2000 e 2022, o BNDES foi o principal financiador de projetos de infraestrutura no país, por meio de empréstimos, garantias e participações societárias, seguido pelos bancos comerciais que também oferecem empréstimos e garantias para projetos de infraestrutura de menor porte.

Os fundos de *private equity* e de infraestrutura são importantes investidores especializados que buscam retornos em investimentos de longo prazo, o primeiro, investe em projetos de maior porte, enquanto o segundo, em projetos de todos os portes. Além desses, há os fundos de *venture capital*, que buscam investir em empresas em estágio inicial de desenvolvimento, como por exemplo nas empresas inovadoras de infraestrutura, e os de investimentos imobiliários que podem investir em infraestrutura urbana.

A seguir, alguns exemplos de fundos de investimentos em infraestrutura:

- Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIPI): fundo de investimento em participações societárias que tem por objetivo investir em projetos de infraestrutura no país, é composto por

recursos do governo federal, de bancos comerciais e de investidores privados.

- Fundo de Investimento em Infraestrutura (FII): fundo de investimento imobiliário que tem por objetivo investir em projetos de infraestrutura, como rodovias, ferrovias, aeroportos e portos, são geridos por instituições financeiras e são compostos por recursos de investidores privados.
- Fundo de *Private Equity*: são fundos de investimento que buscam retornos acima da média em investimentos de longo prazo, investem em projetos de infraestrutura, principalmente em projetos de maior porte.

Abaixo, alguns fundos de *private equity* que investiram em projetos de infraestrutura, que incluem rodovias, ferrovias, aeroportos, portos, geração de energia e saneamento básico, no país, no período de 2000 a 2022:

- BR Partners - rodovias, ferrovias, aeroportos, portos, geração de energia e saneamento básico. Ex. projetos de concessão da rodovia BR-116 e da rodovia BR-381/402 e projeto de concessão do aeroporto de São Paulo (GRU).
- Itaú BBA – transporte (rodovias, ferrovias e aeroportos). Ex. projetos de concessão da rodovia BR-101 e da rodovia BR-262 e no projeto de concessão do aeroporto de Fortaleza (FOR).
- XP Investimentos – energia (geração de energia solar e eólica). Ex. projetos de construção de uma usina solar fotovoltaica no Ceará, de uma usina eólica na Bahia e de uma usina hidrelétrica no Rio Grande do Sul.

- Gavea Investimentos - infraestrutura de saneamento básico. Ex. projetos de concessão do sistema de saneamento básico de São Paulo, do Rio de Janeiro e de Belo Horizonte.
- BTG Pactual - rodovias, ferrovias, aeroportos, portos, geração de energia e saneamento básico. Ex. projeto de expansão da malha ferroviária do Brasil, no projeto de modernização dos portos brasileiros e no projeto de construção de novas linhas de transmissão de energia elétrica

O quadro abaixo, apresenta os valores investidos no Brasil, no período de 2000 a 2022, por meio dos principais fundos de investimento:

Investimentos realizados pelos Fundos no período de 2000 a 2022

| Fundo | Setor | Vr investido (R\$ bi) |
|---------------------|-------------------|-----------------------|
| BR Partners | Todos os setores | 17,5 |
| Itaú BBA | Transporte | 12,2 |
| XP Investimentos | Energia | 6,7 |
| Gavea Investimentos | Saneamento básico | 4,8 |
| BTG Pactual | Todos os setores | 12,4 |

Fonte: CVM

Já o quadro a seguir, apresenta os valores investidos por meio dos fundos de investimentos de infraestrutura por setor:

| Setor | Vr investido (R\$ bi) | Participação (%) |
|-------------------|-----------------------|------------------|
| Todos os setores | 43,6 | 100 |
| Transporte | 29,1 | 67,0 |
| Energia | 15,0 | 34,9 |
| Saneamento básico | 11,5 | 26,4 |

Fonte: CVM

Verifica-se no quadro acima que, no período de 2000 a 2022, o setor de transporte foi o que mais atraiu investimentos, seguido pelos setores de energia e saneamento básico.

2.3 Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FI-FGTS2.

O Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) foi criado por autorização da Lei nº 11.491, de 20 de junho de 2007, é constituído nos termos disciplinados pela Resolução CVM nº 82, de 29 de março de 2022, e por resoluções do Conselho Curador do FGTS, sob a forma de condomínio aberto, com prazo de duração indeterminado, regido por um Regulamento e pelas disposições legais e regulamentares que lhe forem aplicáveis.

O FI-FGTS possui patrimônio próprio, segregado do patrimônio do FGTS, e tem por objetivo proporcionar a valorização das cotas por meio da aplicação de seus recursos na construção, reforma, ampliação ou implantação de empreendimentos de infraestrutura em rodovias, portos, hidrovias, ferrovias, aeroportos, energia e saneamento e em empreendimentos complementares ao funcionamento finalístico da atividade-matriz.

O Fundo destina-se a receber aplicações de recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e, quando autorizado pelo Conselho Curador do FGTS, de Fundos de Investimento em Cotas do FI-FGTS, conforme previsto no artigo 5º, inciso XIII, alínea "i", da Lei nº 8.036, de 11 de maio de 1990, com a redação dada pela Lei nº 11.491, de 20 de junho de 2007.

O FI-FGTS poderá participar de projetos contratados sob a forma de parcerias público-privadas (PPP), instituído pela Lei nº 11.079, de 30 de dezembro de 2004, desde que atendidas as condições estabelecidas no Regulamento.

Os investimentos do FI-FGTS são realizados nas seguintes modalidades de ativos financeiros e/ou participações:

- a) Instrumentos de Participação Societária;
- b) Debêntures, notas promissórias e outros Instrumentos de Dívida corporativa;
- c) Cotas de fundo de investimento imobiliário;
- d) Cotas de fundo de investimento em direitos creditórios;
- e) Cotas de fundo de investimento em participações;
- f) Certificados de recebíveis imobiliários;

² Site: <https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/fundo-investimento.aspx>

- g) Contratos derivativos;
- h) Títulos públicos federais; e
- i) Cotas de fundos incentivados de investimento em infraestrutura.

Os investimentos nos ativos financeiros referidos nos itens "a" e "b" são condicionados a que as sociedades emissoras tenham suas demonstrações contábeis anuais auditadas por auditor independente registrado pela CVM. Os investimentos nos ativos referidos nos itens "c" a "f" serão condicionados a que estes ativos sejam registrados pela CVM. Os investimentos em contratos derivativos referidos no item "g" terão por finalidade a proteção dos demais ativos integrantes da carteira do FUNDO. As Disponibilidades do FUNDO serão aplicadas em títulos públicos federais - TPF e/ou em operações compromissadas lastreadas em TPF.

Importante destacar que o FI-FGTS realiza investimentos nos setores-alvo e não se enquadra como um agente financiador ou ente creditício, mas sim como um agente investidor, que se sujeita às regras de mercado estabelecidas pela CVM.

O FI-FGTS é administrado, gerido e representado judicial e extrajudicialmente pela Caixa Econômica Federal.

Compete à Administradora a gestão do patrimônio do Fundo, 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 títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do Fundo, inclusive o de promover medidas judiciais e administrativas, votação em assembleias gerais e especiais, abertura e movimentação de contas bancárias, aquisição e alienação de títulos pertencentes ao Fundo, desde que observadas as restrições impostas pelo Regulamento, além de:

- a) representar o FUNDO nos comitês dos fundos investidos, em assembleias de debenturistas, de credores e acionistas;
- b) avaliar viabilidade econômico-financeira dos ativos a serem investidos;
- c) negociar e celebrar acordos prévios e finais de investimento;
- d) controlar o cumprimento das obrigações de investimento dos tomadores de recursos;

- e) executar atos societários necessários às atividades da empresa investida;
- f) administrar o retorno dos investimentos realizados com recursos de terceiros;
- g) elaborar proposta de desinvestimento dos fundos/ativos geridos;
- h) propor estratégias para negociações e diretrizes para abertura de capital em companhias investidas, com vistas à consecução do desinvestimento;
- i) controlar fluxo de desembolso dos recursos investidos nos projetos;
- j) renegociar dívidas e participações dos fundos de investimento;
- k) promover a execução de garantias reais, extrajudiciais ou judiciais, em ativos inadimplidos.

Poderá, ainda, proceder à contratação de terceiros legalmente habilitados para a prestação de serviços relativos às atividades do Fundo.

Em relação ao acompanhamento dos projetos financiados com recursos do FI-FGTS, verifica-se, dentre as responsabilidades acima, as de controle dos desembolsos dos recursos investidos.

Um ponto importante a destacar no processo de gestão dos investimentos em participação societária diz respeito aos conflitos gerados entre os acionistas, no caso, entre o Fundo, como minoritário, e demais sócios), conhecido como conflito gerado entre principal-principal. La Porta, Lopes de Silanes e Shleifer, 1999, (apud Fernanda Severo e Maria Laura, 2023), o conflito entre principais ocorre quando o poder se concentra nas mãos de um único acionista e não há um ambiente institucional e um sistema de governança desenvolvidos.

Para Silveira, Barro e Famá, 2008, (apud Fernanda Severo e Maria Laura, 2023), a concentração acionária é apontada como a principal causa de conflito entre acionistas, principalmente entre controladores e não controladores, já que está relacionada com o controle e propriedade das organizações. Peng e Sauerwald, 2012, (apud Pinheiro et al., 2019), (apud Fernanda Severo e Maria Laura, 2023), consideram três hipóteses para o surgimento de conflito entre principais, a) presença de acionista ou blocos controladores; b) baixa proteção legal aos acionistas minoritários; e c) direitos de voto e propriedade do

controlador divergentes, e, destacam que os conflitos podem trazer consequências graves para as organizações, como uma gestão fraca devido ao emprego de membros desqualificados.

Fernanda Severo e Maria Laura, 2023, destacam que para mitigar os conflitos de agência, tanto entre principal-principal, quanto entre agente-principal, surgiu a Governança Corporativa, que busca proporcionar maior proteção aos acionistas (Pinheiro et al., 2019).

Outra questão relacionada a conflitos, diz respeito à Teoria da Agência, que, de acordo com Morellec, Nikolov & Schurhoff (2018), foca no relacionamento entre o principal (acionistas) e o agente (gerentes) e suas prioridades de interesse. É importante atentar aos limites do processo de controle estratégico entre o acionista e a empresa investida. Lazzarini, Musacchio e Pardengler (2013), destacam que a presença do estado como acionista nas empresas brasileiras, que impõe diversos desafios do ponto de vista da governança corporativa, principalmente, em decorrência dos problemas de agência, pode ser substancialmente amplificado.

A Governança Corporativa, segundo o Código de Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.

Dentre os princípios básicos de Governança Corporativa, quais sejam, Transparência, Equidade, Prestação de Contas (*accountability*) e Responsabilidade Corporativa, este último nos alerta sobre as questões relacionadas ao zelo pela viabilidade econômico-financeira das organizações, redução das externalidades negativas dos negócios e operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos.

Dentre os conselhos e comitês que compõem a Governança, o Conselho de Administração (CA) é o principal elemento da governança, responsável pelo monitoramento da administração. Edalcio Koitiro e Wilson Toshiro, 2018, fazem referência a Ararat, Aksu, & Cetin, 2015 e Dahya, Dimitrov, & McConnell, 2008, ao destacarem que os conselhos têm sido o foco dos esforços para melhorar a governança corporativa (Stiles & Taylor, 2001), especialmente em mercados em que o

monitoramento externo é deficiente. Por consequência, aumenta também a expectativa em relação à atuação dos conselheiros e sua influência nas decisões corporativas.

Geralmente a composição e as características dos conselheiros de administração, as regras para indicação, conhecimentos necessários, constam dos estatutos das empresas, porém nem sempre fica muito claro se o conselheiro deve ser um profissional de mercado, que tenha atuado numa empresa do mesmo setor ou com conhecimento financeiro ou um tecnocrata com viés político ou somente um político de carreira.

Conforme Edelcio Koitiro e Wilson Toshiro, 2018, entender os impactos da diversidade do conselho, em seu sentido mais amplo, contemplando não apenas a diversidade de gênero, mas também a diversidade estrutural do conselho, a diversidade social e a diversidade ocupacional do conselho, torna-se fator relevante nos estudos de decisões corporativas.

Em seu Artigo Diversidade do Conselho de Administração e a Estrutura de Capital, de 2018, Edelcio Koitiro e Wilson Toshiro citam que, de acordo com Hillman, 2015, p. 104, “o processo de tomada de decisão melhora com a diversidade”. Destacam que o papel do CA tem ganhado notoriedade e tende a influenciar mais ainda as análises dos investidores. Nesse sentido, “entender o CA é vital, tanto para o entendimento do comportamento corporativo como em relação à definição de políticas que governam as atividades corporativas” (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010).

Propuseram como objetivo de pesquisa “determinar a influência da diversidade do conselho nas decisões de estrutura de capital das empresas, e a hipótese básica de pesquisa testada foi: “Há um relacionamento positivo entre a diversidade geral do conselho e o nível de endividamento da empresa”. A seguir, as principais conclusões fruto de seu trabalho:

que a diversidade por meio da *expertise*, experiência, relacionamento e legitimação produz melhoria no monitoramento por parte do CA.

que a diversidade influencia o endividamento positivamente por meio de melhoria no processo de monitoramento.

os resultados das pesquisas de Harford, Li e Zhao (2008) indicam que CAs fortes estão positivamente associados com alavancagem e negativamente associados com o uso de dívidas de longo prazo.

os estudos de Mendes-da-Silva, Famá e Martelanc (2007) foram inconclusivos em relação à composição do CA e eventuais influências nos níveis de endividamento. Quando não há dualidade do CEO, ou seja, quando o presidente do CA é externo à companhia, as empresas apresentam menor índice de endividamento de curto prazo.

Silva, Santos e Almeida (2011) indicam que as empresas com melhores práticas de governança em relação ao CA tendem a usar mais dívidas de curto prazo e menos dívidas de longo prazo.

o IBGC, por meio de seu Código de Melhores Práticas, recomenda que “o conselho de administração deve ser composto tendo em vista a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero” (IBGC, 2015, p.42). O entendimento geral é de que os conselheiros independentes, ou seja, aqueles sem vínculos familiares, de negócio, ou qualquer outro tipo de relacionamento com controladores ou executivos, representam diversidade na estrutura do CA.

2.4 Riscos inerentes às operações do FI-FGTS

Os investimentos feitos pelo FI-FGTS estão expostos aos riscos de mercado e setorial, além dos fatores econômicos e conjunturais (condições macroeconômicas e microeconômicas, políticas nacionais e internacionais, descumprimento de condições e obrigações por parte de contrapartes e emissores) que influenciam as atividades e a performance desses investimentos.

O FI-FGTS está sujeito, também, a outros riscos tais como moratórias, mudança nas regras aplicáveis aos ativos financeiros investidos, alteração na política monetária, aplicações ou resgates significativos (exigência de liquidez), os quais, caso materializados, poderão causar impacto negativo sobre a rentabilidade do Fundo.

Com o objetivo de mitigar os riscos, a área de gestão do FI-FGTS monitora constantemente os riscos que os ativos investidos estão expostos.

Em relação aos projetos, estes são acompanhados, conforme os instrumentos legais que o regem, bem como o cumprimento das obrigações assumidas pelas companhias investidas, por meio de relatórios elaborados pelas companhias e por assessores contratados, inclusive conforme previsto em instrumentos das operações e acordos de investimento. Este monitoramento envolve observar o contexto de mercado e seus impactos sobre as empresas investidas, bem como a capacidade da empresa investida arcar com o custo de dívidas e obrigações.

2.5 Comitê de Investimento 3

O FI-FGTS conta com um Comitê de Investimento, composto por 12 (doze) membros e respectivos suplentes, ao qual compete, dentre outras atribuições, deliberar sobre propostas de investimento e acompanhar as diretrizes a serem seguidas pelo FI-FGTS, com relação a sua política de investimentos.

Seus membros são técnicos aprovados e designados pelo Conselho Curador, a partir de indicação dos órgãos e entidade de Governo e das bancadas da Sociedade Civil que o integram e têm mandato de 3 anos, admitida uma única recondução sequencial. A presidência do Comitê é rotativa, sendo o presidente eleito dentre os seus membros, com prazo do mandato de um ano.

Composição do Comitê de Investimento

Representantes da Bancada do Governo

| Entidade Representante | Representante Titular | Representante Suplente |
|--|---|---|
| Ministério da Economia | VAGO VAGO BRUNO BATISTA MELIN - Vice-Presidente | VAGO VAGO ANDRÉ AUGUSTO CORSETTI MARTINS |
| Ministério do Desenvolvimento Regional | GUSTAVO PICCININI DULLIUS | VAGO |

³ Site: <https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/fundo-investimento.aspx>

| Entidade Representante | Representante Titular | Representante Suplente |
|--|---|-----------------------------------|
| Ministério da Infraestrutura | VAGO | FILIFE BRAND |
| Casa Civil da Presidência da República | MARIANA PRADO FRANCESCHI DE ANDRADE | CARLOS ANTONIO LOPES DE ARAUJO |

Representantes da Bancada dos Trabalhadores

| Representante Titular | Representante Suplente |
|--------------------------------|-------------------------------|
| CLAIR SPANHOL | VAGO 1º SUPLENTE |
| SÉRGIO EDUARDO ARBULU MENDONÇA | VAGO 2º SUPLENTE |
| VAGO | VAGO 3º SUPLENTE |

Representantes da Bancada dos Empregadores

| Representante Titular | Representante Suplente |
|------------------------------------|-------------------------------|
| ANDRÉ LUIZ FERRO DE OLIVEIRA | VAGO 1º SUPLENTE |
| TEREZA CHRISTINA COELHO CAVALCANTI | VAGO 2º SUPLENTE |
| CESAR CARLOS WANDERLEY GALIZA | VAGO 3º SUPLENTE |

Fonte: consulta ao site da CAIXA em 19/05/2023:

<https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/fundo-investimento.aspx>

Conforme definido na Resolução do Conselho Curador do FGTS, nº 986, de 15 de dezembro de 2020, no Capítulo VIII, que aborda as obrigações da Administradora, o inciso VI do art. 32, trata da divulgação no Sítio do FGTS:

- a) o calendário de reuniões;
- b) a ordem do dia, contendo os assuntos em pauta e, no caso de propostas de investimento, a descrição de, pelo menos, o nome da empresa, setor, valor e instrumento envolvido;
- c) extrato de ata, contendo os assuntos discutidos, o quórum de deliberação, com registro nominal dos votos de cada um de seus membros e, no caso de propostas de

- investimento, a descrição de, pelo menos, o nome da empresa, setor, valor e instrumento envolvido;
- d) os papéis e as responsabilidades dos vários agentes do FUNDO (administradores, gestores, custodiantes, comitê de investimento, empresas, cotistas);
 - e) os requisitos dos Administradores, gestores e custodiantes do FUNDO;
 - f) as diretrizes, critérios e requisitos exigidos para conselheiros das empresas investidas indicados pela ADMINISTRADORA;
 - g) a relação de empresas investidas com endereços eletrônicos para acesso às suas respectivas páginas institucionais na internet e um breve resumo das participações do FUNDO;
 - h) o fluxo de governança interna relativa à análise das propostas de investimentos.

2.6 Regimento Interno do Comitê de Investimentos do FI-FGTS⁴.

O CI FI-FGTS tem por finalidade deliberar sobre os investimentos e desinvestimentos do FUNDO.

Dentre os assuntos, destacam-se:

“Artigo 9º - São atribuições do Comitês de Investimento:

...

II - acompanhar as diretrizes a serem seguidas pelo FUNDO com relação à sua política de investimentos;

...

IV - acompanhar a performance do FUNDO por meio de relatórios de governança e de gestão elaborados pela ADMINISTRADORA do FUNDO acerca do desempenho dos ativos integrantes de sua carteira;

...

⁴ Art. 9º extraído do Regulamento do FI-FGTS constante do endereço: https://www.caixa.gov.br/Downloads/fundo-investimento-fgts-regulamento/2022_12_20_REGULAMENTO_FI_FGTS.pdf

VI - supervisionar as atividades previamente aprovadas pelo Comitê de Investimento e executadas pela ADMINISTRADORA;

...

XIV - tomar conhecimento das propostas de investimento em análise, consideradas aquelas aprovadas na seleção realizada pela ADMINISTRADORA para continuidade dos estudos, por meio de relatório detalhado a ser apresentado a cada reunião.

XV - aprovar as diretrizes, critérios e requisitos dos indicados pela ADMINISTRADORA para representar o FUNDO nas empresas investidas.

O Regimento Interno do CI FI-FGTS aborda de forma macro a importância do controle dos ativos do Fundo, no entanto, ao analisar a atribuição do Comitê, descrita no item IV acima, fica subentendido que cabe ao Administrador a responsabilidade pela definição do regimento para acompanhar a execução dos projetos, uma vez que necessita gerar relatórios de governança e de gestão para subsidiar o Comitê com informações sobre o desempenho dos ativos.

2.7 Mecanismos de controle – acompanhamento dos Projetos financiados.

2.7.1 Atividades em nível de gestão.

A seguir, atividades de gestão que são executadas durante a implementação do projeto:

Administrar o retorno dos investimentos:

- Controlar o fluxo de desembolso dos recursos investidos nos projetos (nos investimentos por meio da participação societária).
- Acompanhar indicadores de risco da operação (investimento feito em participação societária).

- Elaborar *valuation* para os investimentos em participação acionária.

As empresas investidas encaminham Relatórios Periódicos de Acompanhamento e de Comprovação Final de Investimento, além de outras informações que sejam necessárias ao monitoramento, inclusive conforme instrumentos constituintes das operações. Os relatórios contemplam informações sobre o status do projeto, aplicação dos recursos, desempenho financeiro e aspectos sociais.

Para o projeto com mais de um financiador ou acionista, é utilizado o laudo emitido por empresa especializada para acompanhamento de todos os participantes ou da maioria dos participantes.

Relatório de comprovação de investimento apresentado por auditor independente atesta termos e condições previstos nos instrumentos da operação.

O parecer do auditor externo deve conter informação que os gastos avaliados estavam de acordo com (a) o plano de negócios, (b) o regulamento do FIFGTS e (c) a política de investimento da companhia (caso exista); atendimento ao prazo inicial e final de investimento; e asseguarção que o investimento foi realizado em CAPEX.

Os indicadores operacionais, contábeis e econômicos: (P/L; P/VP; P/EBIT; P/EBITDA; PSR; P/ATIVOS; P/CAPITAL DE GIRO; LPA; VPA; MARGEM BRUTA; MARGEM LÍQUIDA; EBIT/ATIVO; ROI; EV/EBIT; dentre outros) são acompanhados.

Para os investimentos por meio de participação societária (*equity*), é feito o acompanhamento do indicador que demonstre a relação entre o valor atribuído por meio de laudo de avaliação do valor justo da participação do FI-FGTS, conforme previsto no CPC 46 – Mensuração do Valor Justo, e o valor de aquisição da participação na companhia (Indicador CPC46) e a Estrutura de Capital em termos percentuais.

Calcula-se TIR, VPL e outros indicadores com base nos recebimentos de dividendos, juros s/ capital próprio, amortizações, dentre outros e de novos laudos de avaliação.

Aplicam-se metodologias financeiras (*valuation* por múltiplo, por fluxo de caixa, por fluxo de caixa descontado, por transações

similares, dentre outros métodos), sempre que ocorrerem eventos financeiros.

Há o acompanhamento da geração de empregos em cada investimento realizado pelo FI-FGTS.

2.7.2 Gestão de Projetos

Um ponto importante diz respeito à gestão de projetos como ferramenta estratégica para proporcionar a efetividade na implantação de grandes projetos, como por exemplo, os de infraestrutura financiados com recursos do FI-FGTS.

O Guia de Conhecimento sobre Gerenciamento de Projetos (Guia PMBOK) principal publicação do Project Management Institute (PMI), define que um projeto é um “esforço temporário empreendido para criar um produto, serviço ou resultado exclusivo” (2017, p. 4).

Como os projetos são planejados e implementados por pessoas, com qualificações diversas, que necessitam lidar com recursos escassos, riscos inesperados, conflitos de interesses, dentre outros, ao longo de todo o ciclo de vida do projeto, é importante que haja uma estrutura de gerenciamento de projetos na empresa investida que contemple conhecimentos e técnicas específicos que auxiliem na implementação do projeto, bem como o desenvolvimento de habilidades, em diversos níveis das empresa, que proporcionem visão ampla sobre as dificuldades apresentadas ao longo de sua implementação. Além disso, há necessidade dos acionistas que financiam o projeto acompanharem e fiscalizarem a eficiência de sua execução para minimizarem o risco da não concretização do retorno do investimento.

Fátima Cristiane Motta Bonfiglio, em seu trabalho de curso Gestão de Projetos na Administração Pública Municipal: um estudo de viabilidade de implementação de escritório de projetos em uma prefeitura, destaca que “existe uma ligação direta entre o conhecimento profissional em Gestão de Projetos e os indicadores de desempenho, ou seja, quanto maior o conhecimento, maior é a taxa de sucesso” - citação sobre a pesquisa de Archibald e Prado (2014). Segundo Fátima Cristiane, os Escritórios de Gerenciamento de Projetos, se tronaram uma moderna forma de gestão para o acompanhamento

da implementação de projetos e com isso, veem ganhando espaço dentro das organizações públicas e privadas. Além de proporcionarem a melhoria da eficiência e eficácia dos projetos (KERZNER, 2002).

A seguir, outras questões e citações relacionadas aos Escritórios de Projetos que foram consideradas pela autora: (i) dos escritórios terem a função de estruturar a metodologia de acordo com as especificidades e cultura de cada organização; (ii) serem um local central para planejar, organizar, conduzir e finalizar a execução dos projetos - Vargas (2005, p.125); (iii) que os escritórios vão além de apenas repassar um planejamento e contribuir para um suporte administrativo, mas são responsáveis por definir, apresentar e acompanhar a implementação dos projetos ao longo de todo seu ciclo, além de promoverem a melhoria dos processos utilizados - Rocha (2019); (iv), que as organizações possuem uma maior probabilidade de fornecer projetos bem-sucedidos se possuírem um ambiente de projetos maduro, baseado em uma cultura de melhoria contínua - Langston e Ghanbaripour (2016); (v) é um tema que ainda é pouco difundido dentro das organizações, sejam elas públicas ou privadas e o reconhecimento dos benefícios dessa ferramenta são pouco valorizados, visto que, na realidade, isso deveria ser visto como um investimento imperativo em tempo e recursos que conduzem a um resultado positivo - RODRIGUES et al., 2006; (vi) os escritórios de projetos são unidades de apoio, com finalidade de dar suporte às atividades desenvolvidas pelas organizações na implementação dos projetos, levando a um maior aproveitamento de recursos, tempo e eficiência nos procedimentos - KERZNER, 2005.

Em trecho extraído do PMBOK (2017), Fátima Cristiane, destaca que os escritórios de projetos funcionam de modo contínuo, desde a padronização de métodos a serem utilizados na gestão de projetos; fornecimento de treinamentos e softwares; disseminação de conhecimentos; proposição de mecanismos para correção de falhas, proporcionado que os projetos mais importantes sejam prioridade da organização (MAXIMINIANO; ANSELMO, 2005).

O ciclo de vida dos projetos é dividido em várias etapas, desde o início até a sua conclusão, sendo influenciado pelos aspectos exclusivos de cada projeto, podendo variar de acordo com a organização, setor, método desenvolvido ou tecnologia utilizada. Cada etapa deve ser acompanhada, pois a análise e desenvolvimento de cada uma auxilia o projeto a obter êxito em sua entrega final.

Destaca, que os princípios e técnicas da Gestão de Projetos são essenciais para os profissionais que lidam com o assunto, esses indivíduos precisam estar familiarizados com os princípios, conhecimentos e técnicas que envolvem a gestão de projetos (MAXIMIANO, 2002). Destaca, ainda, segundo Maximiano e Anselmo (2005), que os Escritórios de Projetos podem ser divididos em três modelos: (i) Escritório de Controle de Projetos, que é responsável pelo controle, emissão de relatórios e acompanhamento de indicadores; (ii) Escritório de Suporte de Projetos, responsável pelo controle de projetos grandes e (iii) Escritório Estratégico de Projetos que opera em nível organizacional, gerenciando portfólios corporativos e auxiliando os outros escritórios. Diante disso, os Escritórios de projetos passaram a ser vistos como importante ativo estratégico (JUDGEV, 2004).

2.8 Roteiro de Informações, antiga “Chamada Pública”

No final de 2022 houve a divulgação, por meio do site do FGTS⁵, do “Roteiro de Informações”, em substituição ao processo de divulgação anteriormente denominado como “Chamada Pública”. O Roteiro de Informações apresenta o regimento para os novos investimentos com os critérios definidos pelo Gestor, estruturados conforme regras de elegibilidade descritas no regulamento do Fundo, para o recebimento de propostas técnicas e comerciais visando a seleção de projetos de investimentos a serem realizados pelo FI-FGTS.

A modalidade de aquisição de ativos definida para os novos investimentos foi por meio da aquisição, pelo FI-FGTS, de (I) Debêntures, notas promissórias e outros Instrumentos de Dívida corporativa e (II) Cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, cujos recursos devem ser destinados à construção, reforma, ampliação ou implantação de empreendimentos de infraestrutura a serem desenvolvidos nos seguintes setores: a) Rodovia; b) Porto; c) Hidrovia; d) Ferrovia; e) Energia; f) Saneamento; e g) Aeroporto. Observa-se que os instrumentos de Participação Societária, objeto de nossa análise, não foram priorizados naquele momento.

⁵ <https://www.fgts.gov.br/Pages/investimentos/chamada-publica.aspx>



3

3

METODOLOGIA

O presente trabalho tem por objetivo analisar o modelo de controle utilizado para acompanhar e avaliar a eficiência e efetividade da implementação dos projetos financiados com recursos do FI-FGTS de acordo com as estratégias e diretrizes definidas pelo Fundo.

Nesse sentido, será adotado o Estudo de Caso como sendo o mais apropriado, a fim de identificar os mecanismos utilizados para analisar a efetividade dos controles e dos indicadores de performance utilizados para o acompanhamento da implementação desses projetos investidos por meio de participação societária.

Segundo Robert K. Yin (2018), o método estudo de caso é uma estratégia de pesquisa que responde às perguntas “como” e “por que” e que foca em contextos da vida real de casos atuais. É uma investigação empírica que compreende um método, coleta e análise de dados para investigar uma variedade de fenômenos, tais como, processo decisório, aspectos organizacionais e de relacionamento das pessoas. O estudo de caso é um método de pesquisa que pode ser utilizado em diversas áreas do conhecimento, é uma ferramenta valiosa para a compreensão de fenômenos complexos em seu contexto real.

No entanto, o autor alerta sobre alguns desafios que devem ser enfrentados, principalmente quanto à subjetividade do pesquisador, que pode influenciar os resultados do estudo de caso, dependendo de suas próprias perspectivas e experiências, bem como, sobre a dificuldade de generalização, pois os resultados de um estudo de caso não podem ser aplicados para outros casos, a menos que sejam realizados estudos adicionais.

A princípio foi previsto que a coleta de dados seria feita por meio de entrevistas semiestruturadas com os Conselheiros do FI-FGTS e administradores das empresas investidas (Conselheiros de Administração e Diretores) envolvidos com a implementação das estratégias estabelecidas pelo fundo. No entanto, devido à dificuldade de agenda desse público, as entrevistas foram direcionadas aos profissionais da área de gestão de ativos, bem como aos profissionais do nível estratégico.

Entrevista semiestruturada é um tipo de entrevista qualitativa que combina elementos de entrevistas estruturadas e entrevistas abertas. Ela permite que o entrevistador explore tópicos de forma mais

aprofundada, conforme necessário (Krueger e Casey, 2019). A entrevista semiestruturada permite que o pesquisador obtenha informações detalhadas sobre um determinado assunto. É composta por uma lista de perguntas abertas, que podem ser complementadas com perguntas adicionais para esclarecer ou aprofundar as respostas do entrevistado (Miguel, 2012).

Para fins de análise dos dados, foi utilizada a técnica de análise de conteúdo com vistas a identificar as principais práticas de controle, que são utilizadas para avaliar a efetividade da implementação dos projetos, e os principais indicadores utilizados na gestão dos investimentos.

Segundo Krippendorff (2018), análise de conteúdo é um conjunto de procedimentos sistemáticos para a descrição objetiva, quantitativa e interpretativa do conteúdo de mensagens, é uma técnica de pesquisa qualitativa que permite a descrição e a interpretação de dados textuais, que envolve três etapas: pré-análise, onde os dados são organizados e preparados; análise, etapa onde os dados são codificados e analisados, e interpretação, fase que envolve a compreensão do significado dos temas e padrões identificados.

As perguntas foram abertas para que o entrevistado pudesse apresentar suas ideias sem prevalecer a rigidez de um questionário estruturado (MINAYO; GOMES; DESLANDES, 2009), com o objetivo de obter informações sobre a sua visão a respeito do processo de acompanhamento dos projetos financiados por meio de investimentos em participação societária e dos aspectos de governança envolvidos na implementação desses projetos.

Num primeiro momento houve a tentativa de agendar 30 entrevistas com os Conselheiros e Diretores das empresas investidas, no entanto por dificuldade de agenda desse público-alvo, as entrevistas foram direcionadas a outros profissionais da área de gestão de fundos e para algumas pessoas que atuaram no nível estratégico.

Foram feitas 24 entrevistas, a partir de perguntas abertas com o objetivo de registrar a visão do profissional sobre assunto. Dentre os entrevistados, 14 profissionais participam da área de gestão de fundos e deste quantitativo, 10 são do nível técnico e 4 do nível gerencial. Os outros 10 entrevistas atuaram em momentos diferentes no nível estratégico. Devido ao tempo disponível dos profissionais, as entrevistas duraram em média 40 minutos.

Foram elaboradas 10 perguntas, conforme segue:

1. Qual é a importância da governança na implementação dos projetos financiados com recursos do FI-FGTS, na modalidade participação societária?
2. Quais os mecanismos existentes para acompanhar a implementação desses projetos?
3. Quais são os principais desafios enfrentados para implantação dos projetos e como a governança pode ajudar a superá-los?
4. Como é estruturado o sistema de controle e monitoramento dos projetos financiados pelo FI-FGTS?
5. Quais são os mecanismos de governança utilizados para garantir a efetividade da implantação dos projetos?
6. Quais são os critérios de avaliação utilizados para selecionar os projetos a serem financiados pelo FI-FGTS na modalidade participação societária?
7. Qual sua visão, em termos estratégicos e operacionais, sobre o processo de seleção dos projetos?
8. Quais seriam as boas práticas de mercado sobre acompanhamento e controle na implementação de projetos estratégicos?
9. Quais são os principais obstáculos que poderiam comprometer a implementação dos projetos financiados pelo FI-FGTS?
10. Na sua visão, o que poderia ajudar a mitigar os obstáculos que afetam a implantação dos projetos?

Além das entrevistas, foi feita análise documental dos principais documentos, tais como normativos, leis, regulamentos, regimentos, relativos às diretrizes e gestão dos investimentos que financiam projetos de infraestrutura com recursos do FI-FGTS, além de pesquisa bibliográfica sobre trabalhos correlatos na área de Governança, Riscos, Investimentos Societários, Gestão de Projetos. Importante destacar que análise documental é uma técnica de pesquisa que envolve a

interpretação, organização e separação de informações relevantes de documentos escritos, como textos, relatórios, registros históricos, jornais, revistas, entre outros.

Lüdke e André (1986) definem análise documental como uma série de operações, que visa estudar e analisar um, ou vários documentos, buscando identificar informações factuais nos mesmos; descobrir as circunstâncias sociais, econômicas e ecológicas com as quais podem estar relacionados, atendo-se sempre às questões de interesse. Para Cellard (2008), análise documental é um intenso e amplo exame de diversos materiais, que não foram utilizados para nenhum trabalho de análise, ou que podem ser reexaminados, buscando outras interpretações ou informações complementares, sendo essa busca feita por meio de documentos. Marconi e Lakatos (2017) definem análise documental como um conjunto de técnicas e procedimentos utilizados para identificar, analisar e interpretar os dados contidos em documentos.



4

4

APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Carteira de investimentos em participação societária (Equity)

A carteira de investimentos em *equity*, posição de dezembro/2022, contava com 12 ativos.

Em termos de governança, das 12 empresas investidas pelo FI-FGTS, uma foi liquidada por meio de exercício de opção de venda e outra encontra-se em processo de liquidação. Das dez empresas, todas instalaram o Conselho de Administração, com participação de membros indicados pelo FI-FGTS. No entanto, verifica-se que em nenhum caso foi instalado o Conselho Fiscal e somente em um caso houve a constituição do Comitê de Auditoria. Quanto aos colegiados de assessoramento ao Conselho de Administração, somente três empresas criaram 9 comitês, uma com dois (Comitês de Finanças e Investimentos e de Pessoas e Organização), outra com quatro (Comitês de Conformidade, de Partes Relacionadas, Financeiro e de Investimento e de Pessoas e Organização) e uma outra com um Comitê de Assessoramento FI-FGTS Conformidade. Cabe destacar que esses comitês não são remunerados.

As pautas das Assembleias Gerais de Acionistas das companhias investidas, do final de 2022, contemplaram matérias relacionadas a aprovação do Relatório de Administração, Balanço Patrimonial, Demonstrações Financeiras, destinação do lucro líquido, distribuição de dividendos, redução de capital, eleição de membros do Conselho de Administração, remuneração global dos administradores, orçamento anual, alterações no estatuto social, alienação de ativos relevantes, aditivos ao acordo de acionistas, aprovação e/ou alteração de políticas de Partes Relacionadas e Conflito de Interesses e outras, todas de acordo com o previsto no Estatuto Social das companhias. (não foram identificadas matérias relacionadas ao acompanhamento dos projetos financiados com os recursos do FI-FGTS).

Dentre as matérias das pautas dos Conselhos de Administração no final do exercício de 2022, de acordo com o previsto no Estatuto Social das Companhias, destacam-se as aprovações das

Demonstrações Financeiras, movimentações em nível do Conselho e da Diretoria, situação dos grandes contratos, alterações em nível de governança, financiamentos de longo prazo, revisões da Matriz de Alçadas e Programas de Compliance, desinvestimentos, reclassificação de AFAC, matérias a serem submetidas em Assembleia Geral. (não foram identificadas matérias relacionadas ao acompanhamento dos projetos).

4.2 Entrevistas

A seguir, o registro dos principais pontos indicados pelos entrevistados de forma consolidada de cada pergunta feita:

Questão 1, sobre a importância da governança na implementação dos projetos financiados por meio da modalidade participação societária.

Dos 24 entrevistados, 96% acreditam que a governança possibilita o estabelecimento de diretrizes claras, a definição de responsabilidades e dos processos de tomada de decisão, o que pode garantir transparência, integridade e *accountability*. Pode promover uma gestão eficiente dos projetos, minimizando riscos, melhorando a comunicação entre as partes envolvidas e contribuindo para a obtenção dos resultados esperados.

Houve destaque sobre a importância do Acordo de Acionistas, como um instrumento que pode garantir ao FI-FGTS direitos societários que permitam que o investimento tenha sucesso. Além disso, a presença do FI-FGTS com a indicação de conselheiros de administração e de diretores para a administração da companhia é importante para permitir uma gestão mais efetiva dos rumos da investida.

A governança foi considerada essencial para garantir a aplicação de princípios básicos de gestão, o que possibilita a mitigação do risco do Fundo, especialmente, na modalidade *equity*, onde o Fundo “se associa” mais fortemente ao risco do projeto, do empreendimento.

Questões 2 e 3, que dizem respeito aos mecanismos existentes para acompanhar a implementação dos projetos e como a governança pode ajudar a superar os principais desafios enfrentados, em torno de 60% dos entrevistados (principalmente aos ligados à gestão e ao corpo

técnico), citaram os relatórios de progresso, auditorias, comitês de acompanhamento, reuniões periódicas, avaliação de indicadores de desempenho e a participação de representantes do Fundo nos órgãos de governança das empresas beneficiadas. No entanto, para 33%, a gestão tende a ser mais passiva do que ativa. Isso porque, no início do investimento, o empreendedor se compromete a apresentar, em um determinado momento no futuro, a comprovação de que todo o valor aportado pelo Fundo foi aplicado conforme previsto.

Como desafios enfrentados, 30% citaram a falta de transparência, falhas na comunicação, monitoramento inadequado, desalinhamento de interesses e dificuldades na gestão de riscos e dos investimentos não saírem como o previsto ou as empresas não conseguirem comprovar os gastos com os projetos.

Para quase 87%, o maior desafio é o risco da gestão do projeto/empreendimento, vez que seu sucesso ou fracasso impacta diretamente no resultado da aplicação feita pelo fundo.

Para 92% uma governança eficiente pode proporcionar uma boa gestão em linha com os objetivos e princípios dos acionistas, pode ajudar a superar os desafios, ao estabelecer mecanismos de controle, de gestão de riscos, de promover a participação ativa de todas as partes interessadas, garantir a prestação de contas e a transparência na tomada de decisão, além de instituir sistemas de controles efetivos e um bom sistema de auditoria. Poderia, ainda, estabelecer um *framework* que permitisse ao Fundo acompanhamentos periódicos da aplicação dos recursos e não apenas um relatório ao final do prazo.

Questão 4, sistema de controle e monitoramento dos projetos, importante salientar que a maior parte dos projetos foram encerrados há mais de cinco anos, o que dificultou a obtenção de informações de como se deu o monitoramento desses projetos. Numa visão mais técnica, 67% identificaram que, o mecanismo legal atual para acompanhamento dos projetos é o relatório final auditado, que deve conter, como conclusão, que todos os recursos aportados pelo Fundo foram investidos conforme o previsto. Um ponto importante destacado é que o monitoramento que pode existir atualmente é mais societário, quando o Fundo participa das decisões da companhia em Assembleias de Acionistas ou Conselho de Administração.

Questão 5, para 92%, os mecanismos de governança são implementados para garantir a efetividade dos projetos, promover a transparência e assegurar a utilização adequada dos recursos e que há

diversas práticas definidas, em nível de gestão, como por exemplo, a definição de metas e indicadores de desempenho, relatórios financeiros regulares, auditorias independentes, acompanhamento de atividades-chave, análise de riscos e o cumprimento de requisitos legais e regulatórios. Além disso, podem ser utilizados comitês de governança, reuniões periódicas e a participação de representantes do Fundo nas empresas investidas.

Questões 6 e 7, sobre os critérios de avaliação utilizados para selecionar projetos a serem financiados pelo Fundo, para a totalidade dos entrevistados, são considerados os seguintes critérios: viabilidade econômico-financeira do projeto, potencial de retorno sobre o investimento, impacto socioeconômico, aderência aos objetivos estratégicos do fundo, avaliação da equipe de gestão e análise de riscos. Em termos estratégicos, é importante que os projetos estejam alinhados com a estratégia do fundo, que sejam avaliados os riscos envolvidos, e estabelecidos mecanismos de governança claros e eficientes, para monitorar regularmente o desempenho e ajustar a estratégia, se necessário.

Vale ressaltar que atualmente não foi previsto a possibilidade do Fundo financiar projetos na modalidade participação societária, o que pode ser verificado nos dois últimos editais os quais constaram apenas investimentos por meio de dívida.

Questão 8, em relação às boas práticas de mercado relacionadas ao acompanhamento e controle de projetos, 87% dos entrevistados destacaram a transparência, a participação ativa dos investidores e a utilização de métricas claras para avaliação e acompanhamento do projeto. Observou-se, ainda, que a gestão deve considerar alguns aspectos importantes, tais como a estruturação de processos, com critérios técnicos e objetivos, para seleção dos projetos; que contemplem atividades de monitoramento do ambiente de negócios, de seleção, avaliação e remuneração de administradores, além de processo decisório, em colegiado e alçadas claras. Importante ainda ter processos de prestação de contas, estruturado e sistemático; de gestão de risco, de controles, incluindo o de auditoria e de monitoramento do ambiente de controle, interno e externo. Em torno de 20 % dos entrevistados, em nível técnico, os investimentos feitos por meio da modalidade participação societária, são geralmente estruturados por meio de fundos de *Private Equity*, ou FIPs. Isso implica em: (a) definição do ciclo do investimento, inclusive com prazos, desde o investimento inicial, desenvolvimento dos projetos, valorização e alienação, (b)

participação direta na gestão do negócio, com indicação de diretores em posições estratégicas, como o CFO, por exemplo e (c) dedicação de diferentes profissionais para cada etapa do investimento (inicial, desenvolvimento, alienação) e gestão de projetos.

Questões 9 e 10, quanto aos obstáculos, que poderiam comprometer a efetividade dos investimentos realizados pelo Fundo, além dos riscos inerentes ao negócio, em torno de 80 % destacaram os seguintes problemas:

1. Gestão inadequada: Uma gestão ineficiente dos projetos pode levar a atrasos, custos excessivos e resultados insatisfatórios.
2. Riscos não gerenciados: Falhas na identificação, avaliação e mitigação dos riscos podem afetar negativamente a implementação dos projetos.
3. Falta de transparência: A falta de transparência nas operações e tomada de decisões pode gerar desconfiança e comprometer a credibilidade dos projetos.
4. Comunicação inadequada: Uma comunicação deficiente entre as partes interessadas pode levar a mal-entendidos, desalinhamento de expectativas e falta de cooperação.
5. Falta de capacidade técnica: A falta de conhecimento especializado ou recursos técnicos suficientes pode dificultar a execução eficiente dos projetos.

Além dos riscos inerentes a qualquer investimento, como risco de mercado, por exemplo, 70 % apontaram que um dos principais obstáculos para a efetividade dos projetos em participações societárias são as amarras das decisões a que estão submetidas. Ao participar de um projeto como acionista, o risco de perda é maior que participar como debenturista. Tomar decisões que possam assumir perda de capital ou necessidade de aportes nunca é fácil nesta estrutura de governança. Uma possível solução, levantada por um único entrevistado, seria que o Fundo não atuasse como investidor direto em caso de participações societárias. Para isso, poderia criar FIPs, a exemplo do que já ocorre com a BNDES Participações, que participam em uma ampla gama de empresas. Estes FIPs contam com gestores de mercado com mandatos e metas específicos.

Outras questões identificadas por 83% dos entrevistados, que poderiam auxiliar na mitigação dos obstáculos:

1. Estabelecer estruturas de governança claras e responsabilidades bem definidas para todas as partes envolvidas.
2. Realizar uma análise rigorosa de riscos e implementar estratégias de mitigação adequadas.
3. Garantir a transparência nas operações, compartilhando informações relevantes e prestando contas regularmente.
4. Promover uma comunicação aberta e eficaz entre todas as partes interessadas, facilitando a troca de informações e alinhamento de expectativas.
5. Investir em capacitação técnica adequada para a equipe responsável pela implementação dos projetos.
6. Realizar monitoramento regular do desempenho dos projetos, ajustando as estratégias e ações quando necessário.
7. Ter participação ativa nos ativos investidos, permitindo uma voz ativa nas decisões estratégicas e acompanhamento contínuo dos projetos.

Para 75% dos entrevistados, a estruturação de um processo de escolha de projetos, que considere o nível de risco do negócio como componente da escolha, e que contemple o monitoramento do ambiente de negócios, para antecipar ajustes das estratégias, são medidas que poderiam aumentar a efetividade dos investimentos realizados pelo Fundo nos projetos que envolvam participação societária.

4.3 Sobre o acompanhamento dos projetos financiados com recursos do FI-FGTS por meio de aquisição de participação societária (equity).

Conforme consta no Relatório de Gestão de 2021, disponível no site do FGTS, o A administradora do Fundo de Investimento do FGTS, responsável pela gestão do patrimônio do fundo, tem entre suas responsabilidades a de controlar o fluxo de desembolso dos recursos investidos nos projetos.

Os projetos são acompanhados, conforme os instrumentos legais que o regem bem como o cumprimento das obrigações assumidas pelas companhias investidas, por meio de relatórios elaborados pelas companhias e por assessores contratados, inclusive conforme previsto em instrumentos das operações e acordos de investimento. Este monitoramento permanente também envolve observar o contexto de mercado e seus impactos sobre as empresas investidas, bem como a capacidade de a empresa em arcar com o custo de dívidas e obrigações.

A Auditoria Interna atua nos processos críticos, com foco em riscos. Para o processo do FI-FGTS são programados trabalhos periódicos e de *follow-up* para avaliar se os riscos identificados foram mitigados após as ações adotadas pela unidade auditada. Os trabalhos têm como foco a avaliação da gestão, a **seleção dos projetos**, a formalização dos investimentos, a governança, o gerenciamento de risco, o acompanhamento dos investimentos, a controladoria e os serviços externos contratados.

Para 2021, dentre os objetivos estratégicos do FI-FGTS, destaca-se:

- Atuar conforme diretrizes de investimento aprovadas pelo Comitê de Investimento do FI-FGTS para o exercício de 2021, as quais foram estabelecidas com base no acompanhamento do mercado e na identificação de estruturas de investimento que permitam **selecionar projetos viáveis economicamente**, relevantes para a infraestrutura nacional e que otimizem a relação entre risco e retorno; e

- Acompanhar sistematicamente os principais eventos que possam impactar os setores alvo do Fundo, os **projetos em análise** e os ativos investidos;

Nos projetos investidos pelo FI-FGTS também são observados: a quantidade de energia a ser gerada, distribuída ou transmitida; o volume de carga transportada, movimentada e/ou armazenada, a malha rodoviária pavimentada atendida, a população beneficiada, bem como a quantidade de empregos que serão gerados com a implantação de tais empreendimentos, entre outros resultados que contribuam para o aumento da disponibilidade de infraestrutura adequada ao desenvolvimento do Brasil.

Desta forma, as decisões de investimentos também são baseadas na necessidade de aumento da capacidade de infraestrutura para atender ao futuro crescimento econômico do País. Leva-se em consideração uma adequada relação entre os riscos observados e os retornos estimados, assim como os benefícios socioeconômicos e os impactos sobre o meio ambiente. Também são realizadas análises das questões legais e de conformidade. Assim, é permanente a estratégia de atuação consubstanciada em decisões voltadas à aplicação de recursos para atendimento das necessidades de crescimento da economia brasileira e retorno social.

Conforme consta no Relatório de gestão, dentre os empreendimentos em andamento, 130 operações com valor de empréstimo de R\$ 3,94 bilhões, encontravam-se paralisados ao final de dezembro de 2021. Em relação aos empreendimentos paralisados e aos contratos mais antigos com baixo nível de execução, foram realizados mapeamentos detalhados das causas de paralisação dos empreendimentos, das quais se destacam: dificuldades técnicas envolvendo projeto incompleto ou inadequado; problemas com as empresas executoras; ausência de licenciamento ambiental, de autorização para travessias e de titularidade das áreas necessárias ao empreendimento; e questões judiciais.

Em geral, mais de uma dificuldade é detectada nessas operações paralisadas ou com baixo desempenho. O mapeamento, no caso das operações de crédito, foi realizado pela SNS a partir da consolidação e análise de dados enviados pelo Agente Operador, Agentes Financeiros e mutuários.

Durante o ano de 2021, dando continuidade às ações para tratar das operações com baixo desempenho de execução e de operações paralisadas, a SNS promoveu reuniões com o Agente Operador, os Agentes Financeiros e os mutuários, a fim de identificar problemas e encaminhar soluções para retomada das operações e/ou para encerramento de contratos, a depender da situação de cada empreendimento. No decorrer do exercício, foram concluídos 25 empreendimentos (com valor de empréstimo de R\$ 262,82 milhões) e retomados 57 empreendimentos (com valor de empréstimo de R\$ 2,28 bilhões) que se encontravam paralisados até 2020.



5

5

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve por objetivo analisar o modelo de controle utilizado para acompanhar e avaliar a eficiência e efetividade da implementação dos projetos financiados com recursos do FI-FGTS, por meio da modalidade participação societária. Utilizando o Estudo de Caso como abordagem, buscou-se identificar os mecanismos de controle e os indicadores de desempenho utilizados para o acompanhamento da implementação desses projetos. Espera-se que os resultados e as análises apresentados possam contribuir para o aprimoramento das práticas de controle de projetos, auxiliando os acionistas a obterem maior sucesso quanto ao retorno do investimento.

Por meio das entrevistas semiestruturadas e análise dos dados, foi possível mapear os controles e indicadores utilizados pelas empresas investidas para acompanhar a execução dos projetos. Além disso, verificou-se a situação atual da estrutura administrativa da área de gestão do fundo, responsável pelo acompanhamento da implantação dos projetos.

Verificou-se os mecanismos de controle definidos para subsidiar os acionistas do fundo com informações sobre o ciclo de vida dos projetos até a sua conclusão e retorno esperado. Para isso, foram identificadas as diretrizes de controle no regulamento do FI-FGTS e no regimento interno do Comitê de Investimentos, assim como os procedimentos e indicadores utilizados para acompanhar o ciclo de vida dos projetos.

Este estudo contribui para a compreensão da efetividade dos mecanismos de controle na implementação dos projetos e as conclusões obtidas podem auxiliar os acionistas do fundo na tomada de decisões estratégicas e no aprimoramento dos processos de controle.

No entanto, é importante ressaltar que este trabalho apresenta algumas limitações. A abordagem de Estudo de Caso restringe a generalização dos resultados, e a análise foi baseada em uma única empresa investida. Recomenda-se a realização de pesquisas futuras que ampliem a amostra e adotem abordagens metodológicas mais abrangentes.

Em suma, esta dissertação proporcionou uma análise do modelo de controle utilizado para acompanhar a implementação dos projetos

financiados pelo FI-FGTS por meio de participação societária. Os resultados obtidos contribuem para a compreensão dos mecanismos de controle e podem subsidiar a melhoria dos processos de gestão e acompanhamento dos projetos financiados pelo fundo.

A gestão dos investimentos do FI-FGTS, especialmente os realizados por meio de aquisição de participação societária, é feita de forma criteriosa e abrangente. O Comitê de Investimentos, juntamente com a administradora do Fundo, desempenha um papel fundamental na definição das diretrizes de investimento, no acompanhamento dos projetos e na avaliação periódica dos ativos. Por meio de mecanismos de controle e monitoramento, como relatórios de governança e de gestão, auditorias externas e avaliações periódicas, busca-se garantir a transparência e a eficiência.

A gestão de projetos, por sua vez, é uma ferramenta estratégica para a implantação efetiva de projetos. Os escritórios de gerenciamento de projetos têm se tornado uma forma moderna de gestão, proporcionando melhoria da eficiência e eficácia dos projetos. Eles funcionam de modo contínuo, desde a padronização de métodos até a correção de falhas, e são divididos em modelos como escritório de controle de projetos, escritório de suporte de projetos e escritório estratégico de projetos. Os escritórios de projetos são vistos como um ativo estratégico importante.

Assim, sugere-se que seja incorporada na gestão do fundo de investimento uma estrutura específica (a exemplo de escritório de projeto) para acompanhamento dos projetos financiados com recursos do FI-FGTS. Importante que sejam definidas rotinas periódicas que proporcionem análise da efetividade da implementação desses projetos, com emissão de relatórios periódicos que proporcionem à governança uma visão geral de cada fase do ciclo de vida dos projetos.

Recomenda-se a elaboração de futuras pesquisas que expandam a amostra e adotem abordagens metodológicas mais abrangentes com o objetivo de analisar a relação de causa e efeito com outros tipos de investimentos que minimizem os riscos de projetos financiados com recursos de terceiros.



REFERÊNCIAS

REFERÊNCIAS

REFERÊNCIAS

BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. 70. ed. São Paulo: Livraria Martins Fontes, 1979.

Bonfiglio, Fátima Cristiane Motta. **GESTÃO DE PROJETOS NA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA MUNICIPAL: um estudo de viabilidade de implementação de escritório de projetos em uma prefeitura**. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Administração) – Universidade Federal do Pampa, Campus Santana do Livramento, Santana do Livramento, 2022.

BRASIL. **Lei no 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.**, 1965. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm>

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. **Edital De Chamada Pública No 05/2021**, 2021. Disponível em: <https://www.ppi.gov.br/fi-fgts>

CELLARD, A. **A análise documental**. Editora Edusc, 2008.

IBGC. Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2023.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

____. **Instrução CVM no 462, de 26 de novembro de 2007. Dispõe sobre o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço**. Brasília: Comissão de Valores Mobiliários, , 2007b. Disponível em:
<<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst462.pdf>>

____. **Instrução CVM nº 555, de 17 de Dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.**, 2014. Disponível em:
<<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>

____. **Instrução CVM nº 606, de 25 de Março de 2019. Altera a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.**, 2014. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/600/Inst606.pdf>>

JICK, T. D. Mixing Qualitative and Quantitative Methods: Triangulation in Action.

Administrative Science Quarterly, v. 24, n. 4, p. 602–611, 1979.

KAPLAN, ROBERT S., E DAVID P. NORTON. **The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action**. Boston: Harvard Business School Press, 1996.

KOITIRO, E. C., & TOSHIRO, W. **Diversidade do Conselho de Administração e a Estrutura de Capital**. Revista de Administração de Empresas (RAE), 58(6), 551-563, 2018.

KRIPPENDORFF, K. (2018). **Análise de conteúdo: uma introdução à sua metodologia**. Editora Vozes.

KRUEGER, R. A., & CASEY, M. A. (2019). **Focus Groups: A Practical Guide for Applied Research (5ª ed.)**. Sage Publications.

Lazzarini, S. G., Musacchio, A. & Pardengler, M.. **O Estado como acionista: desafios para a governança corporativa no Brasil**. In: **O futuro da Governança Corporativa: Desafios e novas fronteiras**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2013.

____. **Lei no 8.036 de 11 de maio de 1990. Dispõe sobre o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências**. Brasília: Presidência da República, 1990. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8036consol.htm#art32>

____. **Lei no 11.079 de 30 de dezembro de 2004**. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Brasília: Presidência da República, 2007. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l11079.htm>

____. **Lei no 11.491 de 20 de junho de 2007. Institui o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FI-FGTS, altera a Lei no 8.036, de 11 de maio de 1990.** Brasília: Presidência da República, 2007. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11491.htm>

____. **Lei no 11.494, de 20 de junho de 2007. Institui o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS), altera a Lei no 8.036, de 11 de maio de 1990, e dá outras providências.** Brasília: Presidência da República, 2007a. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11491.htm>

MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO. **Prestação de contas ordinárias anual. Relatório de gestão do exercício de 2010.** Brasília: Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, 2011. Disponível em: <https://www.caixa.gov.br/Downloads/fundo-investimento-fgts-relatorio-de-gestao/Relatório_Gestão_FI-FGTS_Exercício_2010.pdf>

LÜDKE, M. E ANDRÉ, M. E. D. A. (1986). **Pesquisa em educação: abordagens qualitativas.** São Paulo: EPU.

MARCONI, M. A., & LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica** (8ª ed.). Atlas, 2017.

MINAYO, M. C. S. (2014). **O desafio do conhecimento: Pesquisa qualitativa em saúde** (14ª ed.). Hucitec.

MOORE, MARK H. **Criando Valor Público: Gerenciamento Estratégico no Governo.** Editora FGV, 1995.

MORELLEC, M., NIKOLOV, K., & SCHURHOFF, J. **Teoria da Agência.** Oxford University Press, 2018

MOZZATO, A. R.; GRZYBOVSKI, D. Análise de conteúdo como técnica de análise de dados qualitativos no campo da administração: potencial e desafios. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 4, p. 731–747, 2011.

Pinto, J. K. **Project Management: Achieving competitive advantage**. Fifth edition, 2014.

Project Management Institute (PMI). <<https://www.pmi.org/>>

____. **Relatório de Gestão do exercício de 2011**. São Paulo: Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, 2012. Disponível em:
<https://www.caixa.gov.br/Downloads/fundo-investimento-fgts-relatorio-de-gestao/RELATORIO_GESTAO_FI-FGTS_EXERCICIO_2011.PDF>

____. **Relatório de Gestão do FGTS de 2021**. São Paulo: Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, 2022. Disponível em:
<https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-relatorio-gestao/RELATORIO_GESTAO_FGTS_2021.pdf>

____. **Resolução CVM nº 082, de 29 de Março de 2022**. Dispõe sobre o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço e revoga a Instrução CVM nº 462, de 26 de novembro de 2007. Disponível em:
<<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol082.pdf>>

____. **Resolução no 986, de 15 de dezembro de 2020. Reformula o Regulamento do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FIFGTS)**. Brasília: Ministério da Economia/Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, 2020. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-n-986-de-15-de-dezembro-de-2020-294307841>> BERNIER, L. Public enterprises as policy instruments: the importance of public entrepreneurship. **Journal of Economic Policy Reform**, v. 17, n. 3, p.253-266, 2014.

SALES, MARIANE LIMA DE (2022). A RELAÇÃO ENTRE O PÚBLICO E O PRIVADO NO INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA: O CASO DO FIFGTS. Dissertação do Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGAD), do Instituto de Ciências Sociais Aplicadas (ICSA), da Universidade Federal do Pará (UFPA).

SILVA, M. S. Fundos de Investimento e Financiamento de Projetos de Infraestrutura:
um leitura da configuração institucional e do desempenho operacional do FI-FGTS.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, n. 2486, p. 1-48, 2019..

SOUZA, FERNANDA SEVERO DE. VELHO E MARIA LAURA PEREIRA (2023). INFLUÊNCIA DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA NO DESALINHAMENTO ENTRE REMUNERAÇÃO EXECUTIVA E DESEMPENHO. Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS).

STIGLITZ, JOSEPH E., AMARTYA SEN, AND JEAN-PAUL FITOUSSI. **Mismeasuring Our Lives: Why GDP Doesn't Add Up**. The New Press, 2009.

YIN, R. K. **Case Study Research: Design and Methods**. Sage Publications, 2018.



idn

Bo
pro
cit
ref
Nos
são

idp

A ESCOLHA QUE
TRANSFORMA
O SEU CONHECIMENTO