

**Universidade de São Paulo  
Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”**

**Endowments: investigação da sua viabilidade no Brasil**

**João Guilherme Araújo Schimidt**

Tese apresentada para obtenção do título de Doutor em  
Ciências. Área de concentração: Economia Aplicada

**Piracicaba  
2023**

**João Guilherme Araújo Schmidt**  
**Bacharel em Economia**

**Endowments: investigação da sua viabilidade no Brasil**  
versão revisada de acordo com a Resolução CoPGr 6018 de 2011

Orientador:  
Prof. Dr. **PEDRO VALENTIM MARQUES**

Tese apresentada para obtenção do título de Doutor em  
Ciências. Área de concentração: Economia Aplicada

**Piracicaba**  
**2023**

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
DIVISÃO DE BIBLIOTECA – DIBD/ESALQ/USP**

Schmidt, João Guilherme Araújo

Endowments: investigação da sua viabilidade no Brasil / João Guilherme Araújo Schmidt. - - versão revisada de acordo com a Resolução CoPGr 6018 de 2011. - - Piracicaba, 2023.

110 p.

Tese (Doutorado) - - USP / Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz".

1. Endowment 2. Fundos patrimoniais 3. Financiamento da educação 4. Inovação I. Título

**Dedico esta tese a minha mãe, a melhor professora de todas.**

## AGRADECIMENTOS

Ao Dr. Pedro Marques, pela atenção e apoio durante o processo de orientação, que nos anos de convivência, muito me ensinou, contribuindo para meu crescimento científico, pessoal e intelectual. O melhor orientador que pude ter, sempre presente em discussões vitais para o desenvolvimento desta tese, além de parceiro nessa longa jornada da vida.

À Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz” (ESALQ), pela oportunidade de realização do curso de doutorado, continuando meu desenvolvimento acadêmico desde meus tempos de graduação. Assim como aos meus colegas de república que conviveram comigo nesses anos de estudo e sacrifício, os quais somente quem passou pela pós-graduação entende.

Aos meus amigos e colegas USP, em especial ao Joaquim, pelas longas conversas sobre economia, filosofia e política, que serviram de base para desenvolver o pensamento crítico elementar a todo excelente pesquisador de ciências sociais. Amizades que carrego desde tempos antes da FUVEST e que pretendo manter até depois dos pós-doutorados da vida.

Aos meus amigos e colegas da ESALQ, em especial a Isabela, pelo apoio acadêmico, emocional e psicológico antes, durante e após a elaboração desta tese. Um doutorado não se faz apenas com horas dentro de uma sala de aula, mas também com extensas jornadas pelas bibliotecas e corredores da universidade. Na verdade, mesmo quando saímos da ESALQ, ela não sai de nós, pois ela está em nossas mentes e corações.

*"O que apenas desejamos lembrar é que as decisões humanas que envolvem o futuro, sejam elas pessoais, políticas ou econômicas, não podem depender da estrita expectativa matemática, uma vez que as bases para realizar semelhantes cálculos não existem e que o nosso impulso inato para a atividade é que faz girar as engrenagens, sendo que a nossa inteligência faz o melhor possível para escolher o melhor que pode haver entre as diversas alternativas, calculando sempre que se pode, mas retraindo-se, muitas vezes, diante do capricho, do sentimento ou do azar." (KEYNES, 1936, p. 170).*

## SUMÁRIO

RESUMO.....	8
ABSTRACT .....	9
LISTA DE FIGURAS .....	10
LISTA DE TABELAS.....	11
1. INTRODUÇÃO.....	13
1.1. O sistema de ensino superior brasileiro: crises, desafios e potencialidades .....	15
2. SÍNTESE DA BIBLIOGRAFIA FUNDAMENTAL.....	19
2.1. Definição de <i>endowment</i> .....	19
2.2. A construção de um <i>endowment</i> .....	20
3. PROBLEMA DE PESQUISA, OBJETIVOS E HIPÓTESES .....	23
3.1. Escopo .....	23
3.2. Hipótese da tese .....	23
4. MATERIAL E MÉTODOS.....	27
4.1. Metodologia e base de dados.....	27
5. RESULTADOS .....	31
6. ENDOWMENTS: BASE JURÍDICA E ISENÇÕES FISCAIS.....	33
6.1. A base legal dos <i>endowments</i> .....	33
6.2. Estruturas jurídicas .....	33
6.3. Escopo, abrangência e fontes de receita .....	35
6.4. O Comitê de Investimento .....	40
6.5. O gestor de recursos .....	41
6.6. Imunidade e isenções fiscais.....	42
6.7. Síntese da base legal dos <i>endowments</i> .....	43
7. ENDOWMENTS: ESTRUTURA ORGANIZACIONAL .....	45
7.1. Estrutura organizacional .....	45
7.2. Teoria da firma e teoria da agência.....	45
7.3. Governança no terceiro setor.....	47
7.4. Governança dos fundos patrimoniais – Amigos da Poli.....	50
7.5. Governança dos fundos patrimoniais – Fundo Patrimonial da FEA/USP.....	52
7.6. Governança dos fundos patrimoniais – Fundo Patrimonial Lumina (UNICAMP).....	54
7.7. Governança dos fundos patrimoniais – Endowment da USP .....	54

7.8. Governança dos fundos patrimoniais – <i>Endowment</i> da UNESP.....	56
7.9. Governança dos fundos patrimoniais – <i>Endowment</i> da FGV Direito .....	57
7.10. Governança dos fundos patrimoniais – Sempre FEA .....	58
7.11. Síntese da Governança dos fundos patrimoniais.....	60
8. A MENTALIDADE DOS GESTORES DE RECURSOS.....	63
8.1. Keynes e o pioneirismo na gestão sistemática de <i>endowments</i> .....	64
8.2. O IPS e a mentalidade dos gestores de recursos .....	68
8.3. A origem dos retornos: <i>asset allocation</i> nos <i>endowments</i> e a tendência aos investimentos ilíquidos.....	69
8.4. Brasil <i>versus</i> Estados Unidos: diferentes realidades para a gestão .....	73
8.5. Gestores de investimento no Brasil.....	74
8.6. A mentalidade dos gestores de <i>endowments</i> no Brasil.....	75
8.7. Proposições: <i>endowments</i> em busca do alfa.....	77
8.8. Considerações sobre o processo de contratação dos gestores de recursos.....	79
8.9. Síntese sobre os gestores de <i>endowments</i> no Brasil.....	80
9. A MENTALIDADE DOS DOADORES DE RECURSOS NO BRASIL .....	81
9.1. Doações no Brasil .....	81
9.2. <i>Endowment</i> e sua estrutura de captação .....	86
9.3. Campanhas .....	89
9.4. A campanha Stanford Challenge.....	92
9.5. Síntese da entrevista com doadores no Brasil .....	93
10. DISCUSSÃO.....	97
REFERÊNCIAS .....	99
APÊNDICE .....	109



## RESUMO

### **Endowments: investigação da sua viabilidade no Brasil**

Este estudo tem como objetivo principal analisar detalhadamente os desafios e a viabilidade econômica da implementação dos endowments no Brasil. A metodologia adotada para essa tese foi a análise de discurso, dado que as instituições são construídas primeiramente a partir de textos, para depois serem feitas por meio de ações práticas. A fim de captar os dados primários, foram realizadas entrevistas e revisão de documentos, como estatutos de fundação, atas de assembleia e outros documentos organizacionais e financeiros. Há três resultados principais: 1. Existe uma base legal viável, mas que ainda pode ser aprimorada para a figura jurídica dos endowments, em especial as isenções e imunidades tributárias. 2. A estrutura organizacional de um endowment pode ser relativamente simples em estágios iniciais, e complexa quando já plenamente estabelecida, com destaque para a moderna governança adotada pelos endowments brasileiros. 3. A gestão dos endowments no Brasil é conduzida por profissionais de elevada competência técnica, porém, se ajustando à peculiar realidade macroeconômica brasileira. Em síntese, há bases para a viabilidade dos endowments no Brasil. Estudos futuros são recomendados para compreender as potencialidades da nascente indústria de endowments no Brasil.

**Palavras-chave:** Fundos patrimoniais, Gestão de carteiras, Financiamento da educação, Inovação

## ABSTRACT

### **Endowments: investigation of its viability in Brazil**

The main objective of this study is to analyze in detail the challenges and economic viability of implementing endowments in Brazil. The methodology adopted for this thesis was discourse analysis, given that institutions are built primarily from texts, and then are made through practical actions. In order to capture primary data, interviews were conducted and documents were reviewed, such as founding statutes, meeting minutes and other organizational and financial documents. There are three main results: 1. There is a viable legal basis, but one that can still be improved for the legal status of endowments, in particular tax exemptions and immunities. 2. The organizational structure of an endowment can be relatively simple in the initial stages, and complex when fully established, with emphasis on the modern governance adopted by Brazilian endowments. 3. The management of endowments in Brazil is carried out by professionals with high technical competence, however, adjusting to the peculiar Brazilian macroeconomic reality. In summary, there are bases for the viability of endowments in Brazil. Future studies are recommended to understand the potential of this nascent endowment industry in Brazil.

**Keywords:** Equity hedge, Portfolio management, Education financing, Innovation

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Orçamento dos principais fundos de apoio à pesquisa científica e tecnológica (FNDCT, CNPq e CAPES): 2000 a 2020 .....	16
Figura 2. Estrutura da tese e principais objetivos a atingir .....	24
Figura 3. Prós e contras de associações e fundações.....	34
Figura 4. Fontes de capital e receita e suas destinações dos Fundos Patrimoniais .....	39
Figura 5. Mecanismos de Governança na visão do Tribunal de Contas da União.....	49
Figura 6. Estrutura organizacional da Associação Amigos da Poli .....	51
Figura 7. Estrutura organizacional da Fundação Fundo Patrimonial da FEA/USP .....	53
Figura 8. Escopo da Fundação Gestora do Fundo Patrimonial da USP .....	55
Figura 9. Estrutura organizacional do Fundo Patrimonial da USP .....	55
Figura 10. Estrutura organizacional da Associação Endowment Direito GV.....	57
Figura 11. Estrutura organizacional da Associação Sempre FEA.....	59
Figura 12. Comitê e suas funções na Sempre FEA .....	60
Figura 13. Evolução do retorno do portfólio gerido por Keynes e pelo benchmark U.K. equity index .....	66
Figura 14. Keynes e a rotação da carteira .....	66
Figura 15. Keynes e a gestão macro global.....	67
Figura 16. Keynes e o turnover da carteira .....	67
Figura 17. Alocação de recurso dos <i>endowments</i> com mais de US\$ 1 bilhão em 2016.....	71
Figura 18. Relação entre o retorno de 20 anos e a alocação em ativos alternativos .....	72
Figura 19. Alocação de ativos dos cinco maiores <i>endowments</i> dos Estados Unidos.....	72
Figura 20. Taxa de juros T-Bond (Estados Unidos) e SELIC (Brasil).....	73
Figura 21. Quem deve resolver os problemas sociais .....	82
Figura 22. Conhecimento e avaliação de termos associados à doação .....	83
Figura 23. Conhecimento e avaliação de termos associados à doação .....	83
Figura 24. Motivação para doação institucional em dinheiro .....	84
Figura 25. Como A Renda Influencia O Comportamento Doador.....	85
Figura 26. Em que idade o brasileiro doa mais? .....	85
Figura 27. Conhecimento e avaliação de termos associados à doação .....	86
Figura 28. Triângulo interno que compõe a metodologia do Triângulo da Sustentabilidade .....	88
Figura 29. Triângulo externo que compõe a metodologia do Triângulo da Sustentabilidade.....	88

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1. Maiores <i>endowments</i> dos Estados Unidos .....	13
Tabela 2. Porcentagem do retorno explicada pela alocação de recursos .....	69
Tabela 3. Desempenho dos <i>endowments</i> do EUA em relação ao portfólio tradicional (Junho de 2016) .....	71



## 1. INTRODUÇÃO

Universidades como Harvard, Yale e Stanford são famosas por produções científicas de alto nível e pela geração de empresas que valem bilhões de dólares. O que não possui tamanha consideração é a origem dos recursos dessas universidades, pois a metade do orçamento delas advém dos seus *endowments* (National Association of College and University Business Officers, 2021).

*Endowments* são instituições criadas com o propósito de prover às universidades, o financiamento de estudos, pesquisas e inovações. Nos Estados Unidos da América (EUA) há mais de US\$ 630 bilhões geridos pelos fundos patrimoniais das universidades (National Association of College and University Business Officers, 2021). Os patrimônios individuais dos fundos patrimoniais de 15 universidades americanas são superiores a US\$ 10 bilhões de dólares, como exposto na Tabela 1.

Tabela 1. Maiores *endowments* dos Estados Unidos

Rank	Instituição	Cidade	Estado	Patrimônio em US\$ (m)
1	Harvard University	Cambridge	MA	51.900.662
2	University of Texas System	Austin	TX	42.906.847
3	Yale University	New Haven	CT	42.282.900
4	Stanford University	Stanford	CA	37.800.000
5	The Trustees of Princeton University	Princeton	NJ	37.697.509
6	Massachusetts Institute of Technology	Cambridge	MA	27.527.204
7	University of Pennsylvania	Philadelphia	PA	20.523.546
8	University of Notre Dame	Notre Dame	IN	18.074.543
9	The Texas A&M University System	College Station	TX	18.028.267
10	University of Michigan	Ann Arbor	MI	17.022.683
11	Regents of the University of California	Oakland	CA	16.267.485
12	Northwestern University	Evanston	IL	14.958.441
13	Trustees of Columbia University	New York	NY	14.349.970
14	Washington University	Saint Louis	MO	13.536.003
15	Duke University	Durham	NC	12.692.472

Fonte: NATIONAL ASSOCIATION OF COLLEGE AND UNIVERSITY BUSINESS OFFICERS, 2021.

Essas instituições possuem uma filosofia própria de investimentos, gerando elevados retornos. O *endowment* da *Harvard University* (EUA), por exemplo, distribuiu rendas de R\$ 5 bilhões (Harvard Management Company, 2016). Em nível de comparação, o orçamento da Universidade de São Paulo (Brasil), em 2017, foi de R\$ 5,2 bilhões (USP, 2017a), logo,

apenas os ganhos do *endowment* de Harvard são próximos ao orçamento integral da maior universidade brasileira.

Dada a alta dependência da ciência brasileira pelos orçamentos dos governos federal e estaduais para financiamento das pesquisas científicas nacionais (USP, 2017b), bem como com os efeitos da crise econômica brasileira 2014-2017, muitas universidades públicas e privadas sofreram com os cortes de recursos do governo (Righetti, 2017) acelerando o processo de criação de *endowments* como forma de diversificação das fontes de renda universitárias (Barbosa Filho, 2017).

Conjuntamente, em 2018, um incêndio consumiu o Museu Nacional, localizado no Rio de Janeiro, esse evento gerou comoção pública com muitos filantropos querendo doar recursos para a restituição desse importante registro da história brasileira, porém, não havia no Brasil um arcabouço legal e institucional para receber essas doações. Assim, foi criando um *zeitgeist*<sup>1</sup> propício ao amadurecimento do arcabouço econômico, jurídico e social dos *endowments* no Brasil.

Algumas semanas posteriormente ao incêndio, em janeiro de 2019, o marco legal dos *endowments* foi sancionado no Brasil, gerando bases legais e institucionais para a expansão de *endowments* no Brasil, quando, no primeiro ano de criação da lei, foram instalados mais *endowments* do que em todo o período antes de sua sanção. As instituições são usualmente construídas por um *mix* entre influências da conjuntura externa com busca interna de eficiência (Zucker, 1987). O incêndio foi uma fagulha para a criação do marco legal dos *endowments*, porém, esse marco legal não foi necessariamente o ótimo do ponto de vista da eficiência da instituição.

A criação de instituições fortes foi um dos principais fatores para o desenvolvimento social de uma nação (Acemoglu e Robinson, 2012; North, 1991; Przeworski, 2004a; b). Os EUA não seriam a potência econômica atual sem uma rede de universidades de elite global. As grandes universidades americanas jamais teriam o potencial intelectual de hoje sem os financiamentos de seus *endowments*. A instituição *endowment* possui um elevado potencial para impulsionar todo o ecossistema de ensino e pesquisa de qualquer nação. *Endowments* não mudam o mundo, mas financiam as universidades. As universidades formam pessoas, e essas sim possuem o potencial de mudar o mundo.

Dado o contexto de fortalecimento dos *endowments* no Brasil, este estudo possui como objetivo principal, analisar detalhadamente os desafios e a viabilidade econômica da

---

<sup>1</sup> *Zeitgeist*: conjuntura política, econômica e social de um povo em um dado período.

implementação dos *endowments* no Brasil. Ademais, a principal justificativa é o potencial crescimento do número de *endowments* a longo prazo no país.

### 1.1. O sistema de ensino superior brasileiro: crises, desafios e potencialidades

Um país em desenvolvimento pode crescer economicamente baseado na expansão de sua ampla mão de obra barata (LEWIS, 1954), mas esse movimento tende a ter limites. Sem choques de produtividade, há risco de um país cair na *middle-income trap*<sup>2</sup>. Logo, o investimento em educação é uma das melhores formas de superar esse empecilho (Becker, 1993; Schultz, 1961, 1973).

O Brasil expandiu fortemente seu sistema de ensino superior a partir da década de 2000. Em 2001, a taxa de escolarização líquida era de 8,9% (com acesso ao ensino superior) e passou para 14,4% em 2009. Além disso, este País possui uma das mais elevadas taxas de investimento em ensino superior do mundo em proporção ao Produto Interno Bruto (PIB), próximo a 100% da renda *per capita* anual, e é a mais discrepante razão entre gastos públicos diretos, por aluno, da educação superior e da educação secundária (Vonbun, Mendonça e Gomes, 2016, p. 246). Contudo, o alto investimento quantitativo não se transforma em resultados qualitativos, isso se reflete em baixas classificações do Brasil nos rankings internacionais. Em 2011, o País ocupou a 26ª posição no ranking da *Times Higher Education*, demonstrando uma assimetria entre investimento e resultados (OECD, 2016).

Embora o Brasil tenha tido um forte avanço no número de vagas universitárias, chegando a dois milhões de cadeiras ofertadas, esse valor ainda está abaixo da demanda, estimada em seis milhões de cadeiras, ou seja, a oferta corresponde a apenas um terço da demanda das vagas universitárias (CARVALHO, 2016). Há, portanto, um potencial para expansão, o qual necessitará de diferentes fontes de financiamento.

O Brasil possuía uma produção de impacto entre o top 1% dos *papers* internacionais, além de possuir ascendente integração com outros pesquisadores do mundo, sendo que menos de 1% das pesquisas de impacto brasileiras são feitas em colaboração com a indústria privada (Clarivate, 2017). Esses dados reforçam a potencial expansão ao melhorar a sintonia entre a academia e a indústria no Brasil.

A eficiência marginal desse avanço, em relação ao aumento do número de novos estudantes, tende a ser decrescente ao considerar que os novos estratos a serem integrados

---

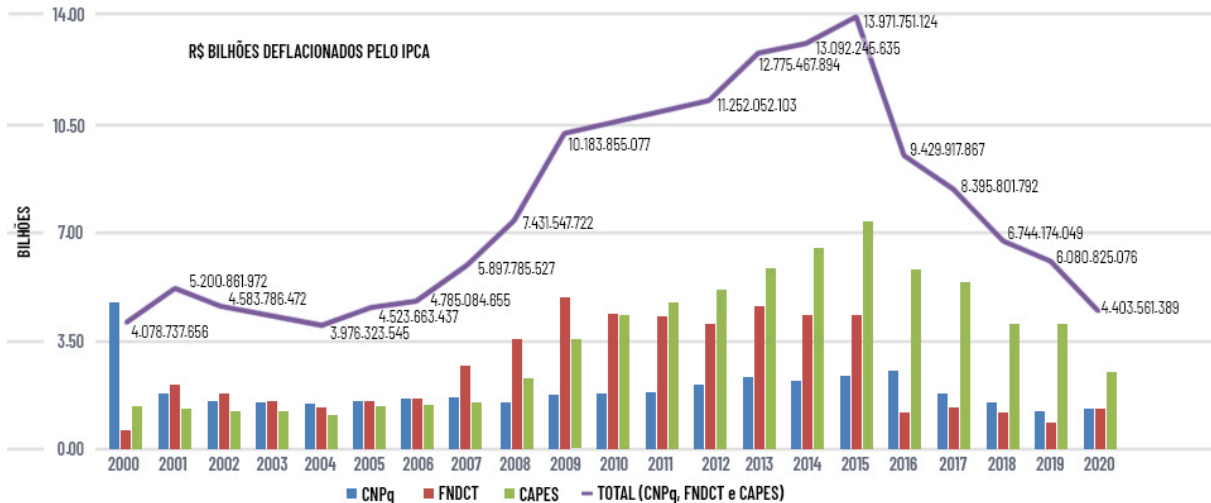
<sup>2</sup> Middle-income trap: armadilha da renda média, na qual países conseguem superar a pobreza, mas, não se tornam ricos.



possuem um capital social menor em relação aos de alta renda (TAFNER, 2016). Logo, a inclusão dessa nova classe demanda uma universidade mais integrada com as empresas e o terceiro setor.

O novo sistema de ensino superior a ser desenvolvido no Brasil tende a possuir características diferentes do atual, conforme as vigentes em outros países. Entre as principais mudanças, pode-se destacar que: i) irá englobar uma nova massa de estudantes com menor capital humano; ii) precisará de fontes de financiamento mais amplas do que apenas os recursos do governo federal; iii) o foco em gerar maior eficiência dado o volume de recursos despendidos (TAFNER, 2016).

Em oposição à crescente complexidade da expansão do sistema de ensino, o volume investido pelo governo brasileiro em ciência e tecnologia está em uma longa tendência de queda após a fase pró-ciência no período de 2002 a 2015 (Escobar, 2020), conforme detalhado na Figura 1. Esta queda foi originada por fatores que envolvem uma crise fiscal e uma visão menos pró-ciência. Fato que criou um desafio entre uma demanda educacional crescente e um orçamento mais acanhado originado da união.



**Figura 1.** Orçamento dos principais fundos de apoio à pesquisa científica e tecnológica (FNDCT, CNPq e CAPES): 2000 a 2020  
Fonte: IPEA (2020).

A principal justificativa para este estudo é o potencial crescimento do número de *endowments* a longo prazo no país. Isso porque, após a crise que teve início em 2014 e perdurou até meados de 2017, muitas universidades públicas e privadas sofreram com os cortes de recursos do governo, acelerando o processo de criação de *endowments* como forma de diversificação das fontes de renda universitárias (Barbosa Filho, 2017).

Os *endowments* podem ser usados para ampliar o número de vagas das universidades já existentes. *Endowments* podem diversificar as fontes de financiamento para os pesquisadores nacionais, adicionando uma opção extra ao limitado leque de financiamento de pesquisa no Brasil. Além disso, podem viabilizar os recursos para pesquisa e inovação.



## 2. SÍNTESE DA BIBLIOGRAFIA FUNDAMENTAL

### 2.1. Definição de *endowment*

A ciência está baseada na pedra fundamental que os gregos estabeleceram há milhares de anos, mais precisamente quando Platão, discípulo de Sócrates, constituiu no monte *Academos*, nos arredores de Atenas, a primeira faculdade e a instituição que hoje chama-se Academia. Essa criação envolveu, naquele momento, um pensar diferente, pois a base legal grega não pressupunha uma nova instituição. Logo, por muitos anos, Platão administrou o terreno herdado como um templo em homenagem a figuras mitológicas, em especial, a Atena – Deusa da sabedoria (SCHROEDER, YOUNG E WELLMAN, 2001). Platão, ao doar suas terras, estava criando uma nova ordem de ensino.

A academia foi evoluindo e, durante a Idade Média, era comum a doação de terras para as faculdades, pois essas eram as formas de riqueza da época. Nesse período foram instituídas regras na qual havia a inalienabilidade da terra, apenas os frutos dela poderiam ser consumidos. Isso tornava a terra uma reserva perene de fonte de recursos para as universidades (Russel, 2006). Instituiu-se, então, o conceito de perenidade da causa universitária, na qual não se tocava no que era principal, mas apenas em seus rendimentos.

Com a evolução da economia, a riqueza passou para o novo mundo, os Estados Unidos começam a prosperar e algumas heranças mantiveram a tradição de criar universidades. A mais antiga delas foi criada em 1636, em Boston, pelo *Great and General Court of the Massachusetts Bay Colony*, que recebeu o nome de seu primeiro doador, John Harvard, o qual doou sua biblioteca e metade de sua fortuna (Harvard, 2017).

Rockfeller, em 1890, foi o maior magnata do petróleo da época e financiou a criação da Chicago University (Boyer, 2015, p. 37), com amplo corpo docente e generosos recursos para seu funcionamento baseado em doações de sua fortuna pessoal. Em 1881, após a perda de seu único filho, o bilionário das ferrovias fez um memorial ao criar a *Leland Stanford Junior University*, doando sua grande herança, em que estava contido um largo campus em Palo Alto (Stanford, 2017).

No Brasil, os registros históricos contam a trajetória do empresário Luiz de Queiroz, que se formou na França e sonhava com a criação de uma escola de agricultura para modernizar o Brasil. Seu plano de construção de uma escola foi edificado sob sua fortuna, especialmente, com a compra da fazenda São João da Montanha, na qual foi fundada em 1901, a Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz” (ESALQ) (Molina, 2011). Em

1934, a ESALQ, junto a outras faculdades, fundou-se a Universidade de São Paulo (USP), dando origem a principal fonte de produção científica do Brasil (Souza, Almeida e Naruto, 1985).

O que há em comum entre todas essas universidades é o fato delas terem sido criadas por meio de doações privadas, um fator primordial de fundação, mesmo que algumas tenham recebido e, ainda, recebam verbas públicas, é que a base da doação foi o que levou ao desenvolvimento dessas instituições. Diante disso, *endowments* são doações feitas visando à perpetuação de uma causa, em especial, a instalação de escolas que podem se tornar universidades.

Junto aos *endowments*, existe um desejo de seus fundadores, porém, a definição de *endowment* usada nesta pesquisa é mais técnica e holística. Com isso, entende-se *endowment* como a soma do capital institucional, humano e financeiro: na instituição jurídica e simbólica da marca - por exemplo, USP; professores, pessoas - *alumni*<sup>3</sup>, alunos e funcionários; e nos fundos monetários e não monetários sob gestão.

Esses três capitais são indissociáveis, pois é apenas na simbiose natural que nascem os *endowments*, uma vez que não adiantaria altos volumes de dinheiro sem um propósito, ou pessoas inteligentes sem um arcabouço próprio para a pesquisa e extensão. O *endowment*, embora associado dos fundos monetários, jamais deve ser visto como limitado a tal, sendo essa visão holística a sua principal propriedade.

## **2.2. A construção de um *endowment***

Um *endowment*, via de regra, nasce a partir de uma grande doação privada, não necessariamente em dinheiro, com um propósito específico (KOCHARD e RITTEREISER, 2008, p. 5). Assim, as universidades que esperam criar seus *endowments* devem focar nesse tipo de doação para iniciar suas atividades. *Endowments* podem ser criados para causas sociais, científica, culturais e/ou artísticas, etc.

Entre os motivos que levam uma universidade a possuir um *endowment*, encontram-se o aumento das fontes de financiamento, diversificação das origens dos recursos, autonomia de planejamento, manutenção da liquidez, preservação de legados, preservação de tradições e subsídio para pensar em longo prazo (Hansmann, 2007). Esses fatores devem ser debatidos para entender se uma universidade precisa ou não de um *endowment*.

---

<sup>3</sup> Alumni: ex-alunos.

A criação de um *endowment* é um processo que envolve um grupo de estudo com professores, alunos e potenciais doadores. Os alunos conduzem boa parte da linha de frente, gerando contatos que são reforçados pelos professores junto aos doadores (Moerschbaeher, Hammerman e Soft, 2003).

Após uma série de discussões, deve-se criar um plano de *endowment*, em que esteja claro qual é o propósito, o desenho organizacional e a estrutura jurídica; além de estarem delineadas as limitações em que o *endowment* estará sujeito, como por exemplo, não investir ou receber recursos de empresas bélicas (Newman, 2005).

Uma vez instalada juridicamente a instituição, prossegue com a captação de recursos. Dito isso, uma forma utilizada pelos *endowments* americanos é a criação de campanhas em que se define uma meta de arrecadação até um *deadline*<sup>4</sup>. Em seguida, parte-se para execução buscando doadores individuais e institucionais (Farrell, 2005). Essa grande campanha pode ter metas setoriais para cada faculdade dependendo das demandas específicas.

Conectar os doadores à causa e pessoas beneficiadas é uma das principais maneiras de estabilizar uma boa arrecadação. Encontros, congressos e banquetes são as principais formas de realizar o encontro dos doadores aos beneficiários, criando vínculos pessoais e profissionais (Newman, 2005).

Dessa maneira, a existência de um Fundo Patrimonial, tal como o *endowment*, bem gerido e administrado, reforça o compromisso com a causa do desenvolvimento do ensino superior e pesquisas acadêmicas, transmitindo solidez e confiabilidade na instituição gestora dos recursos (Fabiani e Hanai, 2019). A filantropia deve ser compreendida com a mesma seriedade que é avocada aos negócios da família, com maior ênfase nos resultados, e passando a objetivar ferramentas de gestão como planejamento estratégico e avaliação de impacto (Pasqualin, 2019).

---

<sup>4</sup> Deadline: prazo final.



### 3. PROBLEMA DE PESQUISA, OBJETIVOS E HIPÓTESES

#### 3.1. Escopo

O problema de pesquisa que se objetiva discutir neste estudo foi definido a partir da seguinte questão: seriam os *endowments* viáveis no Brasil? Essa questão surgiu a partir da presente assimetria entre a forte presença de *endowments* nos Estados Unidos da América e uma nascente, e ainda limitada, quantidade de *endowments* no Brasil. Existe, hoje, uma forte crítica dos pesquisadores nacionais pelo restrito volume de verba, mas há poucos estudos e propostas formalizadas no sentido de aumentar o *quantum* de recursos para a ciência nacional, especialmente, pelas vias não puramente estatais.

O objetivo principal deste estudo é analisar detalhadamente os desafios e a viabilidade econômica da implementação dos *endowments* no Brasil. Já o objetivo secundário é compreender como funciona um *endowment*, sua base legal e estrutura organizacional. Em outras palavras, a proposta é analisar o atual *zeitgeist* nacional para formação e gestão de *endowments* no Brasil. Embora existam *endowments* hoje, no Brasil, ainda não tem-se uma base teórica para a constatação de seu funcionamento e sucesso, assim como acontece nos EUA e países da Europa.

A contribuição para a ciência é definir o que é um *endowment* e demonstrar como é sua estrutura organizacional, bem como são seus processos de gestão e captação de recursos. Além desses, espera-se uma nova visão por parte dos pesquisadores ao conhecer novas formas de financiamento para sua pesquisa, assim como as potencialidades para a expansão dos *endowments* no Brasil.

Assim, buscou-se, através de uma visão holística dos *endowments*, detalhar as diretrizes teóricas e práticas para a instalação de *endowments* nas universidades, bem como as bases para futuras pesquisas na área.

#### 3.2. Hipótese da tese

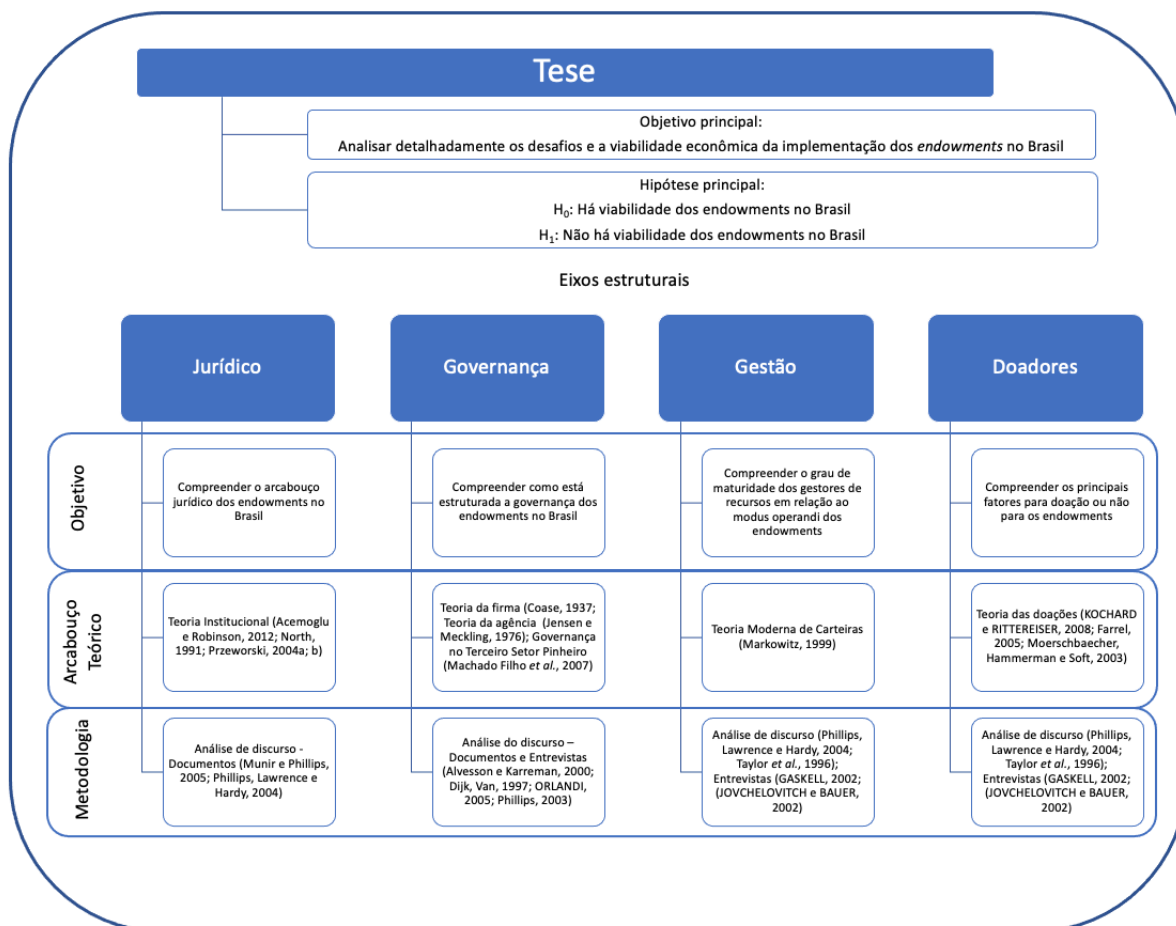
A presente tese usa como arcabouço epistemológico o conceito de hipóteses testáveis (Eco, 1995; Popper, 2004), na qual, primeiramente, evita-se assumir como verdadeiro aquilo que não foi provado. Destarte, dividir o macro tema em partes menores auxiliou no processo de examinação, uma vez que ele passou a ser simples e objetivo. Posteriormente, tem-se que



os pensamentos foram organizados em um modelo de degraus, conforme o nível de complexidade (Descartes, 2018).

Nessa epistemologia, com a finalidade de atender ao objetivo principal proposto, foi formulada a seguinte hipótese: *Há viabilidade dos endowments no Brasil*. Para rejeitar ou não tal hipótese, foi analisada quatro características essenciais para a viabilidade dos *endowments*, a saber, a existência de i) uma base jurídica que comporte suas particularidades; ii) uma governança que defenda os interesses dos doadores; iii) uma gestão de recursos preparada para atender as especificidades dos *endowments*; e iv) doadores que estão dispostos a contribuir para os *endowments*.

Diante disso, a tese foi estruturada sob quatro eixos interconectados entre si - jurídico, governança, gestão e doadores -, melhor compreendidos conforme a Figura 2. Os eixos possuem objetivos, arcabouços teóricos e metodologias próprias, cuja finalidade é analisar as suas respectivas características. A hipótese não será rejeitada se, e somente se, esses quatro itens supracitados forem constatados na pesquisa conforme a Figura 2.



**Figura 2.** Estrutura da tese e principais objetivos a atingir

Fonte: Elaboração do autor.

Uma breve descrição dos eixos estudados nesta pesquisa apresenta-se a seguir.

*Eixo Jurídico:* com o objetivo de compreender o arcabouço jurídico dos *endowments* no Brasil, foram analisadas as leis, regulamentos, estatutos e portarias. Neste eixo, analisou-se a presença de um apoio institucional no Brasil, bem como seu desempenho e adequabilidade. A oferta de subsídios fiscais também é analisada, embora não seja essencial para a manutenção dos *endowments*, pois a sua existência é estimulada principalmente pelas doações.

*Eixo Gestão:* tem como objetivo compreender o grau de maturidade dos gestores de recursos em relação ao *modus operandi* dos *endowments*. Este eixo é conduzido sob a ótica da análise de discurso, especialmente por meio de entrevistas com os gestores de recursos (vide APÊNDICE A). Diante disso, buscou-se analisar se, no Brasil, há gestores com o *mindset* para gestão dos recursos dos *endowments*, item crítico para sua estruturação e desempenho. Por natureza, os *endowments* não visam ganhos em curto prazo e permitem assumir mais riscos de mercado do que a média dos outros fundos de investimentos. A mentalidade de gestão pode ser diferente em relação ao padrão dominante do mercado financeiro brasileiro atual.

*Eixo Governança:* busca compreender como está estruturada a governança dos *endowments* no Brasil. Para isso, usou-se a metodologia da análise do discurso via estatutos, resoluções e entrevistas com os gestores das universidades brasileiras. Essa análise pautou-se em uma governança estruturada para defender os interesses dos doadores, isso se dá, pois, a existência de conflitos de agência pode inviabilizar o funcionamento de *endowments* no Brasil, uma vez que os doadores precisam sentir confiança que seus capitais serão empregados segundo suas vontades.

*Eixo Doadores:* pretende-se compreender os principais fatores para a doação ou não nos *endowments*. O ponto a ser analisado aqui é se existem doadores para viabilizar os *endowments* no Brasil, com condições para tal. Neste eixo buscou-se desvelar a mente dos doadores brasileiros, bem como suas aspirações culturais, emocionais, políticas e morais que estimulam a doação ou não. Para tanto, a metodologia norteada através de entrevista com roteiro semiestruturado, conforme apresentado no APÊNDICE B.

Podem existir doadores dispostos a doar, porém sem uma governança adequada para o *endowments*, haverá problemas em sua execução. Por sua vez, uma governança de *endowments* eficiente só será possível se a base legal proteger os interesses dos doadores. A gestão dos recursos, caso conduzida com foco em curto prazo e sem tomada dos riscos de

liquidez, pode gerar *alphas*<sup>5</sup> baixas ou negativas, o que compromete a capacidade de autofinanciamento do *endowment*.

---

<sup>5</sup> *Alpha* é o retorno acima do *benchmark* determinado para o portfólio obtido pelo *endowment* já descontado o risco que ele incorreu para obter.

## 4. MATERIAL E MÉTODOS

### 4.1. Metodologia e base de dados

O método utilizado no presente trabalho foi estruturado com base em análise discursiva sobre os fundos patrimoniais brasileiros e norte-americanos. A escolha desse método se baseia na premissa de que instituições são construídas primeiramente a partir de textos, para depois serem feitas por meio de ações práticas (Phillips, Lawrence e Hardy, 2004; Taylor *et al.*, 1996), na qual organizações divulgam os textos - ensaios, artigos, manifestos, entrevistas, etc. - defendendo seus respectivos interesses e preparam terrenos para novas estruturas (Munir e Phillips, 2005; Phillips, Lawrence e Hardy, 2004).

A análise de discurso fornece um arcabouço teórico e uma abordagem prática para pesquisadores e interessados em analisar a construção de instituições (Alvesson e Karreman, 2000; Dijk, Van, 1997; ORLANDI, 2005; Phillips, 2003). Nesta pesquisa o discurso foi compreendido no contexto de uma série de textos que trazem significado a um objeto, conjuntamente como a prática de produção, disseminação e recepção (Parker, 1992). Esses discursos podem tomar diversas formas, incluindo formas verbais escritas, falas dos envolvidos, figuras, vídeos, entre outras formas (Grant, Keenoy e Oswick, 1998; Pêcheux, 2006). Os textos, em suas formas individuais, não possuem sentido, eles se constituem na soma de fatores, da sua produção, disseminação e de como são consumidos, assim como o diálogo com outros textos, isso é o que atribui significado a eles (Munir e Phillips, 2005).

Dito isso e de modo a atingir o intento proposto foi realizada uma coleta primária de dados e, com isso, foram realizados encontros com os envolvidos direta e indiretamente na criação e gestão de fundos patrimoniais nacionais e norte-americanos. Nesses encontros buscou-se coletar e analisar dois tipos principais de materiais: documentos e entrevistas. Outros tipos de materiais também surgiram no desenvolver da pesquisa, mas dado o objetivo de compreender os *endowments* e seu processo de gestão, a análise se concentrou nos aspectos teóricos dos *endowments*.

As entrevistas foram do tipo semiestruturadas, primeiramente elaborou-se um roteiro base com as perguntas principais, entre 10 e 15, dependendo do grupo a ser entrevistado, foi dado espaço para outras perguntas suporte a fim de complementar as informações fornecidas pelos entrevistados (GASKELL, 2002). Houve entrevistas narrativas, especialmente com os gestores, em que foram descritos como foi o processo de gestão (JOVCHELOVITCH e BAUER, 2002). Da mesma maneira, como foram estruturadas entrevistas episódicas com os

fundadores dos atuais *endowments*, contando as dificuldades, oportunidades e caminho que eles seguiram para instalar os primeiros fundos patrimoniais (FICLK, 2002).

Além disso, as entrevistas foram conduzidas buscando obter informações de como funciona o processo de gestão dos *endowments* mais maduros nos EUA; quais as dificuldades, potencialidades e possíveis caminhos para doações (GASKELL, 2002). Foram solicitadas autorizações para a gravação das entrevistas e os documentos foram coletados concomitantemente às entrevistas. Esses documentos, em especial, os relatórios, livros, cópias de atas, modelos jurídicos, etc. são valiosos para entender a formalização dos processos e a instalação das instituições (Sá-Silva, Domingos De Almeida e Guindani, 2009).

A lista de entrevistados foi contruída visando atingir o intento de conceber uma visão holística da viabilidade do *endowment* no Brasil. Os entrevistados forneceram insumos antes, durante e após as entrevistas. A seguir são descritos os principais grupos de entrevistados com algumas observações sobre as categorias.

**Academia:** nesta sessão estão os pesquisadores, professores e alunos das universidades, em especial a USP, Universidade Estadual Paulista (UNESP), Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), Fundação Getúlio Vargas (FGV) e Insper. Questionou-se sobre conhecimento, opinião e interesse nos fundos patrimoniais, esse é o maior grupo de entrevistados.

**Endowments:** fundadores e atuais membros de fundos patrimoniais no Brasil, em especial, os fundos da USP (Escola Politécnica e da Faculdade de Economia e Administração), FGV e Insper. Foram entrevistados membros de diretorias, conselhos fiscais, assembleias e funcionários, de modo a entender como eles se adaptam a realidade jurídica e cultural do Brasil.

**Alumni:** considerando que os fundos patrimoniais são usualmente mantidos por ex-alunos das próprias instituições, a opinião desse grupo foi um fator crítico para a viabilidade dos fundos. Os voluntários dos *endowments* demonstraram alto engajamento com o tema durante as entrevistas.

**Doadores:** foram entrevistados doadores, nacionais e norte-americanos, para entender os principais motivos e abordagens para sua doação. Esse grupo se caracterizou por maior discrição e busca por anonimato por parte dos entrevistados.

**Gestoras:** o *staff* de gestoras, bancos e outras instituições financeiras diretamente associadas à captação e gestão desses recursos foram um dos focos das entrevistas. Neste grupo houve enfoque sobre como funciona a administração do dia a dia dos recursos captados, suas dificuldades e possíveis entraves do sistema jurídico e financeiro do Brasil.

**Interessados:** todos os outros membros que possam se interessar nos fundos patrimoniais não classificados nas outras categorias. Por exemplo, empresários, simpatizantes ou pesquisadores, que contribuíram de diferentes formas para a pesquisa.

Pela complexidade das inter-relações entre os membros do ecossistema de *endowments*, existe uma tendência de sobreposição em alguns temas. Logo, as entrevistas foram construídas de maneira individualizada, porém, estão integradas em uma visão agregada para atender o objetivo de compreender a viabilidade legal, econômica e organizacional dos *endowments* no Brasil. As respostas foram tabuladas e encontram-se disponíveis para consulta mediante contato com o responsável por esse projeto.



## 5. RESULTADOS

Os resultados da tese foram estruturados em capítulos contemplando cada um dos quatro objetivos secundários definidos na Figura 1. As seções foram construídas baseadas na lógica dialética (tese, antítese e síntese) (Hegel, 1816). Em todos os capítulos, há no final, uma seção dedicada exclusivamente para a síntese da análise dos resultados obtidos dialogando com os objetivos secundários correspondentes àquele capítulo. Na seção final Discussão, a soma dessas quatro sínteses é congregada para atingir o objetivo principal do trabalho.

O capítulo sobre base jurídica trata das leis brasileiras que fundamentaram legalmente e regimentalmente a figura do *endowment* no Brasil. Sua construção passa por várias leis que estão adaptando a figura do *endowment* ao fundo patrimonial dada à realidade brasileira.

O capítulo sobre governança mostra como estão estruturados os comitês dos *endowments*, assim como suas respectivas distribuições de poderes e responsabilidades. Geralmente, os fundos patrimoniais que existem hoje seguem o mesmo padrão de possuir três comitês abaixo de uma assembleia geral.

O capítulo sobre a mentalidade dos gestores de investimentos brasileiros está estruturado na revisão dos principais livros com entrevistas dos gestores de recursos brasileiros. Ademais, há uma análise de como os gestores dos *endowments* administram os recursos nos EUA. Adicionalmente tem-se a visão dos gestores brasileiros e como eles veem a gestão profissional de recursos no *endowments* brasileiros.

O capítulo sobre os doadores analisa a cultura de doações no Brasil, os principais fatores de doação no Brasil, os grupos preferenciais para doações, bem como os motivos limitantes para doações aos *endowments*.





## 6. ENDOWMENTS: BASE JURÍDICA E ISENÇÕES FISCAIS

### 6.1. A base legal dos *endowments*

O marco legal dos fundos patrimoniais é a Lei dos Fundos Patrimoniais nº 13.800 (BRASIL, 2019), a qual visa regulamentar os *endowments* no Brasil. A lei trata de fundos patrimoniais relacionados “à educação, à ciência, à tecnologia, à pesquisa e à inovação, à cultura, à saúde, ao meio ambiente, à assistência social, ao desporto, à segurança pública, aos direitos humanos e a demais finalidades de interesse público” (BRASIL, 2019, p. 1).

Destarte, constatou-se que a Lei dos Fundos Patrimoniais mostra claramente o objetivo de formar *endowments*, pois define que a instituição gestora “instituirá fundo patrimonial com a finalidade de constituir fonte de recursos em longo prazo para o fomento das instituições apoiadas” (BRASIL, 2019, p. 1). Portanto, tal lei busca manter o princípio de retirar apenas os rendimentos ao definir que “a organização gestora de fundo patrimonial poderá destinar apenas os rendimentos do principal a projetos da instituição apoiada [...]” (BRASIL, 2019, p. 8).

Além disso, a Lei dos Fundos Patrimoniais criou a figura da Organização Gestora do Fundo Patrimonial (OGFP). A OGFP é a pessoa jurídica responsável por captar e gerir o fundo patrimonial, que pode ser definido como o “conjunto de ativos de natureza privada instituído, gerido e administrado pela OGFP com o intuito de constituir fonte de recursos em longo prazo, a partir da preservação do principal e da aplicação de seus rendimentos” (BRASIL, 2019, p.1). A OGFP é o *endowment* em sua concepção ampla (Pasqualin, 2019).

Importante ressaltar que a Lei dos Fundos Patrimoniais (BRASIL, 2019) não é impositiva, mas sim, um modelo para a criação de fundos patrimoniais (embora não seja o único modelo para tal). Ela fundamenta as bases legais dos *endowments*, porém os fundadores possuem liberdade para adotar outros modelos. Para as instituições públicas, ela apresenta um avanço ao dar segurança jurídica para a criação da OGFP (Pannunzio, 2019).

### 6.2. Estruturas jurídicas

Os *endowments* podem ser constituídos sob duas estruturas jurídicas diferentes, a saber: associação e fundação. As associações são constituídas por meio de um grupo de pessoas que objetivam um determinado fim não lucrativo, podendo ser de cunho social, educacional, assistencial, ambiental, entre outros. São caracterizadas por não distribuir ou

dividir entre os integrantes os resultados financeiros. As rendas provenientes da atividade desenvolvida são destinadas à finalidade descrita em seu estatuto (Araujo e Carrenho, 2009). Uma associação é uma figura jurídica mais simplificada e de fácil implantação, bastando possuir um estatuto, o qual se baseia na autoregulamentação, de instalação em curto espaço de tempo.

Uma fundação não é somente uma organização que concede financiamentos, ela geralmente pretende se consolidar e perpetuar ao longo do tempo, voltada para o bem-estar social e que tenha a capacidade de captar e administrar recursos. Para isso, os fundadores precisam ter uma ideia clara de como captar esses recursos (DuPree e Winder, 2000). As fundações, por sua vez, possuem estrutura jurídica sofisticada e algumas vantagens para obter isenções fiscais. Entretanto, elas são fiscalizadas pelo Ministério Público, o que causa uma manutenção mais custosa.

Há também a possibilidade de um modelo misto, em que se inicia a instituição na forma de associação e, posteriormente, transforma-se em fundação, sendo uma sucessora legal do patrimônio, bens, direitos, deveres e titulações da sua antecessora. Esse modelo pode ou não ter uma cláusula após atingir um determinado limite máximo de patrimônio para a conversão (ASSOCIAÇÃO ENDOWMENT DIREITO GV, 2012). A Figura 3 detalha os prós e os contras das associações e fundações, indicando uma comparação entre elas.

	<b>PRÓS</b>	<b>CONTRAS</b>
<b>ASSOCIAÇÃO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• É mais fácil constituir uma associação do que uma fundação; há menos burocracia.</li> <li>• Não é necessário ter nenhum ativo no momento de sua criação.</li> <li>• Possui maior flexibilidade para organizar e, eventualmente, alterar sua constituição e missão programática.</li> <li>• Possui maior autonomia do que uma fundação.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Como não há obrigação de ter quantidade mínima de ativos, não há garantia da sustentabilidade da associação.</li> </ul>
<b>FUNDAÇÃO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Segurança em relação à permanência das metas definidas pelo instituidor.</li> <li>• A fundação permanece em perpetuidade, mesmo que o instituidor deixe de existir.</li> <li>• A credibilidade é fortalecida pela aplicação do controle externo.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O Ministério Público deve ser consultado sobre qualquer decisão que envolva os ativos.</li> </ul>

**Figura 3.** Prós e contras de associações e fundações

Fonte: Bragança e Biselli (2019).

A base jurídica que rege tais associações e fundações voltadas aos fundos patrimoniais, passou por longa discussão de projetos de leis propostos por deputados e profissionais do setor até a formação da legislação em vigor das duas leis - Lei nº 13.490 e Lei nº 13.800.

O governo federal, visando gerar segurança jurídica para o doador com foco nas universidades, sancionou a Lei nº 13.490, a qual permite a doação explícita para projetos específicos, conforme o acordo entre doadores e universidades (Brasil, 2017, p. 1). “No caso das universidades públicas, os recursos das doações devem ser dirigidos ao caixa único da instituição, com destinação garantida às unidades a serem beneficiadas” (Brasil, 2017, p. 1), o que atribui maior base legal para criação dos *endowments*.

### **6.3. Escopo, abrangência e fontes de receita**

A Lei das Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIP) (Brasil, 1999) ostenta um rol de finalidades consideradas expressamente de interesse público e que foram replicadas, em boa parte, pelas associações e fundações relacionadas aos *endowments*, também instauradas na lei dos Fundos Patrimoniais (BRASIL, 2019; Pasqualin, 2019), a saber:

- Assistência social;
- Cultura, defesa e conservação do patrimônio histórico e artístico;
- Educação;
- Saúde;
- Segurança alimentar e nutricional;
- Defesa, preservação e conservação do meio ambiente e promoção do desenvolvimento sustentável;
- Fomento do voluntariado;
- Promoção do desenvolvimento econômico e social e combate à pobreza;
- Experimentação, não lucrativa, de novos modelos socioprodutivos e de sistemas alternativos de produção, comércio, emprego e crédito;
- Promoção de direitos estabelecidos, construção de novos direitos e assessoria jurídica gratuita de interesse suplementar;
- Promoção da ética, da paz, da cidadania, dos direitos humanos, da democracia e de outros valores universais;

- Estudos e pesquisas, desenvolvimento de tecnologias alternativas, produção e divulgação de informações e conhecimentos técnicos e científicos relacionados às finalidades mencionadas;
- Estudos e pesquisas para o desenvolvimento, a disponibilização e a implementação de tecnologias voltadas à mobilidade de pessoas, por qualquer meio de transporte.

Existem três formas de doações: doação permanente não restrita; doação permanente restrita para propósito específico; e, doação para um propósito específico. Esses recursos podem ser investidos segundo as diretrizes definidas pelo Conselho Monetário Nacional (BRASIL, 2019). A seguir foram detalhadas as características de cada tipo de doação.

*Doação permanente não restrita:* é um recurso em que o principal é incorporado ao patrimônio permanente do fundo patrimonial e não pode ser resgatado. Já os rendimentos podem ser utilizados em programas, projetos e demais finalidades de interesse público.

*Doação permanente restrita de propósito específico:* é um recurso em que o principal é incorporado ao patrimônio permanente do fundo patrimonial e não pode ser resgatado. Quanto aos rendimentos, esses podem ser utilizados em projetos relacionados ao propósito previamente definido no instrumento de doação.

*Doação de propósito específico:* é um recurso atribuído a um projeto previamente definido no instrumento de doação, o qual não pode ser imediatamente utilizado e que deve ser incorporado ao patrimônio permanente do fundo patrimonial para fins de investimento, em que o principal pode ser resgatado pela Organização Gestora de Fundo Patrimonial de acordo com os termos e condições estabelecidos no instrumento de doação e na Lei 13.800/19. A permissão legal é a utilização máxima de até 20% da doação no exercício em que ela ocorrer, podendo o percentual ser aumentado nas hipóteses de recuperação ou de preservação de obras e patrimônio, bem como para as intervenções emergenciais para manutenção dos serviços prestados pela instituição apoiada.

É permitido ao fundo patrimonial o pagamento de “obras, inclusive para adaptação e conservação de bens imóveis, equipamentos, materiais, serviços, estudos necessários ao fomento, ao desenvolvimento, à inovação e à sustentabilidade da instituição pública apoiada” (BRASIL, 2019, p. 9). Além de Bolsas de estudos “[...] e prêmios por destaque nas áreas de pesquisa, inovação, desenvolvimento, tecnologia e demais áreas de interesse da instituição pública apoiada”, além de “capacitação e qualificação necessárias para o aperfeiçoamento do capital intelectual da instituição apoiada” (BRASIL, 2019, p. 9).

Ademais, ainda existem os “auxílios financeiros destinados à execução e à manutenção de projetos decorrentes de doações ou do patrimônio do fundo, aos programas e redes de pesquisa, ao desenvolvimento e inovação, diretamente ou em parceria, ou destinados a ações de divulgação científica e tecnológica para a realização de eventos científicos [...]” (BRASIL, 2019, p. 9). Ainda podem ser despendidos os recursos com “[...] à participação de estudantes e de pesquisadores em congressos e em eventos científicos e à editoração de revistas científicas [...]” (BRASIL, 2019, p. 9).

A Lei dos Fundos Patrimoniais definiu as seguintes fontes de receita (BRASIL, 2019; Pasqualin, 2019):

- Aportes iniciais;
- Doações financeiras e de bens móveis e imóveis, e o patrocínio de pessoas físicas, de pessoas jurídicas privadas, nacionais ou estrangeiras, de Estados estrangeiros e de organismos internacionais e multilaterais;
- Ganhos de capital e os rendimentos oriundos dos investimentos realizados com seus ativos;
- Recursos derivados de locação, empréstimo ou alienação de bens e direitos ou de publicações, material técnico, dados e informações;
- Recursos destinados por testamento;
- Contribuições associativas;
- Demais receitas patrimoniais e financeiras;
- Exploração de direitos de propriedade intelectual decorrente de aplicação de recursos do fundo patrimonial;
- Venda de bens com a marca da instituição apoiada; e
- Recursos provenientes de outros fundos patrimoniais.

As pessoas jurídicas, que fazem a doação para os *endowments*, podem reduzir a base de incidência do Imposto de Renda e a Contribuição sobre Lucro Líquido, baseado na Lei nº 9.249/95 e gera ganhos fiscais com doações de 25% do valor doado em redução de impostos, observando o limite de 1,5% do faturamento (FGV, 2009). A Figura 4 sumariza a composição do fundo patrimonial em fontes de capital e receita, conforme a origem, permanência e uso dos recursos.

Importante ressaltar que o fundo patrimonial não é um fundo de investimentos como regido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Bragança e Biselli, 2019). Na definição da CVM o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de

condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, com retorno do principal e rendimentos ao investidor (Brasil, 2002). Já o fundo patrimonial consagra um conjunto de recursos ou ativos originados de pessoas que os doam para sua aplicação em proveito de determinada causa e em prol da instituição apoiada, sem que haja a formação de um condomínio (Algranti, 2019; Pasqualin, 2019).

COMPOSIÇÃO DO FUNDO PATRIMONIAL					
Principal			Outras Receitas		
Origem	<b>Doação permanente não restrita</b> e dotação (ou aporte) inicial: ativos financeiros, bens móveis e imóveis, recursos destinados por testamento, recursos provenientes de outros Fundos Patrimoniais	<b>Doação permanente restrita de propósito específico</b> e dotação (ou aporte) inicial: ativos financeiros, bens móveis e imóveis, recursos destinados por testamento, recursos provenientes de outros Fundos Patrimoniais	<b>Doação de propósito específico:</b> ativos financeiros, bens móveis e imóveis, recursos destinados por testamento, recursos provenientes de outros Fundos Patrimoniais	<b>Aplicação de recursos do Fundo Patrimonial:</b> rendimentos dos investimentos realizados com o Fundo Patrimonial, ganhos de capital ou na venda de bens, recursos derivados de locação ou empréstimo, exploração de direitos de propriedade intelectual	<b>Geração de renda própria:</b> contribuições associativas à Organização Gestora, publicações, material técnico, dados e informações, venda de bens com a marca da instituição apoiada
Permanência	Patrimônio permanente (o principal não pode ser resgatado, exceto em casos excepcionais)		Conforme fluxo estabelecido no instrumento de doação	A parcela referente à correção monetária (inflação) incorpora-se ao patrimônio permanente	Definida pela <b>Política de Composição do Fundo Patrimonial</b>
Uso	Geração de rendimentos <b>sem</b> destinação específica	Geração de rendimentos <b>com</b> destinação específica	Projeto definido no instrumento de doação (com limite de 20% no ano da doação)	Os rendimentos (descontada a correção monetária/inflação) destinam-se a despesas da Organização Gestora do Fundo Patrimonial e à instituição apoiada	Definido pela <b>Política de Utilização e Destinação dos Recursos do Fundo Patrimonial</b>

**Figura 4.** Fontes de capital e receita e suas destinações dos Fundos Patrimoniais

Fonte: Fabiani e Hanai (2019).



A Lei dos Fundos Patrimoniais (BRASIL, 2019) definiu que se uma OGFP for dissolvida, o patrimônio do Fundo Patrimonial deve ser destinado à outra OGFP que se dedique a causas similares, respeitado o que dispuser o estatuto social e os termos de parceria com cláusula de exclusividade (Pasqualin, 2019). Isso mantém a doação mais próxima possível de seu sentido inicial imaginado pelo doador.

Nos Estados Unidos, uma doação com propósito restrito foi tema de um acalorado debate com o caso de um doador o qual há 200 anos, impôs como restrição, financiar bolsas de estudos somente aos alunos da religião batista, cujo foco era promover sua fé. Porém, quando a universidade deixou de perguntar a religião dos alunos, ela requisitou o poder usar a doação para outros fins. Um juiz, então, questionou a ação dessa universidade. Logo, essas doações foram transferidas para outras universidades, a fim de manter a intenção do doador de oferecer bolsas exclusivas para estudantes batistas (Fabiani e Hanai, 2019; Monti, 2015). Nesse caso é exemplificada a força das doações e sua perenidade, na qual a causa é o propósito, e o *endowment*, sendo um meio para sua realização.

A única obrigação que a Lei dos Fundos Patrimoniais (BRASIL, 2019) impôs o consentimento prévio do dirigente máximo da instituição pública apoiada, quando a OGFP se destina exclusivamente à ela. A necessidade desse consentimento se aplica, naturalmente também, à OGFP que se dedica exclusivamente a instituições privadas, dado que a OGFP deve ter permissão para captar recursos se fizer uso da marca, imagem e reputação da instituição apoiada (Pasqualin, 2019). A intenção do legislador foi criar um vínculo formal entre o *endowment* e a instituição assistida.

#### **6.4. O Comitê de Investimento**

A Lei dos Fundos Patrimoniais (BRASIL, 2019) criou a figura do Comitê de Investimento, que possui três obrigações: primeira, o Comitê de Investimento deve criar e atualizar a Política de Investimento sempre que necessário; a segunda, responsabilidade do Comitê de Investimento de acompanhar se os investimentos estão em linha com o que foi proposto na Política de Investimentos; e a terceira, a função do Comitê de Investimento é elaborar relatório anual sobre as regras dos investimentos financeiros, do resgate e da utilização dos recursos e sobre a gestão dos recursos do fundo patrimonial (BRASIL, 2019).

A Lei dos Fundos Patrimoniais (BRASIL, 2019) impõe a presença de um Comitê de Investimento com membros – de três a cinco - indicados pelo Conselho de Administração,

sendo eles “pessoas comprovadamente idôneas, com notório conhecimento e com formação, preferencialmente, nas áreas de administração, economia, atuária ou contabilidade, com experiência nos mercados financeiros ou de capitais e registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM)” (BRASIL, 2019, p. 5), podendo ser remunerados.

A lei permite que os membros do Comitê de Investimento sejam remunerados por seus trabalhos (BRASIL, 2019). É importante ressaltar que a imposição de remuneração máxima dos membros dos Comitês dos Fundos Patrimoniais possui um problema legal e outro prático. Legalmente, impor o teto de remuneração é uma afronta à autonomia da OGFP, que ocasiona uma perda de poder de decisão vital quando relacionado à captação de doações privadas (Algranti, 2019).

Na prática, há uma diferença de remuneração entre os professores e os membros do mercado financeiro, em especial, os de gestão de recursos. Um gestor de recursos de alto nível deve ter um bônus de rentabilidade em uma *asset*, baseado em um desempenho diferente de um professor de universidade pública, cujas remunerações são mais rígidas. Se limitar a remuneração a um teto, por exemplo, o salário do reitor, haverá uma assimetria salarial que pode desestimular os melhores gestores, em longo prazo, a gerir essas carteiras.

### **6.5. O gestor de recursos**

O gestor de recursos possui a função de operacionalizar a política de investimentos e deve, obrigatoriamente, ser registrado como administrador de carteiras na CVM. Na contratação do gestor deve ser analisada a formação acadêmica, buscando profissionais de elevado conhecimento na área, bem como mestrado e doutorado que são importantes diferenciais.

A presença de certificações para gestores é um indicativo importante de conhecimento sobre gestão. A Certificação de Gestores ANBIMA (CGA) e a Chartered Financial Analyst (CFA) são exemplos de certificações reconhecidas pelas entidades de autorregulação, em especial, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA).

Gestores de associações ou fundações que gerenciam investimentos sem possuir registro na CVM estão atuando na ilegalidade, podendo ser processados e receber multas de até R\$ 50 milhões e suspensão de 20 anos para atuar no mercado (CVM, 2019).

## 6.6. Imunidade e isenções fiscais

Primeiramente, há diferença entre imunidade e isenção, as quais devem ser esclarecidas. Imunidade tributária é quando a instituição é, por definição, imune e o Estado não possui o poder de tributar essa instituição. Isenção tributária é quando o Estado possui o poder, porém abdica de seu poder de tributação. A isenção tributária possui caráter temporário, enquanto a imunidade é por natureza perpétua.

A Constituição Federal é explícita ao garantir a imunidade fiscal às instituições de ensino e ao fazer a seguinte afirmação em seu art. 150, IV, c e o § 4º: “sem prejuízo de outras garantias asseguradas ao contribuinte, é vedado à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios (...) instituir impostos sobre (...) patrimônio, renda ou serviços (...) das instituições de educação e de assistência social, sem fins lucrativos, atendidos os requisitos da lei” (BRASIL, 1988) (Pasqualin, 2019). Geralmente, os *endowments* possuem a imunidade fiscal garantida pela Constituição.

A imunidade tributária deve ser extensiva sobre todos os tributos, na esfera federal, estadual e municipal. Isso implica na imunidade para o Imposto sobre Transmissão Causa Mortis e Doação (ITCM) para entrada de doações nos *endowments* e do Imposto de Renda na saída dos retornos do capital investido (Esmerelles, 2013; Pasqualin, 2020).

Um dos requisitos para manter a imunidade tributária é a não distribuição de qualquer parcela de seu patrimônio ou de suas rendas, a qualquer título e aplicarem integralmente, no País, os seus recursos na manutenção dos seus objetivos institucionais (BRASIL, 1988; Esmerelles, 2013). Os dirigentes podem ser remunerados pelos seus cargos sem configurar distribuição de patrimônio, inclusive com remuneração compatível com o mercado em que está inserido (Hable, 2013; Pasqualin, 2019).

O Fundo Patrimonial pode aplicar seus recursos fora do Brasil. Porém esses devem ser geridos por fundos ou carteiras administradas, instalados no Brasil e regulados pela CVM, uma vez que gozam das isenções fiscais, via art. 15 da Lei 9.532/97 (Brasil, 1997). Não há demanda para que as aplicações dos recursos sejam necessariamente no Brasil para manutenção dos objetivos institucionais, especialmente, dado que a legislação deve ser interpretada conjuntamente ao art. 111, II, do Código Tributário Nacional (Brasil, 1966) em que é passível de manter as isenções mesmo com investimentos no exterior (Pasqualin, 2019). É importante ressaltar que o dispêndio fim deve ser obrigatoriamente alocado no Brasil para gozar dos benefícios tributários.

As doações para os Fundos Patrimoniais podem gerar o benefício da Lei 9.249 (Brasil, 1995) ao abater a base de cálculo do Lucro Líquido do Imposto de Renda até o limite de 2% (Pasqualin, 2019), gerando benefício para as empresas que adotam o Imposto de Renda pelo Lucro Real.

Importante ressaltar que a imunidade tributária é válida para associações e fundações que possuam participações em outras empresas, desde que o resultado seja aplicado inteiramente aos objetivos sociais da entidade imune (Paes e Oliveira, 2017; Pasqualin, 2019). Isso permite à associação ou à fundação compor uma carteira de investimentos diversificada, com ativos negociados em bolsa e com ações ou quotas sem liquidez e em longo prazo, sem ser tributada pelo IRPJ, CSLL ou outro tributo federal.

### **6.7. Síntese da base legal dos *endowments***

Em suma, há um arcabouço jurídico para a viabilidade da instalação dos *endowments* no Brasil. Embora não houvesse entrave para a constituição de fundos patrimoniais no Brasil (Brollo e Gorgulho, 2019; Levisky, 2019; Pannunzio, 2019), com a Lei dos Fundos Patrimoniais (BRASIL, 2019), a segurança jurídica tende a aumentar a ponto de gerar confiança nos gestores e doadores para a viabilidade dos *endowments* (Brollo e Gorgulho, 2019; Fabiani e Hanai, 2019).

Isso propicia maior possibilidade de arrecadação para as instituições apoiadas que atuem em atividades nas áreas mencionadas (Bragança e Biselli, 2019). Infelizmente, a questão da falta de isenções fiscais concedidas aos doadores ainda é um desafio que deve ser superado (Bragança e Biselli, 2019; Levisky, 2019; Pannunzio, 2019; Pasqualin, 2019).



## 7. ENDOWMENTS: ESTRUTURA ORGANIZACIONAL

### 7.1. Estrutura organizacional

Nesta seção será desenvolvido o constructo da estrutura organizacional do *endowment*. Inicialmente analisou-se o arcabouço da Teoria da Agência, passando pelos modelos generalistas do terceiro setor e, então, entrando nas estruturas organizacionais dos fundos patrimoniais. Logo, o objetivo dessa seção é analisar se há uma estrutura que defenda o interesse dos doadores.

### 7.2. Teoria da firma e teoria da agência

Uma instituição, em essência, é um *nexus* de contratos, em que interesses e demandas são estruturados de modo a definir como esses *players* irão trabalhar (Coase, 1937). Esses contratos especificam os direitos e deveres individuais dos envolvidos na firma, inclusive do gestor e do proprietário (Jensen e Meckling, 1976), uma vez que a firma é o autor principal em um difuso mercado. A estruturação desses contratos está intrinsecamente relacionada à formação organizacional da instituição.

Muitos problemas verificados na teoria da firma podem ser estudados com base na teoria da agência, pois são teorias complementares. O relacionamento da agência é um tipo de contrato e nesse documento, há uma relação que precisa ser bem definida entre as partes com possíveis conflitos de interesse que devem ser minimizados.

A Teoria da Agência foca na segregação entre propriedade e controle, em que o agente, possuidor de capital, delega ao principal a tomada de decisão (Fama e Jensen, 1983). Sua ideia básica é que essa forma de organização entre os agentes sobreviva ao segregar o problema de agência pela definição de quem ratifica e monitora as decisões de quem inicializa e implementa as decisões.

A luz da ótica coaseana, na qual a firma é um *nexus* de contratos, Fama e Jensen (1983) propõem que o contrato central é o que define a natureza dos últimos reivindicadores e o processo de decisão entre os agentes. Os agentes definem as recompensas que cada parte terá nesse processo e qual o risco residual aos tomadores de última instância.

É importante ressaltar que Fama e Jensen (1983) simplificaram a existência de uma empresa, como sendo aquela que entrega o que é demandado pelos consumidores ao menor preço, além de cobrir os custos. Em outras palavras, é uma visão bem limitada do mercado de

concorrência perfeita. Tomando como exemplo o caso da empresa mais valiosa do mundo, a Apple, percebe-se que ela entrega explicitamente algo que os clientes desejam, entretanto, ela claramente não se entrega ao menor preço, geralmente, chega a ser até mesmo o oposto.

Para Fama e Jensen (1983), a estrutura básica de decisão possui quatro etapas sequenciais, a saber: i) inicialização, é a proposta de como os recursos serão usados, bem como a estrutura dos contratos; ii) ratificação, escolha de quais iniciativas serão implementadas; iii) implementação, execução das decisões tomadas; e iv) monitoramento, medição dos resultados e entrega das recompensas. A hipótese básica do modelo é a separação entre os tomadores de risco dos tomadores de decisão, levando a um sistema que separa as decisões de gestão das decisões de controle.

Um problema central é que a escrita e aplicação dos contratos não são grátis, isto é, possui um custo. Os custos de agência nascem diretamente a partir da estruturação, monitoramento e execução de uma série de contratos entre os agentes com conflito de interesses. Nesse aspecto há claramente um trade-off na estruturação ou não desses contratos. Os custos da agência são inspecionados por meio de três aspectos: monitoramento dos gastos do diretor, despesas por agente e perdas residuais.

Um conceito bem útil, que é instituído, é sobre complexidade da capacidade de gestão das organizações. Instituições complexas possuem uma informação relevante para a tomada de decisões, cujo poder de escolha está dividido entre vários agentes. Em oposição, as instituições não complexas possuem essa informação concentrada em poucos agentes. Por exemplo, um fundo de investimento pode possuir bilhões perante uma gestão, no entanto, a informação para tomada de decisão se encontra limitada a poucos agentes. Já uma universidade, mesmo que pequena, possui, usualmente, uma dissipação das produções dificilmente medidas de forma objetiva (Fama e Jensen, 1983).

A afirmação central dos autores é que os problemas de agência existem entre todas as organizações, sejam privadas ou estatais, com ou sem propósito de lucro, complexas ou não. Embora simplista, há uma clara tendência ao uso de contratos mais sofisticados em organizações que são mais complexas em comparação às organizações menos complexas.

A teoria da agência discute uma série de formas para estruturar os contratos entre agente-principal. Uma das assertivas é que quando o contrato é baseado no resultado, o agente é mais propício a agir conforme os interesses do principal. Isso acontece, pois, o contrato busca neutralizar o problema da agência. A segunda assertiva trabalha diante da questão de que, quando há informação para verificar o comportamento do agente, este tende a agir sobre

os interesses do principal, na linha de que a informação é essencial para a efetividade dos contratos (Eisenhardt, 1989).

A Teoria da Agência traça uma relação entre o sistema de informação e a incerteza do resultado, em que são positivamente interligados aos contratos pautados em comportamento, e negativamente, quando estão relacionados aos contratos baseados em resultados. Nessa linha, os contratos precisam ser estruturados levando em conta quais os determinantes para eliminar o conflito de interesse por trás da relação entre os agentes (Eisenhardt, 1989).

A Teoria da Agência supõe que uma relação de aversão ao risco do agente está relacionada aos contratos baseados em comportamento, enquanto a aversão aos riscos do principal está relacionada aos contratos baseados em resultados. Isso demonstrou uma assimetria de interesses entre principal e agente (Eisenhardt, 1989). Esse fenômeno acontece dado que o principal pode diversificar seus resultados mais facilmente em comparação com a alocação de capital de um único agente, através da alocação de seu portfólio em múltiplos investimentos em mais de uma organização.

Já o conflito pela definição do objetivo e o grau de medição dos contratos são positivamente relacionados aos contratos baseados em resultados em oposição aos contratos baseados em conduta. Por sua vez, a programaticidade de uma tarefa está associada aos contratos baseados em comportamento, em oposição aos contratos baseados em resultados. Por exemplo, a condução de um novo processo de inovação é pouco programável sendo melhor regido pelo esforço empenhado em oposição ao resultado obtido (Eisenhardt, 1989).

O coração da teoria da agência é quando indivíduos com preferências diferentes se unem em esforço mútuo de cooperação e a metáfora essencial é dada pelo contrato. A Teoria da Agência busca estruturar da melhor forma possível esse *nexus* de contrato para atingir os interesses da firma, sempre buscando minimizar os custos de transação implícitos na operação.

### **7.3. Governança no terceiro setor**

O terceiro setor pode ser definido como um conjunto das atividades privadas com fins públicos e sem fins lucrativos, composto por instituições civis de qualquer origem – religiosa, comunitária, de trabalhadores, institutos e fundações empresariais e organizações não-governamentais e outras –, diferenciando-se da lógica estrita do governo (público, com fins públicos) e de mercado (privado, com fins privados) (BNDES, 2015).



O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define governança corporativa como um 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 de demais partes interessadas (IBGC, 2020)

Para o IBGC, as boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico em longo prazo na organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum (IBGC, 2020).

No terceiro setor, o conselho de administração ganha uma importância extra, dada à fragilidade de fontes de monitoramento externo das atividades da organização (Pinheiro Machado Filho *et al.*, 2007). Porém, a motivação para a participação dos membros nos conselhos de administração é tímida, dado que sua composição raramente leva em conta as competências técnicas e a representação dos *stakeholders* (Herrero, Martin Cruz e Romero-Merino, 2002).

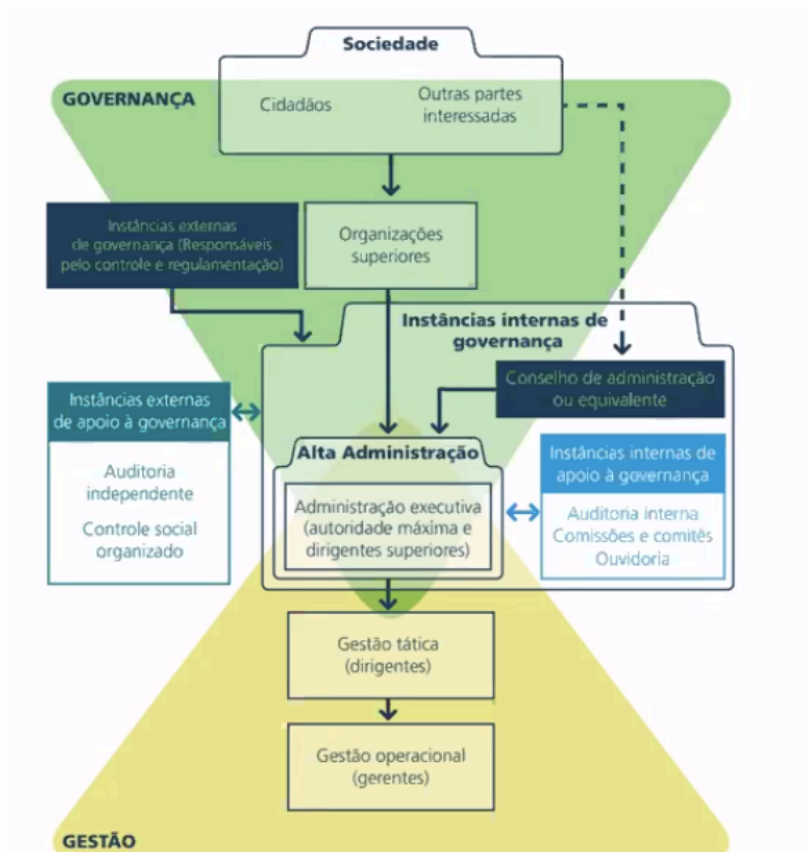
O problema de agência, neste caso, pode ser estruturado como a dificuldade que o principal, doador, tem de monitorar como seus recursos e que serão usados da melhor forma possível (Shleifer e Vishny, 1997). Cada estrutura organizacional buscará maneiras de o principal desenvolver meios de controle e monitoramento para evitar a expropriação pelos agentes (Bolton, Becht e Röell, 2002).

Entre as principais dificuldades para desenhar esses contratos, sublima-se a falta de informação para medir os resultados dos gestores, dado que, na maior parte das vezes, os resultados são intangíveis e os parâmetros para comparação entre instituições são raros devido às dificuldades de sua estruturação (Pinheiro Machado Filho *et al.*, 2007).

Além disso, muitos dos resultados das organizações do terceiro setor são de complexa mensuração, uma vez que só serão observados em longo prazo, sendo que nem sempre é possível estabelecer uma causalidade entre os resultados do trabalho e o esforço dos gestores (Frumkin e Keating, 2010).

Importante ressaltar que não há indícios que um grande doador implique em melhores instrumentos de monitoramento (Herrero, Martin Cruz e Romero-Merino, 2002). Ademais, em muitas organizações do terceiro setor, o alinhamento via incentivo financeiro é inexistente (Pinheiro Machado Filho *et al.*, 2007).

Na Figura 5 mostra-se o modelo de governança proposto pelo Tribunal de Contas da União. Na representação do TCU, a sociedade, em seu conceito abstrato, é o ente supremo, e seus cidadãos, são a respectiva expressa prática na estrutura de governança. As organizações superiores, por exemplo, um dos três poderes da república está logo abaixo. Em seguida está o conselho de administração ou equivalente, como órgão de governança interna máxima.



**Figura 5.** Mecanismos de Governança na visão do Tribunal de Contas da União

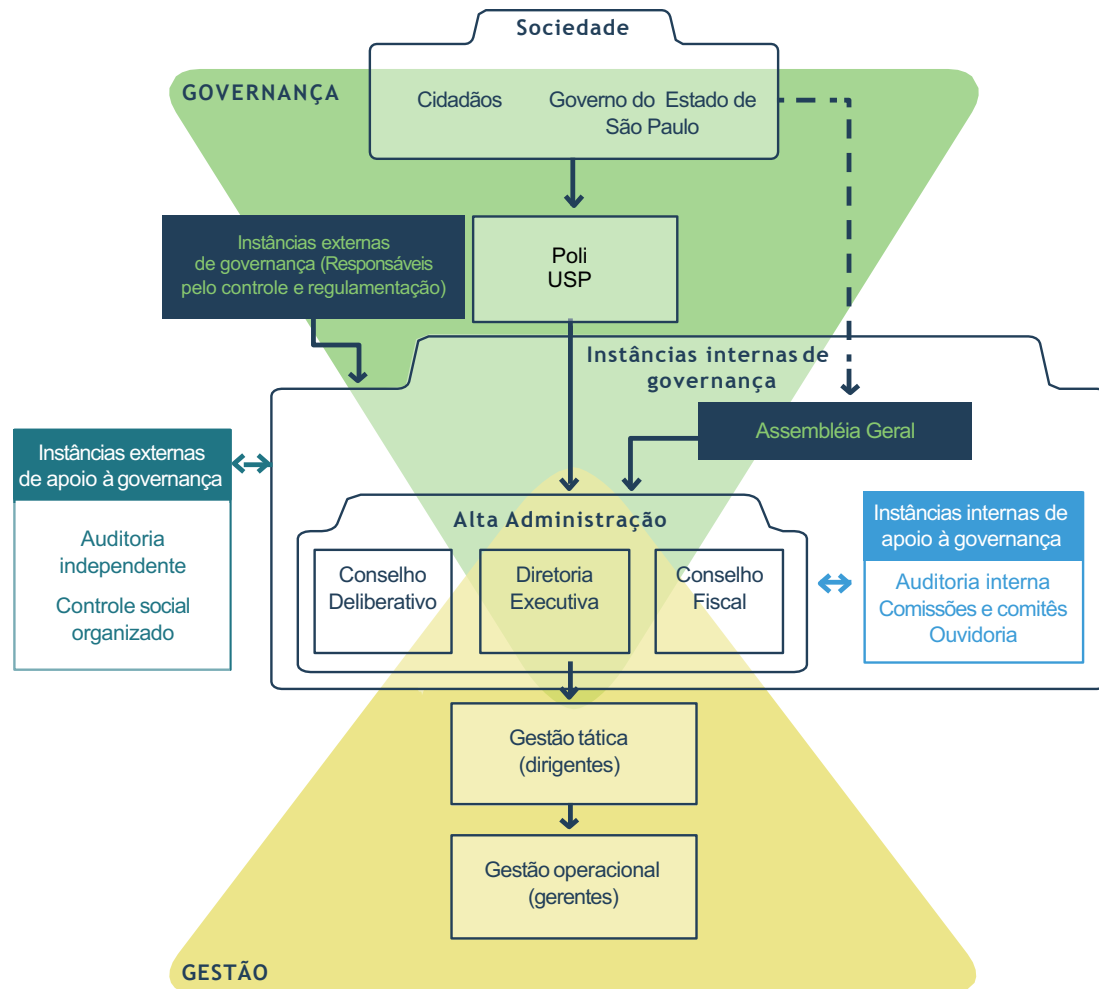
Fonte: Tribunal de Contas da União (2014).

No modelo de referência do Tribunal de Contas da União (2014), exposto na Figura 5, há uma representação didática sobre gestão, governança e sua intersecção. Na governança tem, em seu topo, o difuso, representado como sociedade, descendo em sentido aos órgãos mais objetivos, no caso tem-se as organizações superiores, em direção aos órgãos que devem estar no cerne e tem-se o propósito da instituição. Nas laterais estão os órgãos de controle e auditoria. Na pirâmide inferior está a gestão, no caso da tática e organizacional, que pode ser detalhada através de um organograma. Na intersecção está a administração executiva que faz a ponte entre gestão e governança.

#### **7.4. Governança dos fundos patrimoniais – Amigos da Poli**

O *endowment* Amigos da Poli direcionado à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo usa a estrutura jurídica de associação, mas contém uma cláusula em seu estatuto definindo a migração para o formato de Fundação quando o Patrimônio Líquido do *endowment* atingir a marca de R\$ 35 milhões. Já a Faculdade de Direito da USP iniciou seu *endowment* sob a estrutura de fundação desde seus primórdios.

Uma vez decidida à estrutura jurídica a ser adotada, posteriormente deve-se existir o desenho legal do *endowment*, como é o caso deste estudo de os Amigos da Poli. O desenho da governança foi feito com o objetivo de ser facilmente compreendido pelos potenciais doadores (Martins, 2019). Existem quatro órgãos que estão resumidos no organograma mostrado na Figura 6, sendo que a Assembléia Geral é o órgão consultivo máximo, em que são decididos os nomes que ocuparão os cargos nos outros órgãos.



**Figura 6.** Estrutura organizacional da Associação Amigos da Poli

Fonte: Elaboração do autor com dados da Endowment da Politécnica (2019).

A Assembleia Geral é o órgão consultivo máximo do *endowment*, composto por três tipos de associados: i) Associados efetivos, que são os associados fundadores, sendo os ex-Diretores da Associação e os ex-presidentes do Conselho Deliberativo da Associação; ii) Associados mantenedores, que são as pessoas físicas e jurídicas que contribuem financeiramente pelo *endowment*; e iii) Associados beneméritos, que são os concedidos por sua participação em prol da associação (Amigos da Poli, 2018).

No entanto, há um ponto fundamental na estrutura de representação nos Amigos da Poli: o peso do voto. São admitidos como membros votantes os doadores que ultrapassam um determinado montante em doações. Superado esse valor, o doador terá sempre direito a apenas um voto, independentemente do montante doado. Esse princípio busca evitar o risco de concentração/controlado do poder de decisão na mão de um ou de poucos doadores, dando

voz à coletividade daqueles que se dispuseram a lutar e apoiar a causa. Em suma, o poder econômico pode ser convertido em poder político no âmbito do fundo patrimonial (Martins, 2019).

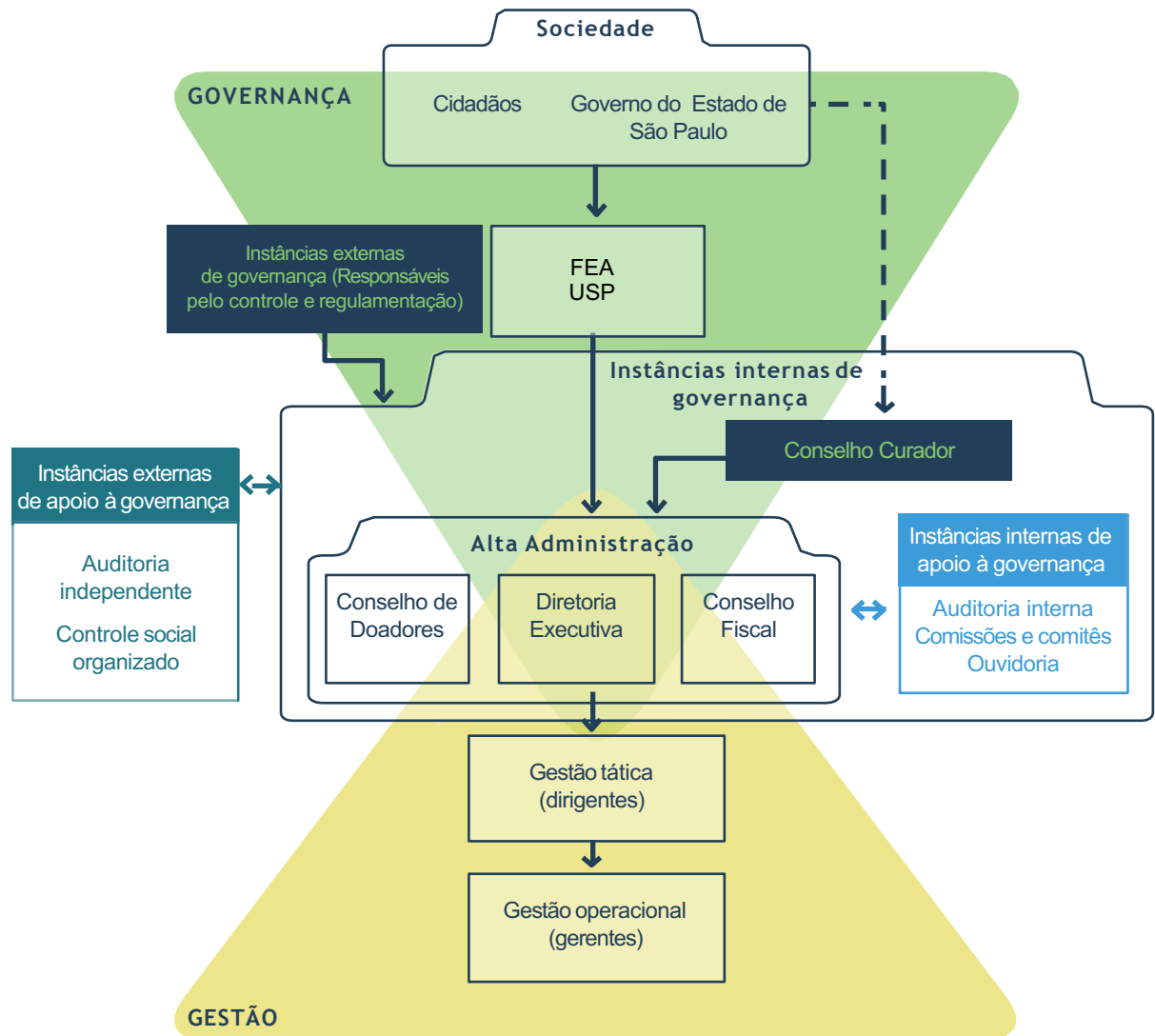
O Conselho Deliberativo é composto por até 7 (sete) membros, sendo pelo menos 4 (quatro) membros escolhidos entre os doadores ou associados mantenedores, sua função é opinar e discutir as decisões da Diretoria Executiva sobre a destinação dos recursos disponibilizados nos Resgates Livres e participar do processo de seleção de fundos para aporte do patrimônio do *endowment* da Escola Politécnica, entre outras funções (Amigos da Poli, 2018).

A Diretoria Executiva estatutária pode vir a contratar funcionários para a Associação, inclusive diretores empregados, conforme observadas as disposições da Consolidação das Leis do Trabalho e demais normas aplicáveis.

O Conselho Fiscal é o órgão de vigilância da associação cujas obrigações são de vigiar os administradores em suas atribuições, analisar a prestação de contas das movimentações financeiras, bem como as retiradas e suas respectivas destinações, e emitir o parecer quanto aos balanços divulgados (Amigos da Poli, 2018).

#### **7.5. Governança dos fundos patrimoniais – Fundo Patrimonial da FEA/USP**

O Fundo Patrimonial FEA/USP tem por objetivo exclusivo o apoio e o desenvolvimento das atividades da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), na realização direta, constante e ativa da pesquisa, do ensino, da extensão universitária, do desenvolvimento institucional e da prestação de serviços à comunidade, devendo, para tanto: i) proporcionar à FEA/USP, dentro de suas possibilidades, meios necessários à adequada mobilização de recursos humanos, financeiros e materiais para o atendimento das finalidades de ensino, pesquisa e extensão; ii) valorizar a universidade pública, seu corpo docente, discente, organizações estudantis, alumni e funcionários da FEA/USP; iii) trabalhar para a conservação, melhoria e expansão da infraestrutura da FEA/USP; e iv) promover e apoiar a educação gratuita de qualidade (FEA/USP, 2020).



**Figura 7.** Estrutura organizacional da Fundação Fundo Patrimonial da FEA/USP

Fonte: Elaboração do autor com dados da Fundação Fundo Patrimonial da FEA/USP (2020).

São membros do Conselho Curador: o Diretor da FEA/USP ou um professor da FEA/USP por ele indicado, a quem caberá a presidência do Conselho Curador; um professor indicado pelo Departamento de Economia da FEA/USP; um professor indicado pelo Departamento de Administração da FEA/USP; um professor indicado pelo Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP; o Presidente do Centro Acadêmico Visconde de Cairu – CAVC, ou um professor ou aluno da FEA/USP por ele indicado; e três doadores eleitos pelo Conselho de Doadores, os quais podem ou não ser membros do Conselho de Doadores (FEA/USP, 2020).

### **7.6. Governança dos fundos patrimoniais – Fundo Patrimonial Lumina (UNICAMP)**

A Universidade de Campinas (Unicamp) criou sua estrutura jurídica pela Deliberação Consu-A-029/2019. Em sua criação, o fundo patrimonial tem a missão de atrair e fornecer recursos de forma perene para financiar projetos e iniciativas da Unicamp em ensino, pesquisa, extensão, inovação, empreendedorismo, cultura e assistência (UNICAMP, 2019).

Através da estrutura organizacional instituída, a organização gestora do Fundo Patrimonial Lumina Unicamp tende a ser um órgão independente, com CNPJ próprio, e atuará na captação e gestão das doações obtidas, bem como do patrimônio constituído. Ela será constituída por um Conselho de Administração, órgão máximo, presidido pelo Reitor da Unicamp e composto por outros seis membros: três docentes, um escolhido entre os diretores de Unidades de Ensino e Pesquisa, outro pelos representantes docentes do Conselho Universitários e o terceiro, pelo coordenador de Centros e Núcleos; e três representantes dos doadores (Mateus, 2020).

Há critérios que buscam evitar conflito de interesses para garantir a independência do Conselho de Administração do Fundo Patrimonial, nenhum de seus membros poderá ser simultaneamente membro do Conselho Curador ou da Diretoria da Funcamp, caso essa seja a Organização Gestora do Fundo Patrimonial da Unicamp. Além disso, os mandatos são de dois anos com direito a uma recondução ao cargo (UNICAMP, 2019).

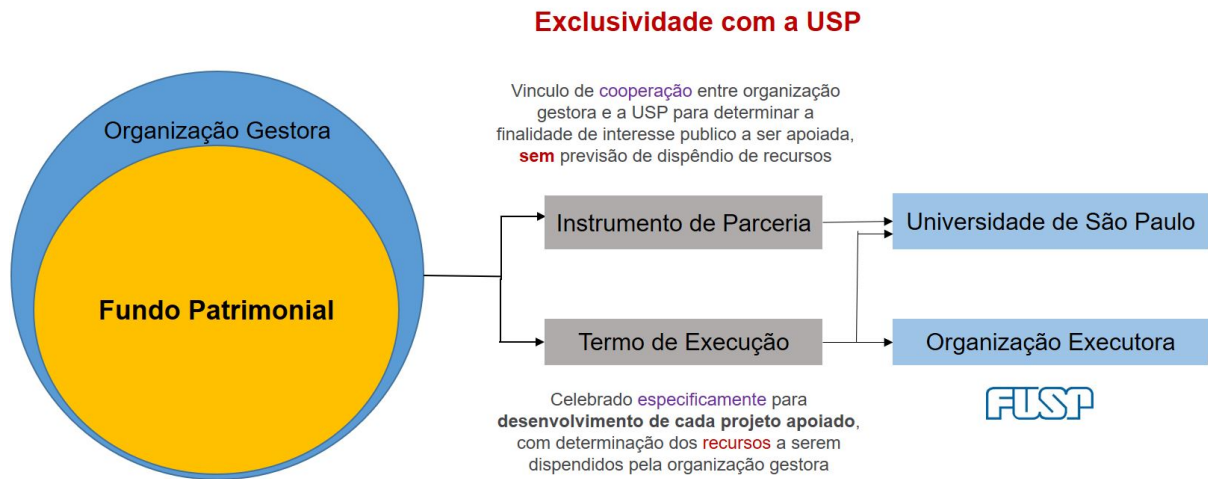
### **7.7. Governança dos fundos patrimoniais – Endowment da USP**

A Fundação de Apoio à Universidade de São Paulo (FUSP), por meio de uma doação âncora de R\$ 10 milhões, instaurou o Fundo Patrimonial da USP (FPUSP). A estrutura adotada foi da Fundação Gestora do Fundo Patrimonial da USP, com caráter segregado da USP e da FUSP. A Fundação Gestora incorporou o Fundo Patrimonial e suas estruturas de apoio, como captação e gestão.

A governança do fundo patrimonial é via um Conselho de Administração, composto por sete membros (uma vaga para reitoria USP, uma vaga para o conselho universitário, uma vaga para a FUSP, duas vagas independentes e duas vagas para grandes doadores), como exposto na Figura 8.

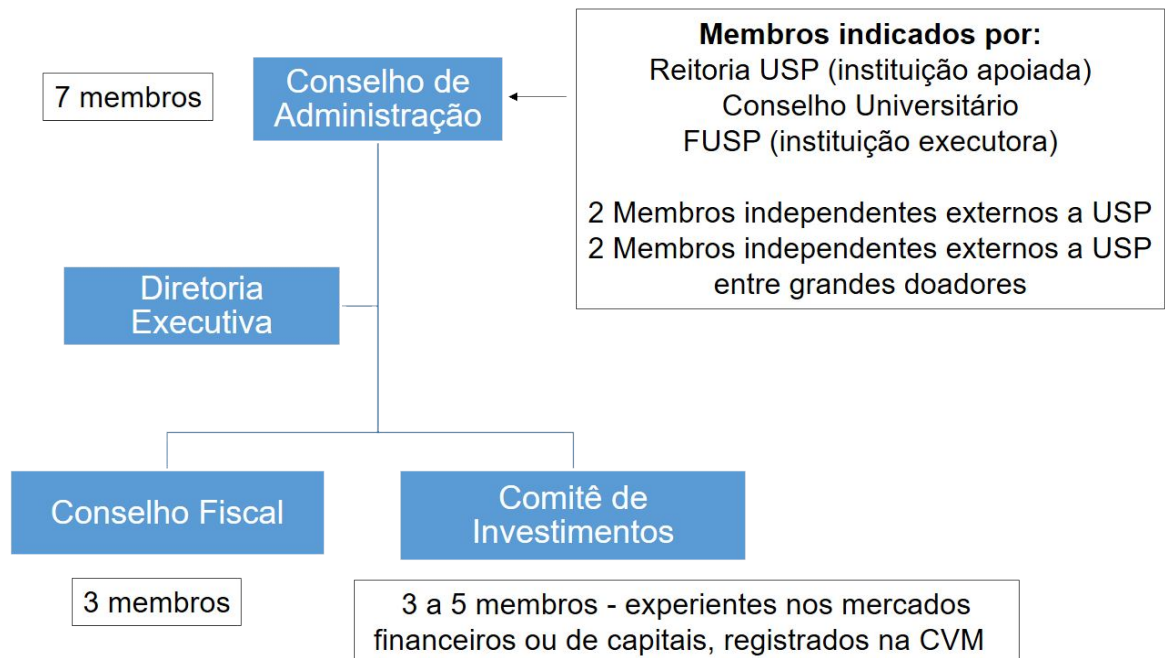
Abaixo do Conselho de Administração teremos a Diretoria Executiva, como destacado na Figura 9. O Comitê de Investimento deve conter de três a cinco membros, todos

experientes nos mercados financeiros e de capitais, registrados na CVM, além do Conselho Fiscal composto por três membros.



**Figura 8.** Escopo da Fundação Gestora do Fundo Patrimonial da USP

Fonte: Fundo Patrimonial da USP (2019).



**Figura 9.** Estrutura organizacional do Fundo Patrimonial da USP

Fonte: Fundo Patrimonial da USP (2019).



### 7.8. Governança dos fundos patrimoniais – *Endowment* da UNESP

A Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” (UNESP) criou seu *endowment* como uma estrutura, na qual seu Fundo Patrimonial representa uma estrutura de arrecadação criada para contribuir com a viabilidade financeira dessa Universidade, devendo o seu patrimônio estar atrelado a sua causa e seu propósito de viabilizar a arrecadação de recursos (UNESP, 2019). A resolução 61/2019 autoriza a Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” a constituir Fundo Patrimonial com o objetivo explícito de arrecadar, gerir e destinar doações a pessoas físicas e jurídicas privadas (UNESP, 2019).

O Conselho de Administração do *endowment* da UNESP possui, em sua composição: um assento (com direito a voto), ao Reitor ou a pessoa que ele indicar para tal posição, um assento (com direito a voto) a ser ocupado pelo profissional detentor de notório conhecimento e experiência com mais de dez anos no mercado financeiro, a ser indicado pelo Reitor; pelo menos um assento (com direito a voto) a um aluno de graduação ou de pós-graduação *stricto sensu*, regularmente matriculado ou de aluno egresso da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, escolhido entre os associados da Organização Gestora de Fundo Patrimonial; um assento (com direito a voto) a um servidor técnico-administrativo, indicado pelo Conselho Universitário; até três assentos (com direito a voto) a pessoas físicas e aos representantes das pessoas jurídicas doadoras de recursos ao fundo patrimonial, escolhidos entre seus pares, sendo que entre esses, ao menos dois deverão ser membros independentes da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” (UNESP, 2020).

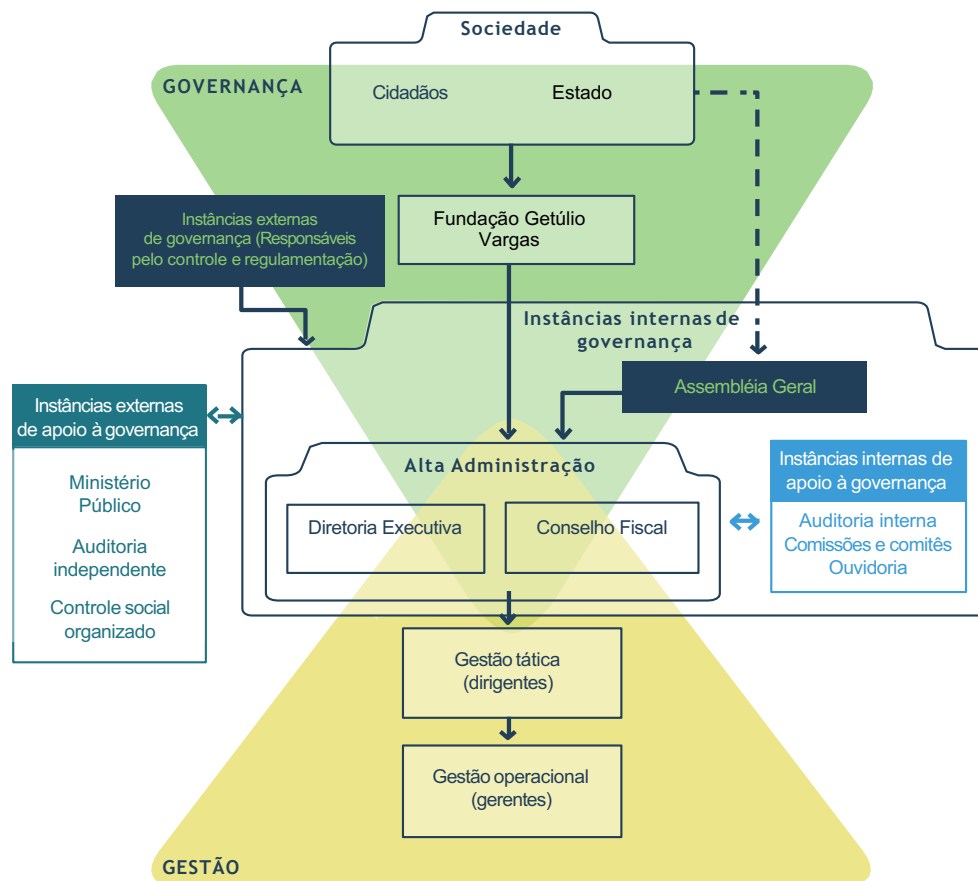
Já o Comitê Técnico deverá ser constituído da seguinte forma: um ex-Reitor ou ex-vice-Reitor, escolhido pelo Conselho de Administração; um representante dos Diretores de Unidades Universitárias ou dos Coordenadores Executivos dos Câmpus Experimental ou dos Coordenadores Executivos de Unidades Complementares, escolhido entre seus pares; um docente aposentado da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, escolhido pelo Conselho de Administração; um egresso da Graduação ou da Pós-graduação *stricto sensu* da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, escolhido pelo Conselho de Administração; um servidor técnico-administrativo escolhido pelo Conselho Universitário (UNESP, 2020).

Vale salientar que a resolução 61/2019 (UNESP, 2019) criou uma exclusividade ao impor a exclusividade de um único fundo patrimonial. Além disso, impôs uma cláusula de imposição visando a proibir remuneração aos membros dos órgãos estatutários dos órgãos de governança à remuneração do Reitor.

### 7.9. Governança dos fundos patrimoniais – *Endowment* da FGV Direito

O estatuto do fundo Patrimonial da Fundação Getúlio Vargas (FGV – Direito) possui uma causa clara de não concorrência da associação com a instituição mãe FGV ao vedar explicitamente que o *endowment* não possa realizar qualquer curso que concorra ou implique prejuízos à atividade acadêmica e à prestação de serviços de consultorias para a comunidade acadêmica geveliana (FGV, 2019).

A Assembleia Geral é o órgão deliberativo máximo da Associação e constituiu-se por todos os seus associados (Figura 10). Entre suas funções, pode-se citar a de eleger e destituir os membros da Diretoria da Associação e do Conselho Fiscal, apreciar e votar no relatório anual da Diretoria, as Demonstrações Financeiras e os Pareceres do Conselho Fiscal.



**Figura 10.** Estrutura organizacional da Associação Endowment Direito GV

Fonte: Elaboração do autor com dados da Associação Endowment Direito GV (2015).

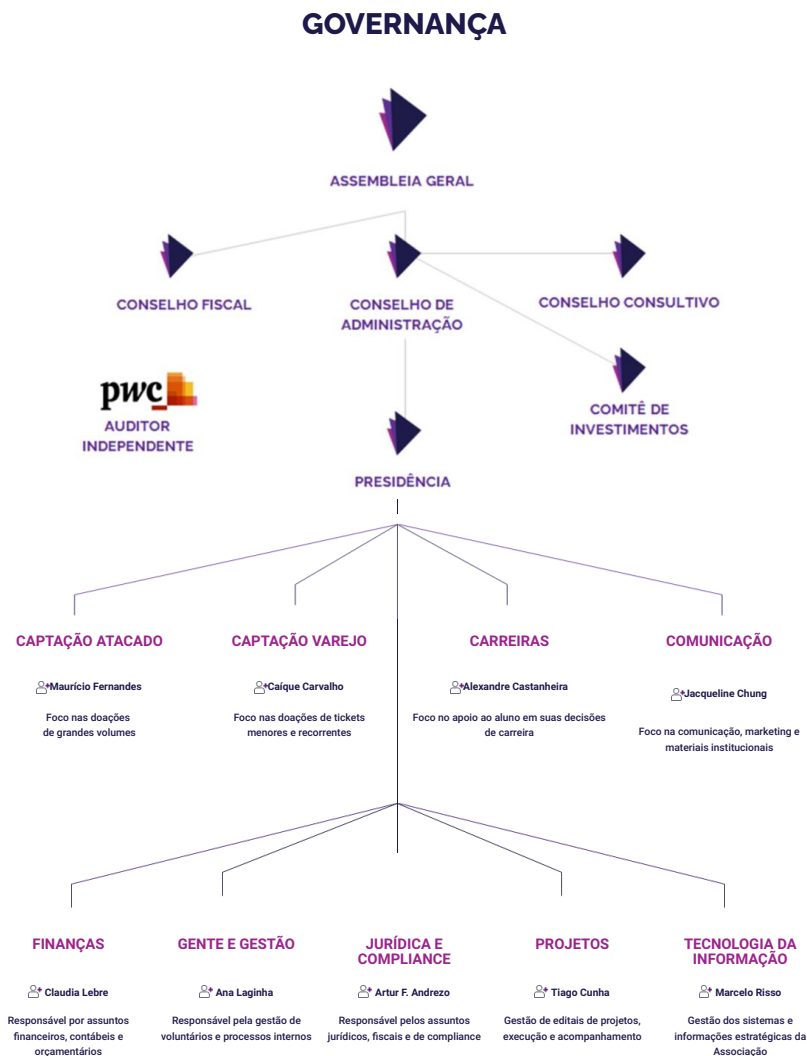
Já o conselho fiscal é mais enxuto, com no mínimo três membros eleitos para mandatos de quatro anos com direito à reeleição, sua função é revisar e dar parecer acerca dos

relatórios de desempenho financeiro e contábil, assim como as operações patrimoniais realizadas. É estipulada pelo menos uma reunião ao ano, podendo seus membros ser destituídos pela assembleia geral.

A Diretoria é o órgão administrativo composto por um Diretor Presidente, um Diretor Vice-Presidente, um Diretor Financeiro, um Diretor de Comunicação e um Diretor de Relações Institucionais, eleitos com mandatos de quatro anos, com direito à reeleição. Compete à Diretoria fixar uma orientação geral das atividades e deliberar sobre a sua operacionalização, para isso pode-se contratar funcionários necessários para o desempenho das atividades e fixar suas remunerações.

#### **7.10 Governança dos fundos patrimoniais – Sempre FEA**





A Associação Sempre FEA foi fundada por membros de mercado que possuem interesse em instituir um *endowment* para a FEA/USP. Sua governança é baseada nas empresas de capital aberto, porém ela não se enquadra na Lei dos Fundos Patrimoniais (FEA, 2020). Na Figura 11 está o desenho organizacional desse *endowment*.



**Figura 11.** Estrutura organizacional da Associação Sempre FEA

Fonte: Sempre FEA (2020).

A estrutura dos comitês, expostos na Figura 12, demonstra que a Sempre FEA possui forte influência de pessoas oriundas do mercado financeiro e suas atribuições se assemelham a de uma empresa listada em bolsa. Por exemplo, o Conselho Fiscal tende a ser composto por membros externos à instituição, os membros do Comitê de Investimento devem ser registrados na CVM com notório saber e experiência no mercado de capitais. Os comitês possuem rotatividade, com exceção dos membros do Comitê de Investimentos que, por sua vez, podem ter seus membros reeleitos sem limites, isso se dá porque os profissionais de gestão de recursos dos *endowments* são usualmente focados e especializados nas particularidades de cada *endowment*.

	ASSEMBLEIA GERAL	CONSELHO FISCAL	CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	CONSELHO CONSULTIVO	COMITÊ DE INVESTIMENTOS
 COMPOSIÇÃO	Associados	<b>3 Membros</b> (1 pode ser indicado pelo Diretor da FEA)  Preferencialmente não associados, com formação nas áreas de Administração, Economia, Ciências Contábeis ou Atuária	<b>5 a 12 Membros</b>  Associados ou não, sendo 1 o Diretor da FEA, 1 Professor da FEA ativo e pelo menos metade da comunidade FEAna	<b>Até 12 Membros</b>  Destacada notoriedade e maioria formada pela comunidade FEAna	<b>3 ou 5 Membros</b>  Associados ou não, com notório conhecimento, com experiência no mercado de capitais ou financeiro e registrados na CVM
 ELEIÇÃO		Assembleia Geral	Assembleia Geral	Conselho de Administração	Conselho de Administração
 MANDATO		2 anos, sendo vedada mais de 1 reeleição consecutiva e mais de 4 eleições em períodos não consecutivos	2 anos, sendo vedada mais de 1 reeleição consecutiva e mais de 4 eleições em períodos não consecutivos	2 anos, sendo vedada mais de 1 reeleição consecutiva e mais de 4 eleições em períodos não consecutivos	2 anos podendo ser reeleitos sem limitação
 COMPETÊNCIAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>Examinar e aprovar as demonstrações financeiras e o relatório anual</li> <li>Eleger os membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal</li> <li>Destituir membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Conselho Consultivo Estratégico e Diretoria. Decidir sobre alterações ao Estatuto Social.</li> </ul> <p><a href="#">Ver mais</a></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Fiscalizar a gestão do fundo patrimonial</li> <li>Emitir pareceres sobre as demonstrações financeiras e, quando solicitado, sobre assuntos financeiros da Associação</li> <li>Zelar pela observância dos princípios fundamentais de Contabilidade</li> <li>Acompanhar o trabalho dos auditores independentes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estabelecer estratégias</li> <li>Aprovar relatório anual, demonstrações financeiras e orçamento</li> <li>Determinar montante do fundo patrimonial a ser aplicado em projetos e aprovar referidos projetos</li> <li>Eleger membros do Conselho Consultivo Estratégico, Comitê de Investimentos e Diretoria</li> <li>Estabelecer critérios para admissão de novos associados</li> </ul> <p><a href="#">Ver mais</a></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Opinar sobre as estratégias, prioridades de atuação e políticas institucionais da Associação e encaminhar sugestões ao Conselho de Administração</li> <li>Fornecer subsídios às decisões do Conselho de Administração e sugerir assuntos para discussão em suas reuniões</li> </ul> <p><a href="#">Ver mais</a></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Elaborar e revisar a Política de Investimento e submetê-la à aprovação do Conselho de Administração</li> <li>Definir como serão feitos os investimentos do Fundo Patrimonial, respeitando a Política de Investimento aprovada</li> <li>Coordenar e supervisionar a atuação dos responsáveis pela gestão dos recursos</li> </ul> <p><a href="#">Ver mais</a></p>

**Figura 12.** Comitê e suas funções na Sempre FEA

Fonte: Sempre FEA (2020).

## 7.11 Síntese da governança dos fundos patrimoniais

O objetivo deste capítulo foi compreender como está estruturada a governança dos *endowments* no Brasil. Em suma, a governança dos Fundos Patrimoniais tende a comportar o interesse dos doadores, o que viabiliza a instalação dos *endowments* do ponto de vista da governança. O ideal é que os doadores possuam, no mínimo, a maioria das cadeiras da Assembleia Geral. A estrutura básica de um Comitê Superior e de três comitês inferiores é ser simples e eficiente. É de se esperar, conforme o desenvolvimento dos *endowments*, que novos Comitês sejam criados, como o Comitê de Captação, Comitê Técnico, entre outros.

Alguns fundos patrimoniais optaram por criar a governança conforme forem captando recursos - caso da UNESP-, enquanto outros fundos patrimoniais já nasceram com uma governança nos formato da Lei dos Fundos Patrimoniais nº 13.800 (BRASIL, 2019) - caso do *Endowment* da USP e do Lumina. Outros fundos patrimoniais que foram instalados antes da

Lei dos Fundos Patrimoniais, os quais ainda estão em processo de adaptação à nova governança.

Em suma, a estrutura jurídica dos *endowments* brasileiros, embora recente, já nasce moderna para os padrões internacionais de governança *endowments*. Apesar de os *endowments* norte-americanos possuírem estruturas mais complexas, essas levaram décadas para atingir tal nível de sofisticação. A governança brasileira dá as bases para criar os poderes e seus respectivos contrapesos para caso os *endowments* se expandirem e poderem atingir a complexidade equivalente dos *endowments* mais maduros já existentes no mundo.



## 8. A MENTALIDADE DOS GESTORES DE RECURSOS

A essência básica do capitalismo moderno está na gestão do retorno-risco através alocação da carteira. Em seus primórdios, o capitalismo era um sistema no qual as pessoas deveriam tomar o risco integral de um investimento, com a invenção das corporações, iniciou um processo de diversificação do risco permitindo maior sustentabilidade social e econômica do sistema.

Imagine um homem, em 1500, que desejasse dar início a um investimento em seu dinheiro excedente. Esse homem deveria iniciar sozinho uma empresa, que demandaria altos riscos de falência, o que poderia levá-lo a um ostracismo social. Era o “tudo ou nada”. Havia um forte viés para o não investimento nessa fase do capitalismo, pois apenas os mais ricos, podiam bancar investimentos de risco, usualmente os reis e seus círculos de poder.

Em 1621, surgiu a primeira grande empresa de capital constituída por um grupo de sócios, a Companhia das Índias Orientais. Sua estrutura permitia que pessoas ricas pudessem alocar parte de suas economias nesse negócio, ou seja, caso a empresa falisse, elas perderiam o investimento, mas os investidores, diferente do passado, sobrevivem financeiramente. Essa simples mudança permitiu a diluição do risco, gerando uma explosão de empreendedorismo: pessoas com boas ideias podiam lançar uma empresa, e, dessa forma, estarem conectadas com aquelas que financiavam esses empreendimentos.

A segurança jurídica para investir foi evoluindo e acessando cada vez mais as classes sociais, até atingir pessoas que tinham dinheiro para investir, no entanto, não tinham tempo e conhecimento para esse processo. Surgiu, então, a figura do gestor de investimentos, um profissional especializado em procurar, analisar e decidir sobre o investimento em diversos ativos. Ele teria como função alocar o dinheiro de pessoas superavitárias em negócios que precisam de capital para nascer, escalar e crescer. Saber gerir o retorno-risco de seus clientes se tornou uma profissão bem sofisticada, bem como saber as tendências econômicas na era vital para esse gestor. Em 1621, as navegações se davam em um negócio em franca expansão. Já em 1800, as ferrovias eram uma fonte para milionários, no ano 2000, empresas de internet estavam em plena efervescência. Todos esses ciclos tiveram suas *hypes* e depois seus setores entraram em estagnação ou decaíram.

Em 1921, John Maynard Keynes iniciou a gestão do *endowment* do King's College. Embora muitos outros gestores de investimento tivessem existido antes de Keynes, foi ele o primeiro a sistematizar seu pensamento. Keynes era além de um gestor de portfólios, um



acadêmico ativo, editor da *Economic Journal*, e posteriormente Secretário de Finanças dos Estados Unidos conduzindo a quebra do padrão ouro em Bretton Woods (Moggridge, 1992).

Esta seção objetiva compreender o grau de maturidade dos gestores de recursos em relação ao *modus operandi* dos *endowments*. Este eixo é conduzido sob a ótica da análise de discurso, especialmente por meio de entrevistas com os gestores de recursos (vide Apêndice 1). Busca-se, aqui, analisar se há, no Brasil, gestores com o *mindset* para gestão dos recursos dos *endowments*, sendo um item crítico para a sua estruturação e desempenho. Por natureza, os *endowments* não visam ganhos em curto prazo e permitem assumir mais riscos de mercado do que a média dos outros fundos de investimentos. A mentalidade de gestão pode ser diferente do mainstream do mercado financeiro brasileiro atual.

### 8.1. Keynes e o pioneirismo na gestão sistemática de *endowments*

Nesta seção será desenvolvida uma revisão de como Keynes gerenciava o King's College, nessa época Keynes manteve ricos registros sobre sua metodologia de gestão. Sua concepção teórica está usualmente testada na prática gerando uma taxa anual de retorno de 14,4% ao ano em oposição aos 9% do mercado britânico no mesmo período, vide Figura 13 (Chambers, Justin e Foo, 2014; Skidelsky, 1992).

Ao assumir o *endowment* do King's College o portfólio possuía mais de 80% de sua carteira, sendo alocado em imóveis, como exposto na Figura 14. Keynes, o pai da macroeconomia moderna, diagnosticou que investir em imóveis era um bom negócio durante o período da Revolução Industrial, em que o Reino Unido passou durante o século XIX. Porém, esse contexto estava mudando com as novas terras agrícolas dos EUA e do Brasil, os quais diminuíram a sua valorização. Logo, Keynes iniciou uma compra sistemática de participações em empresas de capital aberto. Inicialmente, via ações preferenciais e, posteriormente, via ações ordinárias (Chambers, Justin e Foo, 2014).

Keynes, inicialmente, comprou ações de empresas de maior porte, no entanto, com o tempo seu foco foi se direcionando as empresas menores. Ao adotar essa estratégia pró *small caps* incorporava-se um *alpha* na carteira pela falta de liquidez relativa às *blue chips* (Cristiano e Marcuzzo, 2018).

Ao longo do tempo, Keynes diminuiu o turnover de sua carteira, de 55% a.a. entre os anos 1922 e 1929 para 14% a.a., entre os anos 1940 e 1946, como visto na Figura 15.

Demonstrando que preferia focar em poucas empresas (Chambers, Justin e Foo, 2014). Keynes tendia a conhecer muito bem onde estava investindo seus recursos.

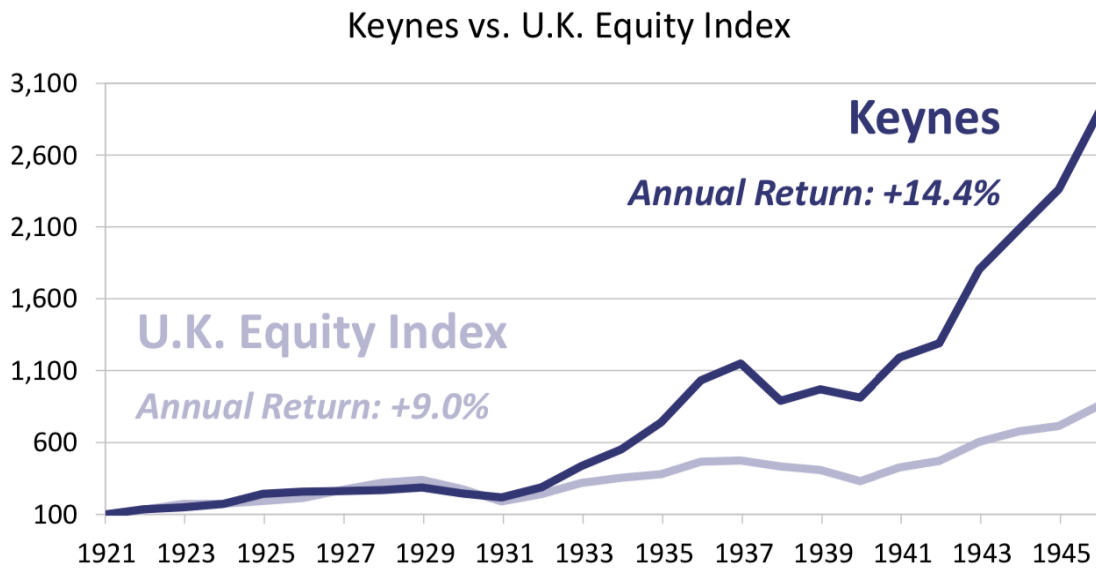
A carteira do King's College possuía uma peculiaridade que podia ser um contrassenso, seu *tracking error* em relação aos benchmarks era elevado, o que demonstrava que Keynes não possuía medo de seguir suas ideias. Inclusive Keynes resignou do cargo de chairman da National Mutual Life Insurance Company por discordar da política de investimentos (Chambers, Justin e Foo, 2014; Moggridge, 1992).

Prosseguindo em seu projeto em longo prazo, Keynes adicionou ativos globais à carteira do King's College, atingindo o pico de 75% do portfólio fora do Reino Unido, em meados da década de 30, como demonstrado na Figura 16. Isso demonstrou uma visão global da carteira de investimento (Chambers, Justin e Foo, 2014).

Keynes formulou seis princípios na gestão de seu portfólio (Walsh, 2011). Primeiramente era um foco no valor intrínseco dos ativos comprados, ele podia manter por um longo período os ativos que estavam desvalorizados, pois sabia que o mercado uma hora corrigiria esses preços. O segundo princípio era uma margem de segurança na compra dos ativos, pois isso gerava espaço para que pudesse comprar ativos, nem sempre perfeitos, entretanto, seria uma boa oportunidade naquele momento, em sua visão.

O terceiro princípio era quanto ao julgamento do processo de compra e venda, sendo independente na decisão particular, geralmente incluindo visões opostas e que buscavam desconstruir sua tese de investimento. Isso minimizou o viés de autoconfirmação atribuindo maior qualidade no processo de investimento.

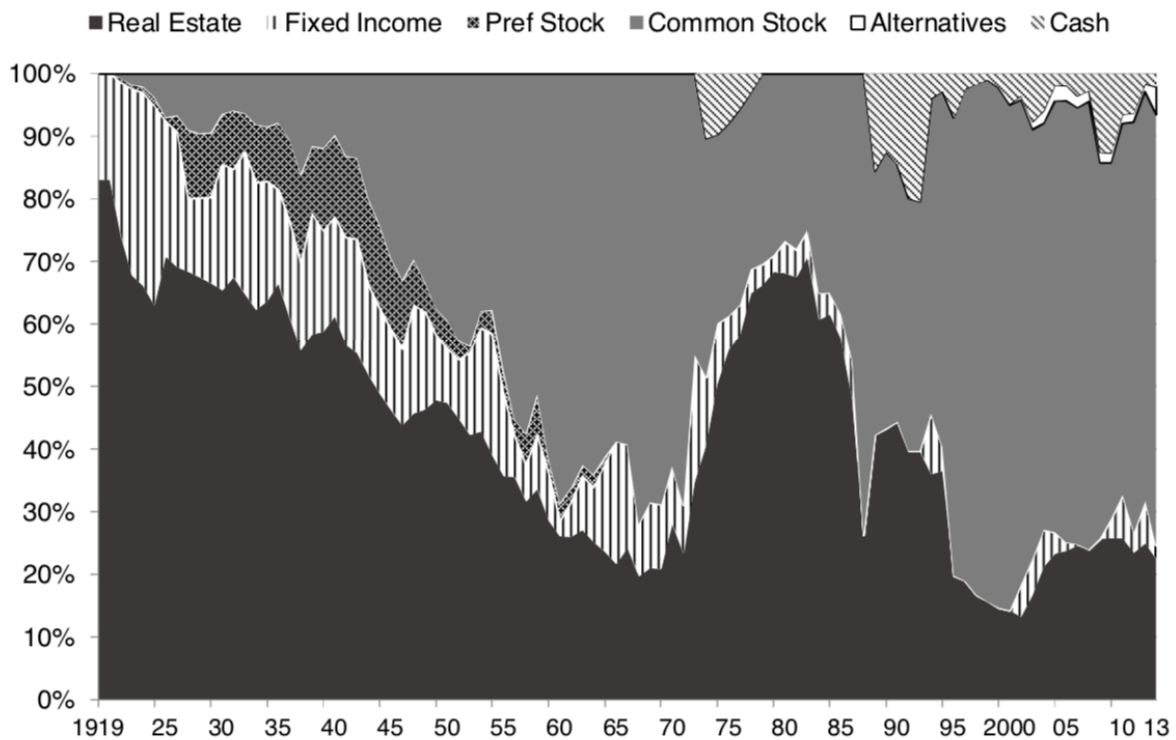
Outro princípio era a busca em reduzir o custo de transação ao alocar o portfólio em poucos mercados. Embora possuísse uma carteira global, ele essencialmente possuía poucas apostas, todas muito bem estruturadas. O último princípio era quase paradoxal: um equilíbrio entre paciência e atos de decisões firmes. Keynes utilizava uma análise robusta em suas decisões, porém, ao decidir pelo investimento, não oscilava na sua posição.



Data: *Keynes The Stock Market Investor*, David Chambers and Elroy Dimson, 2012

**Figura 13.** Evolução do retorno do portfólio gerido por Keynes e pelo benchmark U.K. equity index

Fonte: Chambers, Dimson e Foo (2015).



**Figura 14.** Keynes e a rotação da carteira

Fonte: Chambers, Dimson e Foo (2015)

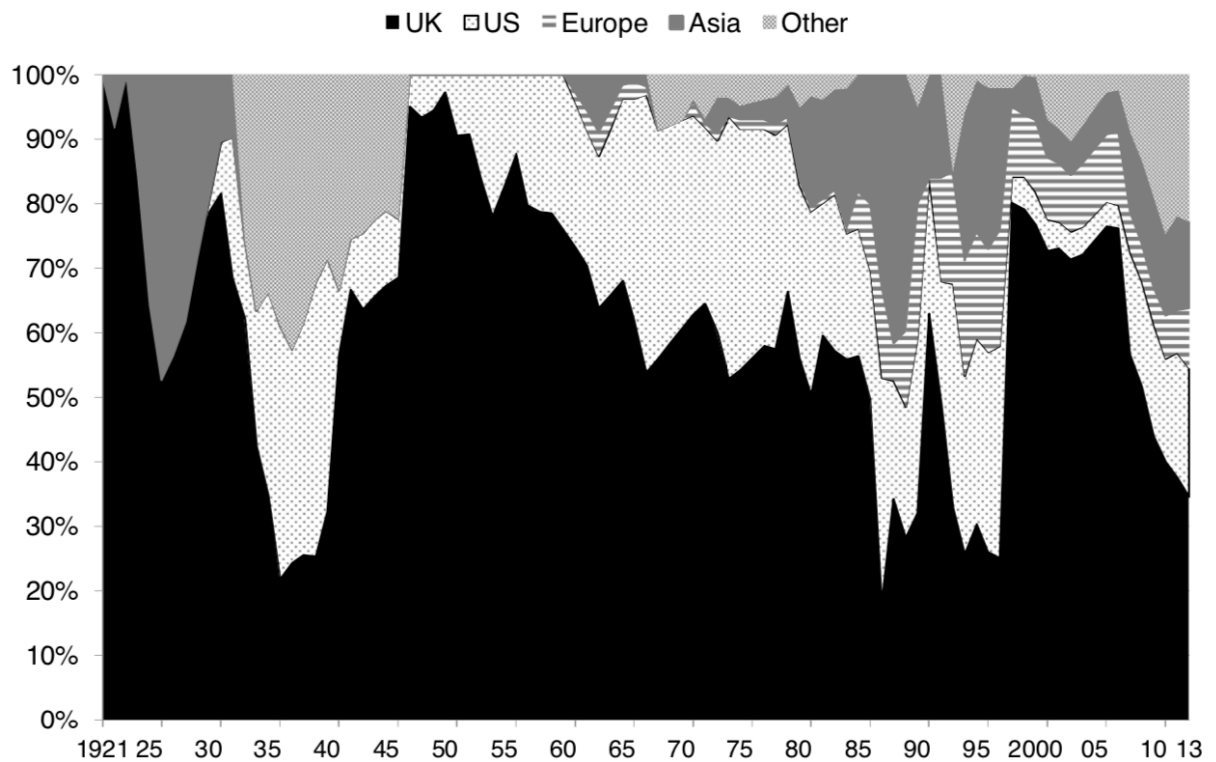


Figura 15. Keynes e a gestão macro global

Fonte: Chambers, Dimson e Foo (2015)

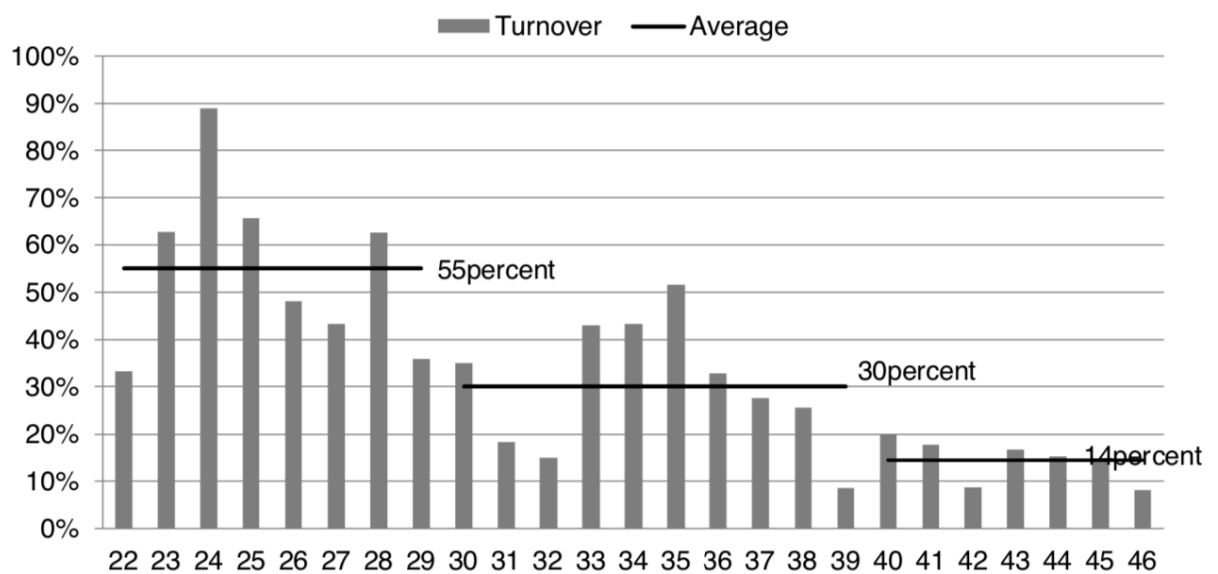


Figura 16. Keynes e o turnover da carteira

Fonte: Chambers, Dimson e Foo (2015)

A epistemologia da gestão de carteira dos *endowments*, instituída pelos seis princípios de Keynes, norteou muitos gestores modernos. Essa forma de pensar difere do *modus*

*operandi* de muitos gestores de fundos abertos, os quais, por natureza, são obrigados a investir em ativos líquidos e limita seu universo de investimento, implicando no sacrifício de seu retorno pela liquidez.

## 8.2. O IPS e a mentalidade dos gestores de recursos

Um gestor de recursos, ao iniciar a gestão de recursos para qualquer novo cliente, deve elaborar o Investment Policy Statement (IPS). O IPS é um documento que define as bases para a gestão de recursos entre gestor e cliente, ele é o item mais importante para um processo de gestão saudável e sustentável (CFA Institute, 2010).

O IPS inicia através de uma etapa de diagnóstico do cliente, seus ativos e passivos, necessidades financeiras, perfil de risco e restrições. Essa etapa cria um perfil específico para o cliente que tende a ser base da *asset allocation*, a estratégia de alocação de ativos em longo prazo. Nessa fase é definido o propósito do IPS, no caso dos *endowments*, é o momento de formalizar a causa defendida com a doação.

Posteriormente, define-se a governança da estrutura de gestão. No caso dos *endowments*, a governança possui um modelo bem estabelecido pela lei nº 13.800 (BRASIL, 2019). São estabelecidos os limites que o gestor terá em suas ações e dentro desses limites, ele terá autonomia para criar sua tese de investimento.

A terceira etapa trata das metas de retornos e riscos que deverão ser atingidas durante o processo de gestão. A gestão pode estabelecer um modelo baseado nas estimativas de dispêndios e metas de retorno para cumprir esse cronograma ou trabalhar com uma meta de *absolute return*, *endowments* tendem a esse último modelo.

Ao ter o IPS estruturado o gestor analisa o mercado e cria uma carteira que melhor possa cumprir o propósito do cliente dadas as suas restrições, levando em consideração o contexto econômico, social e político atual. Então, cria-se a *asset allocation* a ser colocada em prática.

O processo de criação do IPS e sua execução entre gestor e cliente também tende a ser base de uma gestão profissional de recursos. Esse processo envolve um diálogo que não se limita às questões econômicas. Um bom gestor, primordialmente, entende o propósito de um investimento e, posteriormente, compreende quais as taxas de retorno e risco do empreendimento. A gestão sempre deve respeitar as vontades do cliente, uma vez que os

*endowments* são os doadores que contribuem para o fundo patrimonial em busca de uma causa maior.

### 8.3. A origem dos retornos: *asset allocation* nos *endowments* e a tendência aos investimentos ilíquidos

O *asset allocation* é o principal determinante do retorno ao longo do tempo. O *asset allocation* correspondeu entre 81% e 94% do retorno do *endowment*, como visto na Tabela 2 (Brinson, Hood e Beebower, 1986; Brinson, Singer e Beebower, 1991; Brown, Garlappi e Tiu, 2010; Ibbotson, 2010; Ibbotson e Kaplan, 2000).

A gestão ativa em geral possui efeito negativo no retorno do *endowment* (Brinson, Hood e Beebower, 1986; Brinson, Singer e Beebower, 1991; Ibbotson e Kaplan, 2000). Isso demonstrou que uma boa seleção sem excesso de turnover é uma das estratégias com melhor resultado ao longo do tempo. Porém, existem sinais de que os grandes *endowments* usam a gestão ativa para performar sobre os *endowments* menores ao usar cirurgicamente suas características na estruturação do *asset allocation* em longo prazo (Brown, Garlappi e Tiu, 2010; Faber e Richardson, 2009). A lógica, aqui, é que a gestão ativa deve ser utilizada em pontos estratégicos da gestão em longo prazo e não como um artifício rotineiro em curto prazo.

Tabela 2. Porcentagem do retorno explicada pela alocação de recursos

Research	Brinson (1986)	Brinson (1991)	Ibbotson (1999)	Ibbotson (2000)
Percentage	94%	92%	81%	88%
Active Return	-1.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%

Fonte: Zermati e Azlen (2017)

O portfólio dos *endowments*, especialmente os norte-americanos, possui uma tendência sistêmica de superar o mercado, ou seja, há uma geração de *alpha* constante por parte desses gestores de recursos (Barber e Wang, 2013; Cejnek *et al.*, 2013; Karris, 2019). O *alpha* advém de uma série de motivos que formam a mentalidade dos gestores dos *endowments* (Karris, 2019). Primeiramente, os grandes *endowments* possuem uma equipe de gestão interna que faz a administração dos recursos. Além disso, as equipes dos *endowments*

trabalham juntas como time a mais tempo do que a média do mercado, gerando maior constância na estratégia de gestão dos portfólios (Lerner, Schoar e Wang, 2008).

A cultura dos gestores dos *endowments* universitários norte-americanos tende a possuir uma visão científica, na qual há um constante ciclo de reavaliação e autoavaliação de sua gestão e administração de recursos, levando a ajustes dos métodos de gestão. Ademais, essas equipes de gestão possuem um bônus proporcionalmente menor que seus pares de mercado, especialmente quando ajustados a geração de *alpha* dos fundos patrimoniais. Há um *trade-off* entre remuneração e estabilidade para esses gestores de recursos (Lerner, Schoar e Wang, 2008).

Em relação ao *Investment Policy Statement* (IPS), regulamento que orienta as regras de como gerir os recursos do fundo patrimonial, há uma tendência em favor da contínua expansão das carteiras e isso levou a um poder maior de aceitar volatilidade, e conseqüentemente, obter retornos superiores à média do mercado. Há maior alocação em ativos ilíquidos, em especial, os ativos alternativos, esse ganho pelo risco da iliquidez é um dos principais determinantes do porquê os fundos patrimoniais possuem retornos superiores aos seus pares que tendem a possuir posições mais líquidas em carteira (Lerner, Schoar e Wang, 2008).

Há indícios que mesmo descontando o efeito liquidez, os gestores dos *endowments* possuem uma taxa de retorno superior. Isso é ocasionado pelo fato dos gestores de *endowments* possuírem uma visão em longo prazo, escolhem no que investir, e especialmente, quando investir, em momentos de crise na qual os ativos desvalorizam e os gestores podem aproveitar e ampliar suas posições em ativos que tiveram forte queda (Lerner, Schoar e Wang, 2008). Isso é uma sutil diferença que separa os gestores medianos daqueles que provêm elevados *alphas* para seus clientes.

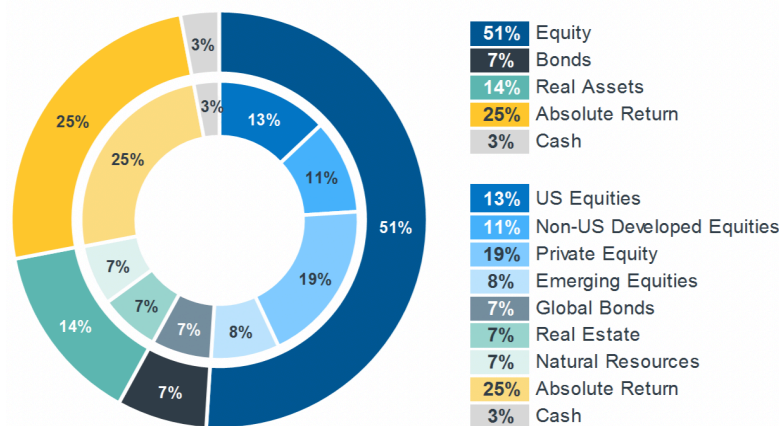
Os *endowments* geram retornos acima do mercado com uma relação crescente entre tamanho e retorno: os maiores *endowments* possuem maiores taxas de retorno. Os *endowments* com mais de US\$ 1 bilhão, sob patrimônio, entregam uma taxa de retorno 100 pontos basis a.a. superior à média dos *endowments* nos Estados Unidos (6,8% a.a.), sendo que os cinco maiores *endowments* entregam 470 pontos basis de retorno a.a. acima da média dos *endowments*, conforme a Tabela 3 (Zermati e Azlen, 2017).

**Tabela 3.** Desempenho dos *endowments* do EUA em relação ao portfólio tradicional (Junho de 2016)

	Alternative Allocation (%)	10 Year Return (A)	15 Year Return (A)	20 Year Return (A)
Global Equity/Bond Portfolio (60:40)	0%	4.9%	5.3%	6.0%
Average US Endowment Fund (NACUBO)	30%	5.0%	5.2%	6.8%
Endowment Funds > \$1bn	39%	5.7%	6.5%	7.8%
Endowment Funds Top 5	44%	6.9%	8.8%	11.2%
Super Endowments (Harvard/Yale)	45%	6.9%	9.2%	11.5%

Fonte: Zermati e Azlen (2017)

Os *endowments* norte-americanos com mais de US\$ 1 bilhão de patrimônio investem majoritariamente em equity, 51% da carteira, sendo *private equity* um importante setor de alocação, com 19% da carteira total, classe que por definição possui menos liquidez. Real estate corresponde a 14% da carteira, dividido entre imóveis e recursos naturais, outra classe que possui pouca liquidez. Destaque para a participação de 25% em absolute return que pode investir também em ativos com baixa liquidez, como demonstrado na Figura 17 (Zermati e Azlen, 2017). Essa composição demonstrou uma tendência aos ativos com menor liquidez para aproveitar o *alpha* dessa iliquidez.

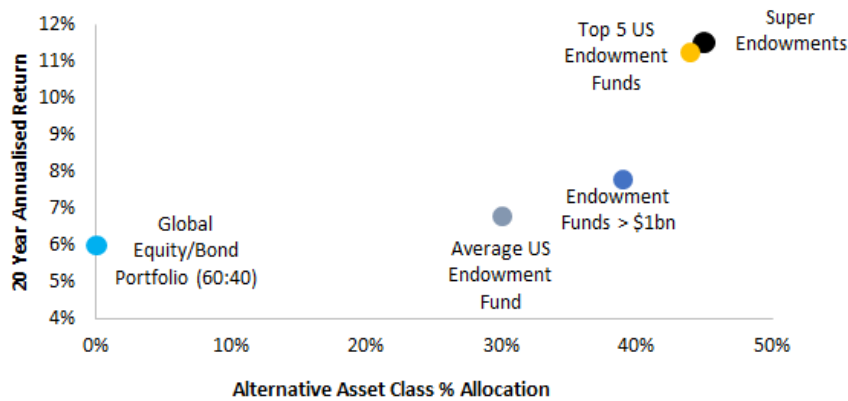


**Figura 17.** Alocação de recurso dos *endowments* com mais de US\$ 1 bilhão em 2016

Fonte: Zermati e Azlen (2017)

Há uma relação positiva entre o investimento em ativos alternativos e retorno anual dos *endowments* (Akintona, 2017; Cejnek *et al.*, 2013; Dimmock, Wang e Yang, 2019). Os *endowments* investem, em média, 30% da carteira em ativos alternativos, os *endowments* com mais de US\$ 1 bilhão investem 38% da carteira e os top 5 investem 44% de seu portfólio em investimentos alternativos, como exposto na Figura 18 (Zermati e Azlen, 2017). Quanto maior o *endowment* maior o retorno e a alocação em investimentos alternativos.

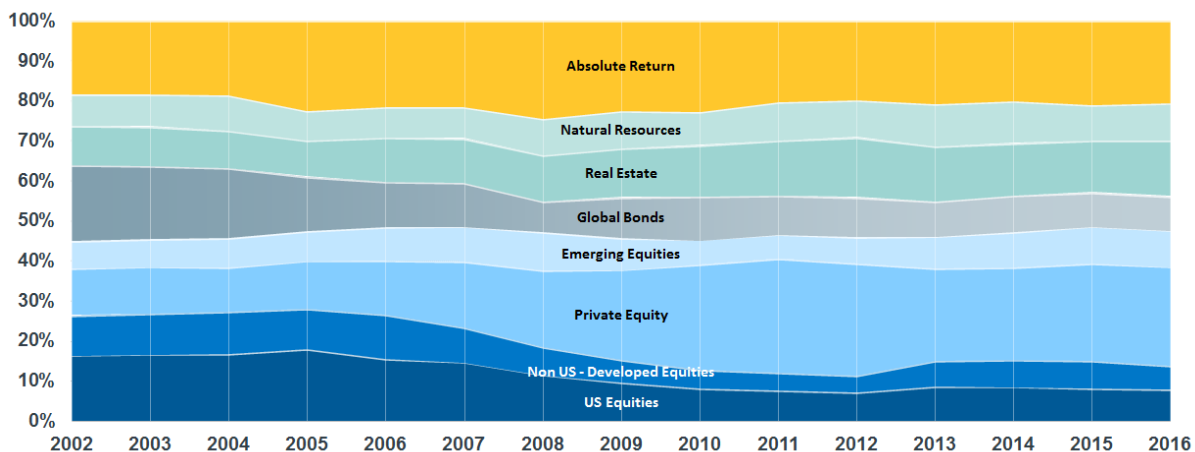




**Figura 18.** Relação entre o retorno de 20 anos e a alocação em ativos alternativos

Fonte: Zermati e Azlen (2017)

Ao longo dos últimos anos, a participação do *private equity* na carteira dos cinco maiores *endowments* dos Estados Unidos cresceu consideravelmente. Após a crise do *subprime* muitos gestores diminuíram proporcionalmente os *equity* norte-americanos e moveram suas carteiras para uma carteira com mais ativos globais, incluindo os ativos em países emergentes, conforme a Figura 19 (Zermati e Azlen, 2017).



**Figura 19.** Alocação de ativos dos cinco maiores *endowments* dos Estados Unidos

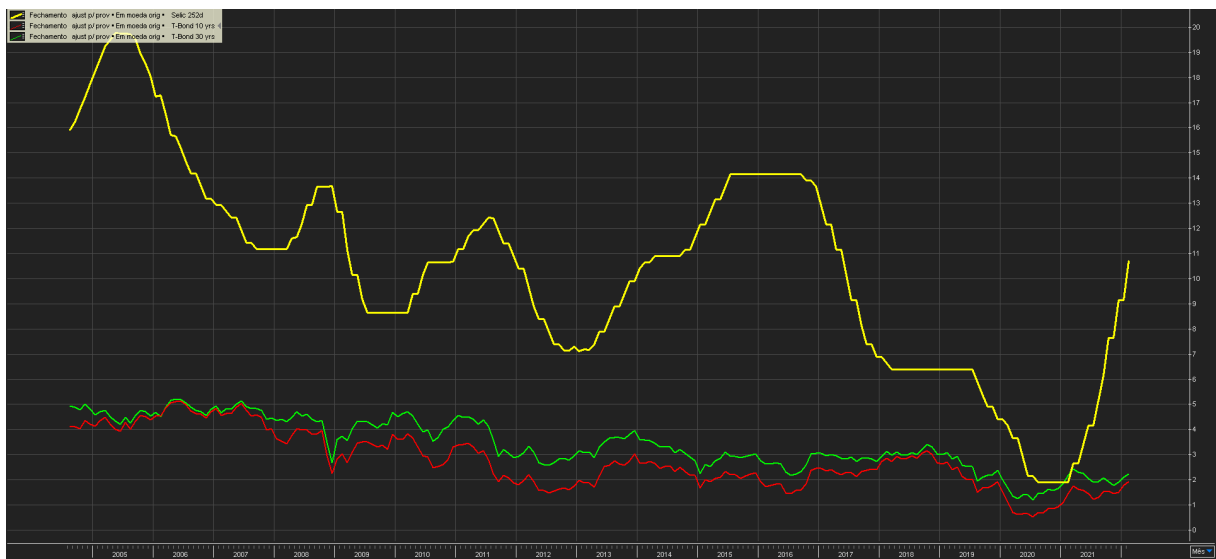
Fonte: Zermati e Azlen (2017)

Mercados públicos como de ações e *bonds* não geram *alpha* em longo prazo para os *endowments* (Barber e Wang, 2013). Um dos destaques para geração de *alpha* nos *endowments* norte-americanos foi a alocação sistemática em *venture capital* (Barber e Wang, 2013; Karris, 2019) Em síntese, os *endowments* maiores investiram mais em ativos

alternativos e tiveram maiores taxas de retorno (Akintona, 2017; Barber e Wang, 2013; Cejnek *et al.*, 2013; Dimmock, Wang e Yang, 2019; Karris, 2019). Os *endowments* possuem maior capacidade de análise dos investimentos alternativos ficando mais tempo com esses ativos em carteiras do que a média do mercado.

#### 8.4. Brasil *versus* Estados Unidos: diferentes realidades para a gestão

As conjunturas do Brasil e dos Estados Unidos são diferentes devido às suas respectivas situações de desenvolvimento econômico, social e político. A taxa de juros brasileira é estruturalmente muito mais elevada, como exposto na Figura 20, o que implica uma alocação maior em renda fixa quando comparada aos Estados Unidos. Isso deve ser levado em consideração na gestão de recursos pelos gestores.



**Figura 20.** Taxa de juros T-Bond (Estados Unidos) e SELIC (Brasil)

Fonte: elaboração dos autores com dados da Economatica (2022)

O *asset allocation* ótimo, pela Teoria Moderna de Portfólio (Markowitz, 1952), em ambientes com juros elevados em ativos de baixo risco que tendem a um efeito Bardell: elevada alocação em ativos conservadores e uma alocação em ativos de alto risco, sem alocação em ativos intermediários (Schmidt e Tesani, 2022). No Brasil os *endowments* investem suas carteiras quase que exclusivamente em títulos da dívida pública do Tesouro Nacional pós-fixados em Inflação IPCA, o que garante um hedge para proteger o poder de

compra e gerar juros reais e uma pequena parcela em fundos de renda fixa em curto prazo (Amigos da Poli, 2019b; SempreFEA, 2020).

Na prática, a gestão de carteiras no Brasil se diferencia da gestão norte-americana. No Brasil, pela sistemática alta taxa de juros imposta pelo modelo econômico adotado no Plano Real, os títulos públicos entregam um retorno elevado que já garante, em boa parte do benchmark, estatutário de suas carteiras. Dito isso, há maior atenção pelos gestores de *endowments* brasileiros a selecionar gestores de ativos alternativos, em que a heterogeneidade dos retornos e de seus respectivos *alphas* é maior quando comparados com mercados mais eficientes, como o de empresas de capital aberto.

Importante ressaltar que os *endowments* precisam possuir dois anos de registro do Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) na Receita Federal para pedir a autodeclaração de imunidade tributária, o que no momento da escrita ainda não é uma realidade dado o prazo de promulgação da Lei 13.800 (BRASIL, 2019).

### **8.5. Gestores de investimento no Brasil**

A principal marca dos discursos dos gestores de investimento brasileiros é possuir uma opinião bem formada sobre a maioria dos assuntos econômicos, políticos e sociais (Bartunek, Napolitano e Moreau, 2016; Fulda, 2020; Seabra, 2018). Há indícios que os fatores chave de sucesso se repetem: gestores se interessaram pelas finanças desde cedo, todos leem muito, trabalham bastante, e têm elevado padrão ético (Bartunek, Napolitano e Moreau, 2020; Yoshinaga, Eid e Rochman, 2020). Além do perfil estudioso dos gestores, há uma tendência em possuir um apetite por risco, conjuntamente a uma capacidade de suportar tal risco (Fulda, 2020).

A maioria dos gestores, que geram *alpha*, possui longa experiência no mercado financeiro (Fulda, 2020; Yoshinaga, Eid e Rochman, 2020), suas opiniões vão além de suas posições na bolsa, usualmente possuindo forte visão sobre como deveria ser conduzido o País (Bartunek, Napolitano e Moreau, 2020; Fulda, 2020). Ademais, focam em métodos ao invés de cases esporádicos. A constância e sistemática do pensamento são um padrão majoritário entre os mesmos (Bartunek, Napolitano e Moreau, 2016, 2020; Seabra, 2018).

Dada a volatilidade intrínseca do Brasil, a maioria desses gestores possui uma visão de como a conjuntura econômica, política e social afetam seus negócios. Uma das marcas nos discursos dos gestores é uma constante reinvenção dos negócios enfrentados pelas diversas

crises do Brasil. Há uma resiliência perene na maioria dos investidores, pois eles possuem uma janela de investimento que buscam ser de anos, quando não décadas. As empresas investidas por eles possuem um importante fator de serem construídas para suportarem as crises dos países como o Brasil (Bartunek, Napolitano e Moreau, 2016, 2020; Seabra, 2018).

Há no discurso dos gestores mais experientes uma visão de que os jovens que almejam gerir devem passar por uma escala de prática e constante leitura antes de se tornar um gestor de sucesso (Fulda, 2020). Em síntese, a literatura sobre gestores no Brasil mostra um padrão de pessoas dedicadas, estudiosas, com experiência prática de mercado, uma forte visão holística do ambiente econômico-político-social e estão dispostas a tomar posições bem calibradas sempre com um viés positivo de retorno-risco (Bartunek, Napolitano e Moreau, 2016, 2020; Fulda, 2020; Seabra, 2018).

#### **8.6. A mentalidade dos gestores de *endowments* no Brasil**

A decisão de gestão é um ponto crítico nos *endowments* que pode favorecer sua expansão no Brasil. A seguir está o pensamento dos gestores obtido via entrevistas conduzidas com os responsáveis pela gestão de recursos nos *endowments* brasileiros<sup>6</sup>. Os tópicos são uma síntese da visão dos gestores com consensos, pontos comuns e principais discordâncias sobre os principais temas do processo de gestão de carteiras.

**Construção da Política de Investimento:** os gestores entrevistados possuem foco no cliente. A primeira etapa da construção das Políticas de Investimento é ouvir, compreender e entender o cliente. Somente após essa fase sugere-se o *asset allocation*. Algumas gestoras possuem a figura do *banker*, focado no relacionamento e do analista, focado na construção do *asset allocation*. Outras gestoras possuem as duas figuras no mesmo funcionário.

**Asset Allocation atual:** os gestores possuem alinhamento de que dado o pequeno volume de recursos, nenhum *endowment* possui mais de R\$ 50 milhões perante gestão, em 2021, e a alocação em títulos públicos é o padrão da indústria. O argumento principal é que os *endowments*, que estão em fase de captação, apresentem volatilidade no patrimônio e poderia soar negativo para a instituição, especialmente para o processo de *fundraising*.

**Asset Allocation perspectivas futuras:** esse é um ponto de divergências, os gestores mais experientes possuem uma posição de que o Brasil possuirá taxas de juros elevadas em longo prazo, implicando baixa alocação em *equity* e *alternative investments*. Os gestores mais

---

<sup>6</sup> A transcrição das entrevistas encontra-se guardadas e disponíveis mediante solicitação e autorização para divulgação por parte dos entrevistados.

jovens possuem uma visão de que os *alternatives investments* tendem a ganhar espaço na carteira em longo prazo. Há um viés que gestores mais experientes tendem a ser mais pessimistas em relação aos gestores mais jovens, ao esperar taxas de juros mais altas.

Assimetria geracional: dado que os gestores mais velhos possuem um viés de expectativa de manutenção da taxa de juros, o risco de reinvestimento é esperado como um problema menor comparativamente aos gestores mais jovens. Porém, se a taxa de juros no Brasil reduzir sistematicamente, pode haver um conflito entre as gerações de gestores, na qual a próxima geração terá que construir carteiras com mais investimentos alternativos comparativamente a geração de gestores anterior. Os investimentos alternativos possuem um tempo de maturação maior, podendo gerar queda no retorno durante o início dos mandatos de gestão da geração mais nova, efeito curva J.

*Endowment style*: pela inexistência de *endowments* no Brasil a maioria dos gestores possuem background em *family office* ou fundos de pensão/previdência. A cultura do Asset Liabilities Management (ALM) ainda possui elevado peso na mentalidade dos gestores, na qual, no longo prazo o ativo iguala o passivo em oposição aos *endowments* na qual o ativo é crescente exponencialmente. Há uma tendência crescente de aprofundamento na cultura de gestão do *endowment*, mais próxima do modelo adotado por David Swensen no *endowment* da Yale University. Há um amadurecimento na indústria de gestão brasileira, na qual é explícito o esforço das *assets managements* em aprender sobre como os *endowments* funcionam.

Visão da conjuntura econômica: um dos grandes destaques das entrevistas foi a qualidade elevada da visão econômica do Brasil e do mundo. Todos os entrevistados possuíam uma clara visão da situação dos indicadores econômicos nacionais e internacionais, da pauta de reformas em discussão no Congresso e dos casos a serem analisados pelo Supremo Tribunal Federal, sabendo como converter essa análise macroeconômica em posições em suas carteiras geridas. Um tema que surgiu na maioria das entrevistas é que bons gestores que operam no Brasil precisam se adaptar às turbulências da economia brasileira.

Taxas de juros: um ponto que gerou divergências é sobre o futuro da Selic, enquanto metade dos gestores apresentaram posições de que o Brasil seria um país estruturalmente com taxas de juros elevadas, como foram às décadas de 90 e início do século, a outra metade dos gestores indicou uma visão de que, no futuro, as taxas de juros tendem a serem mais baixas estimulando o investimento em longo prazo, sob a ótica de que estaríamos mais próximos do modelo dos Tigres Asiáticos na década de 90 do que o tripé macroeconômico do Plano Real.

Visão de mundo: um padrão nas entrevistas é uma tendência natural dos gestores exporem suas visões de mundo. Em geral, demonstram preocupações com as deficiências estruturais do Brasil. A gestão dos *endowments* é vista como uma forma de corrigir algumas dessas carências. Há tendência liberal nos discursos, na qual o Estado brasileiro é visto como menos eficiente do que as empresas, com finalidade de lucro ou não, na solução dos problemas nacionais, em especial gestão, pesquisa e inovação.

Doações: em sua maioria, os entrevistados também são doadores dos *endowments*, tanto nacionais quanto nos Estados Unidos. Há uma discricção generalizada em que poucos deles divulgam seus nomes como doadores, a exceção em divulgar ser um doador tem o intuito de captar mais doações. A maioria absoluta doa para suas antigas faculdades. O fator religioso, assim como não possuir filhos, foi citado frequentemente como um catalisador de doações.

Em síntese, os gestores possuem um perfil de dedicação e altíssima formação acadêmica, uma robusta carreira profissional e uma aprimorada capacidade de análise da conjuntura brasileira, além de uma visão de responsabilidade por mudar a realidade brasileira. O entusiasmo pelo tema foi marcante com frequentes entrevistas, em que os gestores sempre perguntavam como poderiam evoluir na gestão profissional de *endowments*. Com base nas entrevistas é possível concluir que há uma nascente geração de gestores de recursos que simbioticamente aos novos fundos patrimoniais estão nascendo, crescendo e aprendendo a mentalidade dos *endowments* no Brasil.

### **8.7. Proposições: *endowments* em busca do alfa**

*Alpha* é o retorno acima do *benchmark* determinado para o portfólio obtido pelo *endowment* já descontado o risco que ele se expôs para obter tal resultado. A seguir estão algumas proposições sobre como um *endowment*, mais especificamente em sua equipe de gestão, pode gerar *alpha* em longo prazo dada a realidade brasileira.

Proposição Iliquidez: os *endowments* podem usufruir de seu perfil em longo prazo para investir em ativos ilíquidos, bem como nos Estados Unidos, os *endowments* brasileiros podem possuir em suas carteiras de ativos com maior duração. Investir em mercados públicos com alta liquidez, como ações e *bonds*, tende a ter maior eficiência alocativa, dando menos espaço para a existência de gestores que entreguem *alphas* sistemáticos em longo prazo.

Investimentos alternativos como florestas, empreendimentos *built-to-suit* e *startups*, podem integrar uma parcela superior das carteiras dos *endowments* brasileiros.

Proposição Janelas de Investimento: os *endowments* podem usufruir de suas características em longo prazo para obter alfa via prêmio de iliquidez. Os *endowments* podem investir em fundos que estão fechados ao aproveitar a janela de liquidez. Durante a crise provocada pela covid-19, em 2020, *assets* com histórico de sistemática superação do mercado abriram para captação de recursos. Nesses momentos, os *endowments* podem ter acesso a gestores de fundos multimercados/*hedges* em suas carteiras, lembrando que, geralmente, a relação *endowment*-gestora se iniciou antes do evento econômico oportuno.

Proposição Alocações Exponenciais: os gestores de *endowments* podem investir em gestores nascentes e ampliar sua alocação, proporcionalmente, ao desenvolvimento desses novos gestores. Há no mundo mais dinheiro do que bons gestores, levando ao efeito *smartmoney*, em que gestores entregam bons resultados e detêm curvas exponenciais do volume sob gestão. O próprio Sweden iniciou esse processo de diversificação do portfólio quando as taxas de juros, nos EUA, não estavam em terreno contracionista e quando as taxas de juros entraram em níveis demasiadamente baixos, ele já possuía várias gestoras/gestores de investimentos alternativos em seu *book*. Outro fator importante do processo de seleção é que muitos dos melhores gestores apostaram em gestoras de *venture capital*, quando essas ainda eram relativamente jovens e pequenas ampliando exponencialmente suas alocações ao longo do tempo. Isso permitiu criar uma relação com esses gestores de forma mais profunda e orgânica conforme seus volumes sob gestão que se expandiram ao longo do tempo.

Proposição Campus: os *endowments* podem usufruir de seus contatos com empreendedores para investir em *venture capital*. Os *endowments* universitários tendem a possuir proximidade natural com polos de inovação tecnológica dando acesso a um ambiente de empreendedorismo propício para aportes de *venture capital*. Aqui, há um importante e possível efeito de mão dupla, pois as melhores *startups*, usualmente, fundadas nos entornos das universidades de elite, também tendem a buscar esses tipos de fundos de *venture capital* por ser mais benéfico para a evolução da empresa. Como exemplo, destaca-se que os gestores dos *endowments* ou suas empresas de gestão terceirizadas, podem participar das bancas das incubadoras, aceleradoras e *hubs* de uma universidade para selecionar essas melhores *startups*.

Proposição Time: os *endowments* podem formar times de alto desempenho que se especializam em selecionar ativos, internamente ou externamente. Quando o processo é interno há risco de criação de “feudos”, os quais buscam defender seus interesses setoriais, o

que pode implicar em um *asset allocation* fora do que é considerado ótimo. O caso da *Harvard Management Company*, em que primeiramente houve um método de endogeneização do processo de gestão, resultou na feudalização dos setores e precisou ser revertido através da terceirização de gestão da carteira posteriormente. Essa *case* tornou-se uma poderosa lição sobre os riscos de não terceirizar a gestão das classes de ativos. Equipes profissionais que se especializam na seleção de determinada classe de ativo, tornaram-se um diferencial no processo de *asset allocation*. Exemplificando, ter um time profissional, internamente ou externamente, que analisa apenas empresas de *venture capital seed* e outro time para *venture capital growth*, pode ter vantagens em longo prazo no processo de seleção de ativos pelas peculiaridades implícitas nas seleções em cada classe de ativo.

Proposição Sinérgica: os *endowments* podem se unir para criar entidades visando conduzir pesquisas de ativos para o perfil, em particular. Por exemplo, a *Cambridge Associates* é focada em selecionar *alternative assets* que se adaptam ao modelo de Yale e Harvard. Nesse sentido, um sindicato de *endowments* pode demandar estudos de alocação de seus portfólios, em especial, sobre as gestoras que tendem a possuir maior potencial de entregar *alpha* em longo prazo. Os ganhos de escala são um dos principais pontos marcantes dos *endowments* norte-americanos.

Proposição Tributária: os *endowments* podem usufruir de suas imunidades tributárias ao alocar investimentos com maior tributação. Ao obter sua imunidade tributária, os *endowments* podem alocar a maior proporção em ativos com maiores impostos. Por exemplo, caso um ativo do governo isento de IR gere retorno de 10% a.a. e um título privado pague 12% com IR de 20%, é esperado que o gestor do *endowment* aspire possuir maior exposição ao título com rendimento superior. Essa proposição se sustenta ao se reconhecer a imunidade dada aos *endowments* pela Constituição.

### **8.8. Considerações sobre o processo de contratação dos gestores de recursos**

A Lei dos Fundos Patrimoniais (BRASIL, 2019) permitiu que a Organização Gestora pudesse decidir por deter uma equipe de gestão interna ou terceirizada dos recursos. Em ambos os casos devem ser profissionais registrados na CVM como administradores de carteiras.

A decisão de internalizar ou terceirizar o time de investimentos passa, impreterivelmente, por dois pontos igualmente importantes: i) comparação de custos do



processo (eficiência operacional), e ii) grau de comprometimento desejado pela organização no processo de gestão de recursos. Em todas as situações, um dado é certo: enquanto a gestão dos investimentos é “terceirizável”, a governança jamais será (Martins, 2019).

As instituições que optam por gerir os seus investimentos endogenamente devem estar lúcidas da necessidade de se formar um time proprietário competente e experiente, capaz de pensar, planejar e implementar as decisões deliberadas pelo Comitê de Investimentos com agilidade e eficiência, monitorando e respeitando os limites de risco e restrições que são impostos pela Política de Investimentos (Martins, 2019).

A contratação de um gestor de ativos externo para a gestão dos recursos do Fundo Patrimonial é uma possibilidade viável para muitas instituições. Nessa situação, elas delegam, a um terceiro, o processo de decisão de alocação de ativos e implementação das decisões tomadas pelo Comitê Investidor (Fabiani e Hanai, 2019; Martins, 2019). Nesse caso, o grau de externalização será detalhado no IPS.

Na contratação do gestor deve ser analisada a formação acadêmica, buscando profissionais de elevado conhecimento na área e é imprescindível certificações pelos órgãos reguladores, em especial a CVM, para que os dirigentes não estejam expostos a fugir da lei por contratação de pessoas não autorizadas a gestão de recursos.

### **8.9. Síntese sobre os gestores de *endowments* no Brasil**

Em síntese, baseando-se nas entrevistas e nos materiais obtidos, conclui-se que há, no Brasil, uma geração de gestores que estão próximos a maturidade para gerir os *endowments* já refinado as suas peculiaridades, aplicando o estado da arte de governança, processos e práticas na criação de portfólios ótimos para os fundos patrimoniais brasileiros. Ainda assim existe um espaço para maior amadurecimento no ecossistema com gestores especialistas em *endowments*.

Embora haja uma massa crítica de materiais sobre *endowments* no Brasil, o volume é muito inferior ao dos EUA. O Brasil possui um longo caminho até atingir a maturidade na gestão dos *endowments*, processo que necessita de um crescimento orgânico e exponencial na pesquisa e na sistematização do pensamento dos *endowments* adaptando-se à realidade brasileira.

## 9. A MENTALIDADE DOS DOADORES DE RECURSOS NO BRASIL

Esta seção intenta compreender os principais fatores para a doação ou não nos *endowments*. Buscou-se desvelar a mente dos doadores brasileiros, bem como suas aspirações culturais, emocionais, políticas e morais que estimulam a doação ou não. O ponto a ser analisado, aqui, é se existem doadores para viabilizar os *endowments* no Brasil.

Esta seção está dividida em cinco subseções. Inicialmente será exposta a conjuntura de doações no Brasil. Em seguida será analisada a estrutura de doações nos *endowments* e sua sinergia com o ecossistema universitário. Passando pelo conceito de campanha de doação e seus impactos em longo prazo. Ademais, o capítulo seguinte finaliza com as entrevistas dos doadores dos Fundos Patrimoniais brasileiros.

### 9.1. Doações no Brasil

A subseção a seguir tratará de quais são os fatores que levam o brasileiro a doar de modo geral. Sendo que há pontos de sinergia com as propostas dos *endowments*. Saliou-se que um *endowment*, quando bem estruturado, pode absorver a responsabilidade por essas doações, podendo entregar uma governança, gestão e execução mais profissional aos doadores. A partir da visão macro das doações no Brasil pode-se submergir para as áreas setoriais e como são as interseções com as propostas das universidades brasileiras para identificar as áreas com maior potencial de captação e expansão.

O brasileiro doou, em 2015, mais de R\$13,7 bilhões para organizações da sociedade civil, volume de apenas 0,23% do PIB (IDIS, 2015), um montante representativo, porém inferior ao valor de R\$1 trilhão doado para organizações beneficentes nos Estados Unidos (Kisil, 2019). Isso demonstrou o tamanho da discrepância entre os dois países.

Em comparação internacional, o Brasil possui baixa classificação, em 2017, a classificação do Brasil no ranking estava na posição 122º (CAF World Giving Index 2018, 2018). Embora o Brasil já estivesse em condições melhores, em 2015, a posição era de 68º do país no ranking. Nesse mesmo período de 2016 a 2018, o financiamento público, através do Orçamento da União esteve em forte queda, sendo 80% (Lopez, 2018). A situação de crises econômicas vividas por nossa nação sul-americana, na qual a renda praticamente estagnou na década, pode ter efeito antidoação no período (Kisil, 2019).

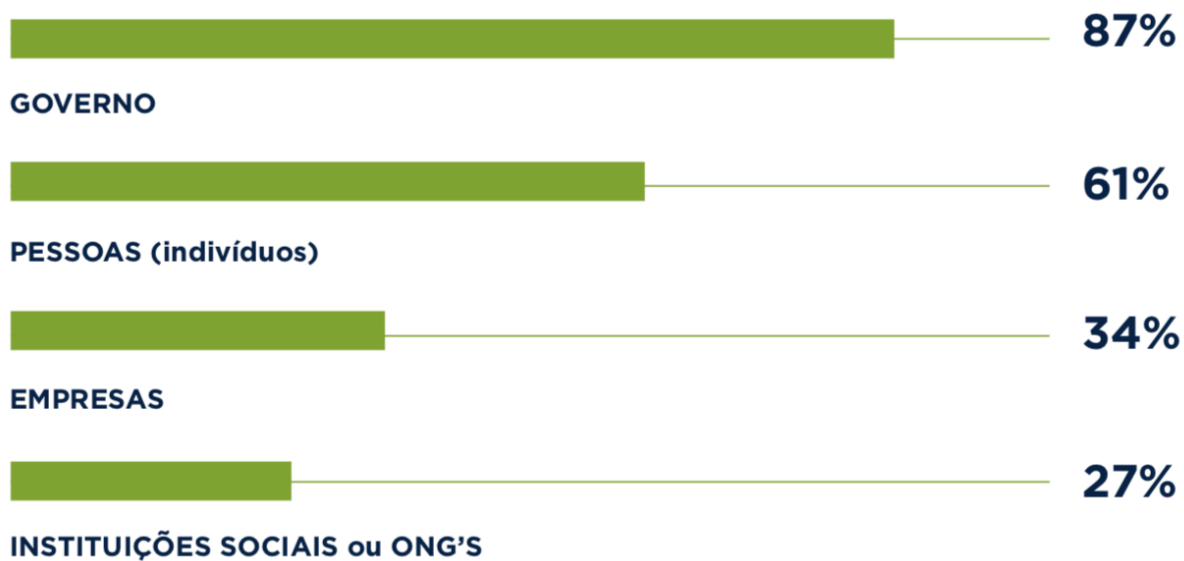
O brasileiro, por sua vez, ainda vê o governo como o principal responsável por resolver os problemas sociais (87% das respostas), no entanto, em segundo lugar vem os

indivíduos, com 61%, à frente das ONGs, com apenas 27%, conforme a Figura 21, o que indica um enorme potencial para trabalhar a cultura da doação entre esses indivíduos. Embora haja uma visão de que a responsabilidade é do governo, sendo que 46% dos brasileiros realizaram doações em dinheiro para instituições em 2015 (IDIS, 2015).

**PERGUNTA:** QUAIS DESSES AGENTES É RESPONSÁVEL PELA SOLUÇÃO DOS PROBLEMAS SOCIAIS?

**RESPOSTA:** MÚLTIPLA

**BASE:** TODOS OS ENTREVISTADOS

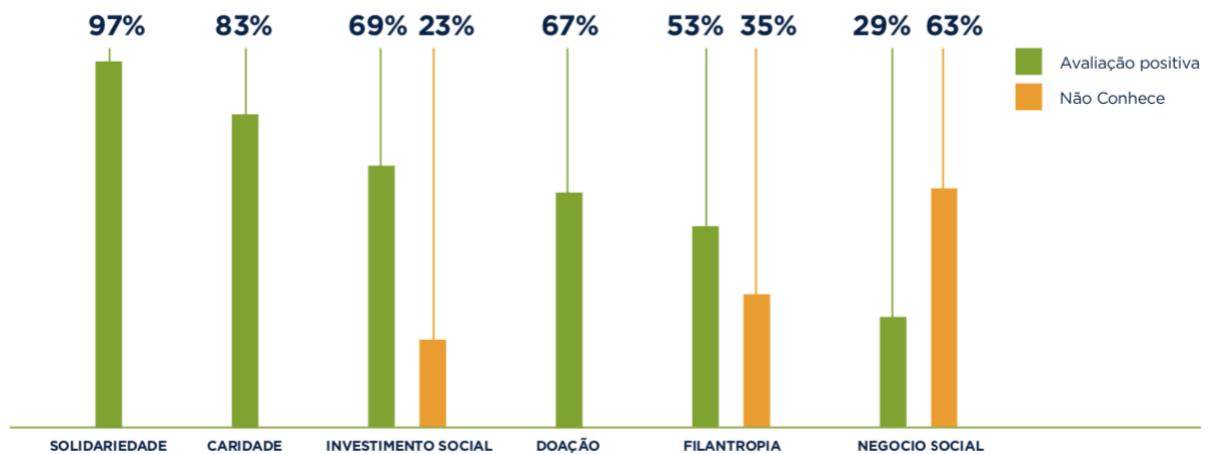


**Figura 21.** Quem deve resolver os problemas sociais

Fonte: IDIS (2015).

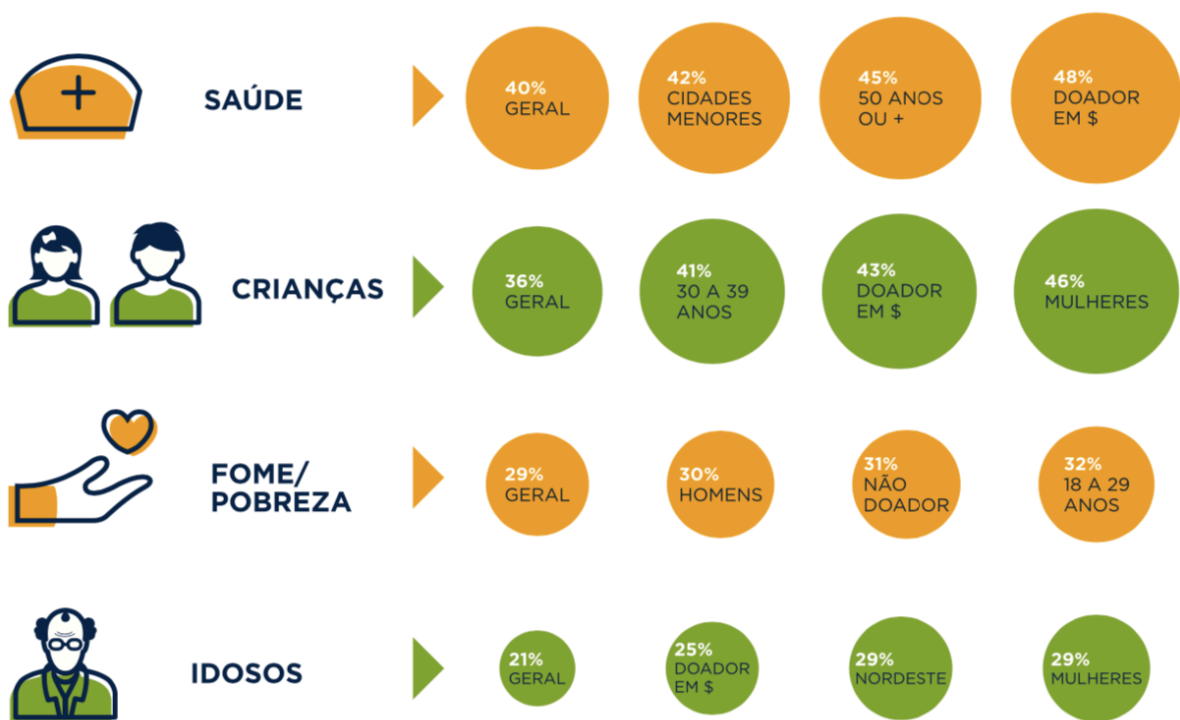
Os principais termos associados à doação, no Brasil, são o sentimento de solidariedade e caridade, de acordo com a Figura 22. Os setores que mais possuem intenção de receber doações são o de saúde (40% dos entrevistados) e de crianças (36% dos entrevistados), como exposto na Figura 23. Temas como Hospital do Câncer são os que possuem maior apelo na população em geral. Há maior atenção para os grupos mais frágeis, como crianças, doentes, pobres e idosos (IDIS, 2015).

Pessoas religiosas, em especial, católicos e espíritas doam acima da média. A igreja modifica a visão de mundo de uma pessoa em relação a si mesma e da sociedade. Destaque para o mantra da doação pela solidariedade católica, como mostrado na Figura 24. Em geral, os doadores rejeitam quem doa e fala de sua doação e 84% dos entrevistados foram contra essa atitude (IDIS, 2015).



**Figura 22.** Conhecimento e avaliação de termos associados à doação

Fonte: IDIS (2015).



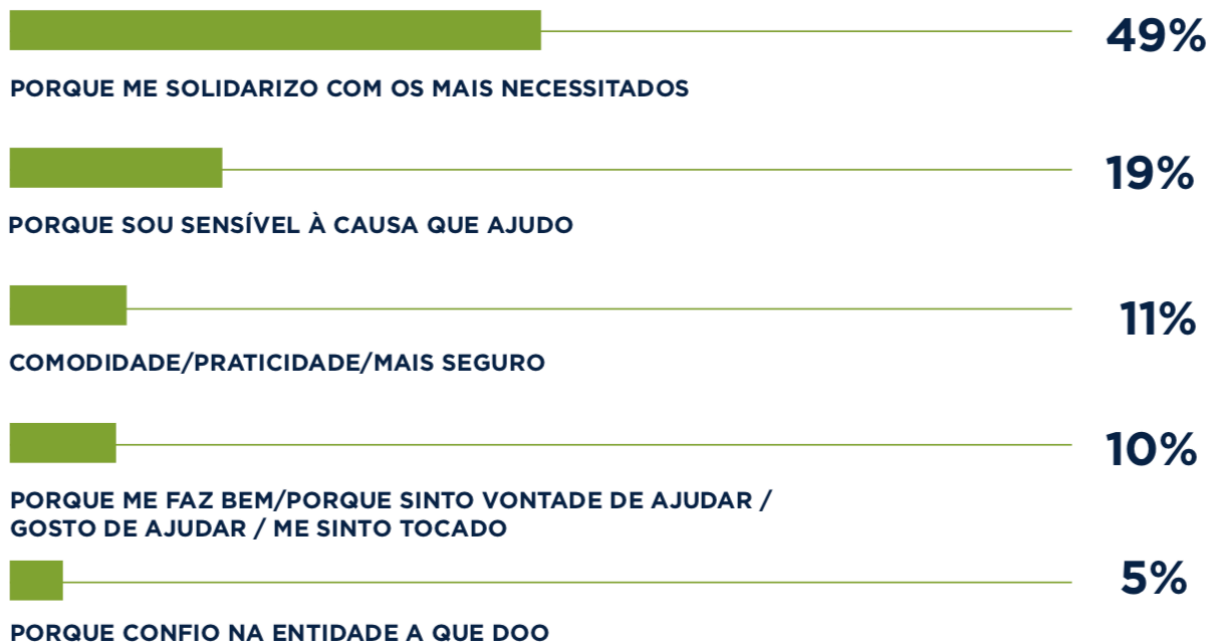
**Figura 23.** Conhecimento e avaliação de termos associados à doação

Fonte: IDIS (2015).

A renda é um fator que afeta diretamente a capacidade de doação, sendo que apenas 32% das pessoas de baixa renda - abaixo de dois salários-mínimos - fazem doações, em oposição aos 54% das pessoas de alta renda - acima de 15 salários mínimos -, como exposto na Figura 25. Nesse contexto, ter dinheiro está diretamente relacionado a maiores doações. O

dispêndio da renda com doações mostrou maiores utilidades nas classes mais altas, isso pode estar associado ao fato de o Brasil ser um país de renda média, em que grande parte da população possui uma renda que abarca apenas os itens básicos para uma vida confortável. Acima de quatro salários mínimos há um salto na capacidade de doar.

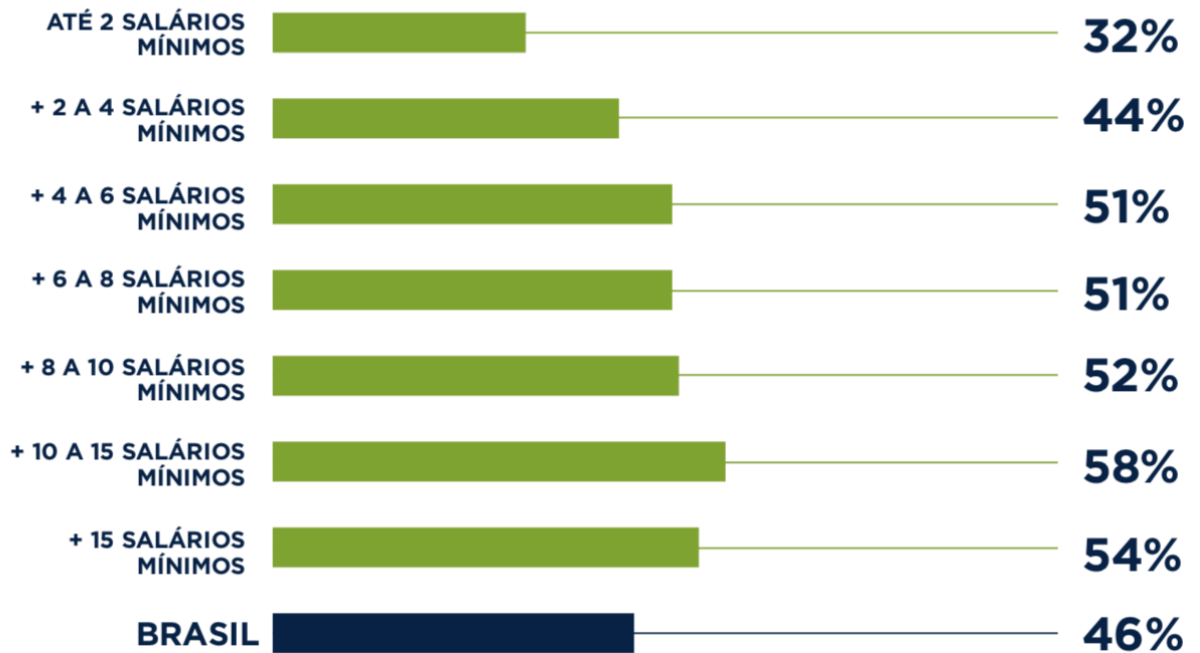
Ademais, um importante fator para o ato de doar é a idade. Apenas 32% das pessoas jovens, entre 18 e 25 anos, doam em oposição às 57% das pessoas com 50 anos ou mais. Isso pode estar associado ao fato de os mais jovens estarem no período de acumulação e estruturando famílias, enquanto os mais velhos já estão na fase de despender o capital acumulado. Logo, pessoas mais velhas, com renda alta, tendem a ser mais generosas nas doações.



**Figura 24.** Motivação para doação institucional em dinheiro

Fonte: IDIS (2015).

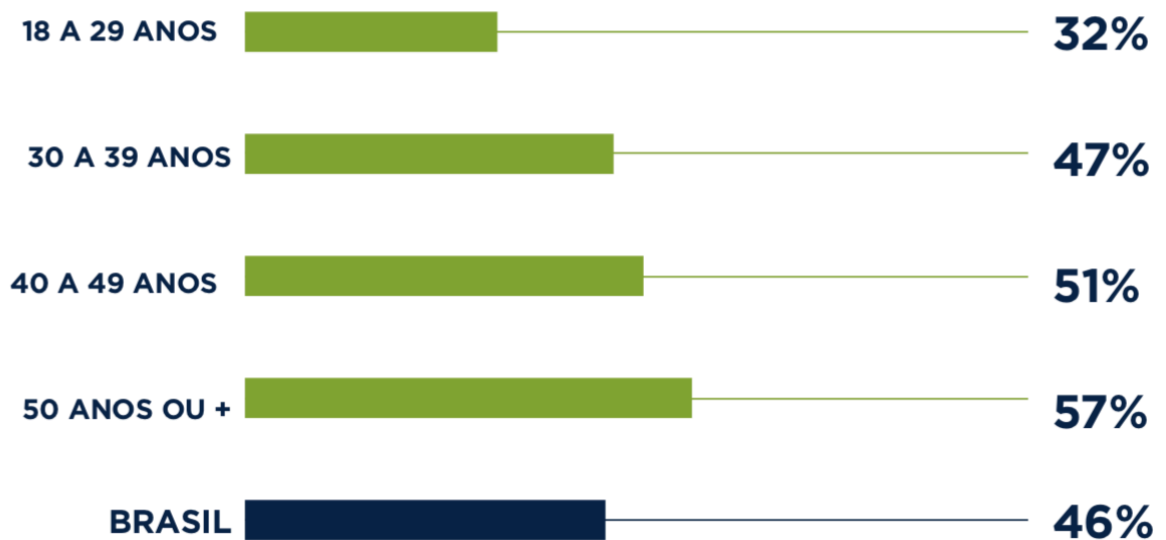
**Percentual da população que fez doação institucional em 2015, de acordo com a renda familiar**



**Figura 25.** Como A Renda Influencia O Comportamento Doador

Fonte: IDIS (2015).

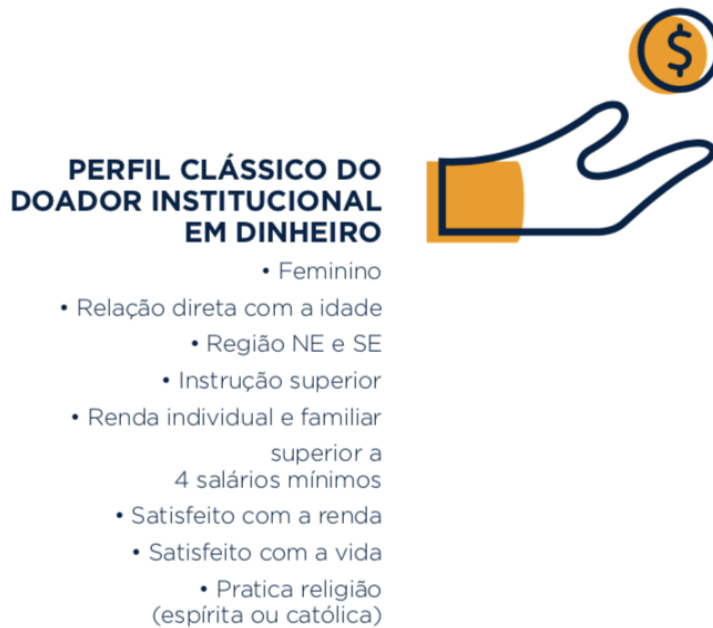
**Percentual da população em cada faixa etária que fez doação institucional em 2015**



**Figura 26.** Em que idade o brasileiro doa mais?

Fonte: IDIS (2015).

O doador institucional clássico é mulher, possuindo renda acima de 4 salários mínimos e apresenta satisfação com a vida, pratica religião e possui formação superior, conforme a Figura 27. Esse é um dos públicos-alvo para a coleta de doações. Essa *persona* é uma pessoa que atingiu certa estabilidade na carreira e está em busca de satisfação em busca de um propósito maior.



**Figura 27.** Conhecimento e avaliação de termos associados à doação

Fonte: IDIS (2015).

Em síntese, o brasileiro possui o hábito da doação, embora o fator renda seja um determinante e limitante para a cultura da doação. Pessoas mais ricas doam mais recursos, já pessoas mais velhas tendem a doar com mais frequência. A empatia e solidariedade é o fator emocional determinante nas doações em geral. Os indivíduos acreditam que é papel dos indivíduos a solução dos problemas sociais do Brasil. Importante ressaltar que a confiança dos doadores está intrinsecamente conectada com a governança das instituições que recebem as doações.

## 9.2 *Endowment* e sua estrutura de captação

As instituições que melhor interceptam são as que mais investem no departamento de captação. Isso se dá porque a captação não deve ser vista como um custo no Fundo Patrimonial, mas sim um investimento. Estruturas de captações boas são complexas, caras e

bem alinhadas com a sociedade civil, bem como o mercado. Por mais nobre que seja a causa da instituição, só haverá fluxo regular de doações se houver investimento em equipe, planejamento e execução das estratégias desenvolvidas (Kisil, 2019).

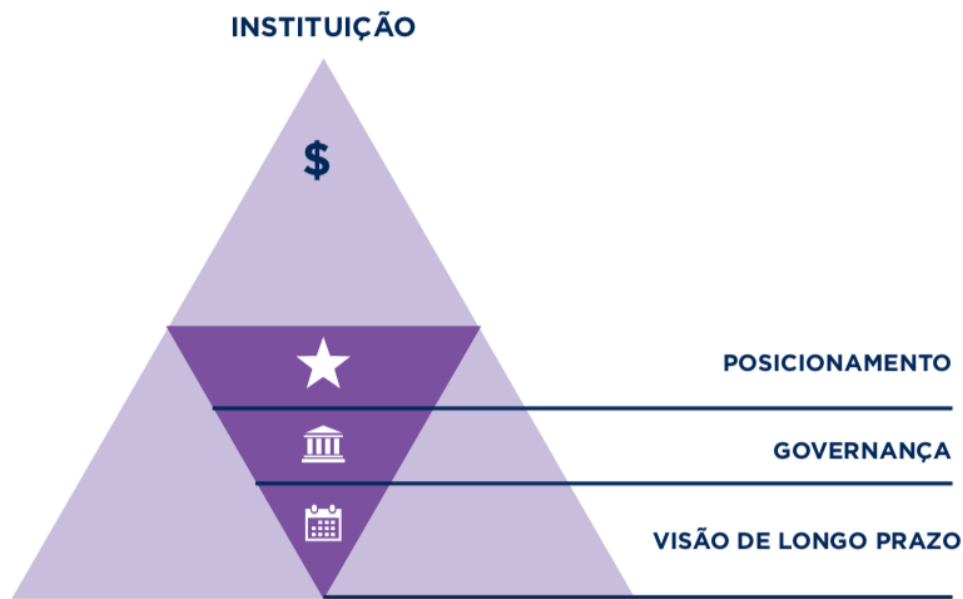
A estrutura de doações de um *endowment* deve mobilizar toda a instituição, mesmo quando contratada uma consultoria terceirizada, e deve haver uma simbiose com a missão da instituição e alinhamento com seus colaboradores. Não há terceirização do trabalho de sustentabilidade financeira de uma instituição (Kisil, 2019). Em essência, a captação ocorre de dentro para fora e há na estratégia da instituição a origem de o porquê captar.

Uma das formas eficientes de captação é através da estrutura de Conselhos de Doadores. A união de diversos doadores pode gerar uma capacidade de doação maior quando eles estão integrados e institucionalmente vinculados entre si. A cultura dos 3G - Give Money, Get Money or Get Out - é uma das formas de selecionar quem participa dos Conselhos ou Comitês de Mobilização (Kisil, 2019).

Diante da captação através do olhar interno, como detalhado na Figura 28, o primeiro item a ser observado deve ser o posicionamento do Fundo Patrimonial, o qual deve estar claro e alinhado à missão institucional mostrando as principais diretrizes e como irá beneficiar a instituição principal. Em segundo lugar, a governança deve estar alinhada aos interesses dos doadores, de modo claro e objetivo para divulgação e que transmita confiança aos interesses que serão respeitados e os conflitos de interesses minimizados. Por último, a visão em longo prazo deve ser simples consistente preferencialmente em um planejamento estratégico bem estruturado e de fácil acesso (Kisil, 2019).

Na captação com olhar externo, como exposto na Figura 29, o foco deve ser na criação de vínculos. O primeiro vínculo a ser observado deve ser da sociedade civil. Em segundo lugar, com o governo e outras fundações que possam estar alinhadas à missão institucional. Por último, a iniciativa privada possui um importante papel, em especial, na agilidade de execução para a captação. Há uma diferença que deve ser levada em consideração, sendo o foco do doador filantrópico ou mercadológico. Muitas empresas doam para causas para atingir boa imagem com seu público-alvo (Kisil, 2019).

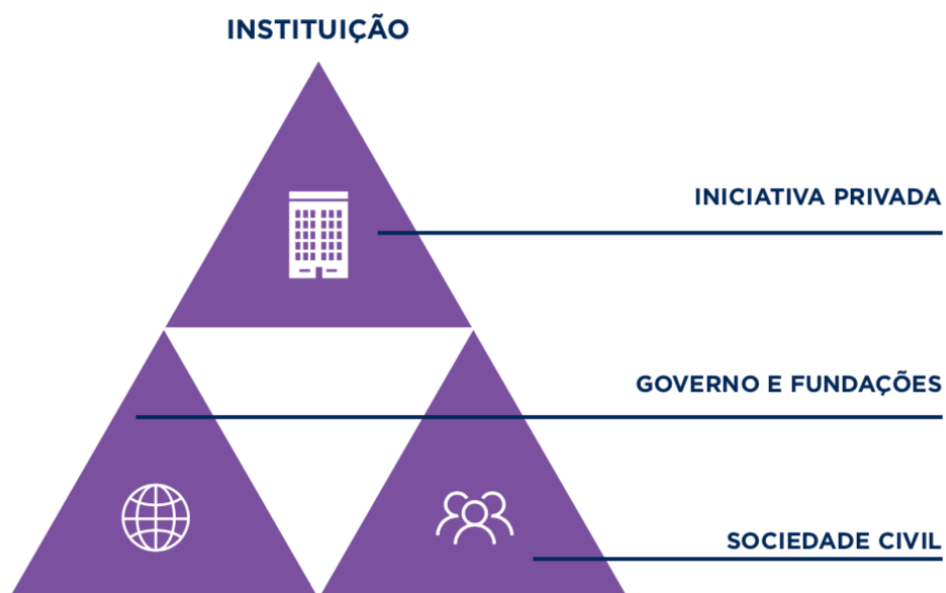




Garantir uma organização atrativa e sólida para captar recursos de dentro para fora, de forma sustentável.

**Figura 28.** Triângulo interno que compõe a metodologia do Triângulo da Sustentabilidade

Fonte: Levisky (2019).



Estabelecer vínculos com filantropos, mecenas, empresas, governos e sociedade civil interessados em apoiar legados.

**Figura 29.** Triângulo externo que compõe a metodologia do Triângulo da Sustentabilidade

Fonte: Levisky (2019).

Nos Estados Unidos o principal incentivo para doações não é o abatimento fiscal recebido, mas sim o interesse em manter a busca por novas tecnologias e conhecimentos, as doações já eram um hábito cultural antes mesmo dos impostos e suas doações se tornarem regra (Farrell, 2007).

O mais importante é entender as necessidades e aspirações dos doadores e oferecer doações que se aproximem de suas vontades. Compreender o doador e suas motivações é um dos passos mais importantes do processo de doação. Cada perfil, podendo ser mais do que os três acima descritos, deve possuir uma estratégia de captação própria respeitando suas limitações e aspirações.

### 9.3 Campanhas

A primeira campanha de arrecadação de fundos dos Estados Unidos foi organizada por Benjamin Franklin durante a fundação da University of Pennsylvania, no ano de 1740 (Cohen, 1998). Hoje, o *endowment* dessa universidade detém US\$ 7,7 bilhões diante da administração. Já a primeira campanha para arrecadar US\$ 1 bilhão da história foi lançada pela *Stanford University*, em 1987, sendo que em 2004, existiram 19 instituições americanas engajadas em campanhas acima de US\$1 bilhão (Farrell, 2007). Já em 2003, as doações para educação foram superiores a US\$31 bilhões (Farrell, 2007).

Uma campanha de arrecadação de capitais para o *endowments* é o planejamento estratégico em longo prazo das fundações em parceria com a universidade. As campanhas são uma maneira de liderar, coordenar e articular os diversos interesses das faculdades no processo de captação. Nesse planejamento, usualmente, entre 5-7 anos em que o volume total arrecadado ultrapassou a casa dos bilhões.

Na campanha de arrecadação cada faculdade possui uma meta própria, além da meta de volume financeiro, também há outras metas. A meta de integração entre as diversas faculdades e entre departamentos geralmente é uma das principais. As metas de projetos e prioridades também tendem a surgir e serem formalizadas nesse processo, além da meta de conectar pessoas, em especial os alunos a possíveis empregos, bem como os professores a potenciais projetos e/ou empresas.

O processo tradicional inclui definir metas que devem ser alcançadas, organizar voluntários treinados e dispostos a fazer ligações, traçar cuidadosamente um cronograma com prazos específicos, preparar uma declaração no caso escrita do ponto de vista do cliente em

potencial, realizar reuniões de triagem e eventos de lançamento, designando perspectivas, realizando reuniões de relatório e tendo uma celebração de vitória final (Tromble, 1998).

As campanhas são estruturadas sobre missão, visão, metas e objetivos. As campanhas são essencialmente desenhadas com foco nas pessoas, embora, muitas vezes, sejam lançadas para construir edifícios e arrecadar fundos. Eles tratam de pessoas que se preocupam, pedem, dão e se envolvem. As campanhas de maior sucesso são aquelas que envolvem mais pessoas em todos os níveis e fases (Tromble, 1998).

Campanhas bem-sucedidas são estruturadas e baseadas nas necessidades que o corpo docente tem para realizar seus objetivos juntamente com um diálogo amplo e contínuo. Os programas de desenvolvimento bem-sucedidos baseiam-se em prioridades acadêmicas e planos institucionais. Em um ambiente de competição cada vez maior por dólares filantrópicos e doadores sofisticados, que veem as doações como um tipo de “investimento” na instituição, estabelecendo a ligação entre o planejamento e a arrecadação de fundos que nunca foram tão importantes (Worth, 2002).

Para que as campanhas tenham sucesso, a administração, reitores, o pessoal de desenvolvimento e os doadores dependem do compartilhamento cuidadoso de informações institucionais claras, assertivas e bem estruturadas. A capacidade das campanhas em criar sistemas de incentivos para os administradores centrais e para a liderança da unidade é quase única, esses incentivos não dependem se um sistema de alocação de recursos é centralizado, descentralizado ou híbrido (Farrell, 2007).

A campanha de arrecadação, nem sempre é o fim em si, ela é o meio até se chegar à contínua busca pela fronteira do conhecimento e sempre deve estar à procura superá-la. Esse limiar que a universidade já alcançou, em termos de excelência, deve ser não só sustentado, mas ampliado, porque na educação é isso que motiva a todos: a vontade forte de avançar e perscrutar mais profundamente, para obter, o mais claro possível, a compreensão da realidade das pessoas (Rudenstine, 2000).

Uma campanha tem o poder de ser a conexão entre o conhecimento acadêmico mais avançado e os problemas da sociedade, permitindo que os professores possam ser empreendedores ao transformar suas pesquisas em soluções práticas para a sociedade. A campanha oferece oportunidade de instituir uma mudança acadêmica em um sistema que é notoriamente lento para mudar (Bomstein, 1989). Ela também faz recordar que as campanhas têm o poder de desbloquear o “empreendedorismo entre os acadêmicos” e, muitas vezes, são importantes para encorajar os acadêmicos a desenvolver projetos às margens das disciplinas (Bomstein, 1989).

Um processo de fundraising tem o poder de ajudar a conectar os problemas da sociedade com a universidade. O mundo está dramaticamente evoluindo mais do que era há apenas alguns anos, as transformações sociais, políticas, econômicas e científicas alteram a paisagem diariamente. O crescimento acelerado do conhecimento, o surgimento de novas tecnologias, bem como a interação entre diferentes campos de estudo estão, juntos, remodelando as maneiras como ensinamos, aprendemos e descobrimos. Esses desenvolvimentos apresentam novos desafios para os acadêmicos, ao mesmo tempo em que os recursos são cada vez mais limitados e a competição por eles cada vez mais acirrada (Rudenstine, 2000).

Uma universidade mesmo tendo o orçamento na casa de bilhões de dólares continua necessitando de uma campanha para arrecadar dinheiro, pois, muitas das pesquisas exigem investimentos volumosos e constantes, doações feitas para *endowments* são perpétuas, assim o tema que receber essa doação, estará sempre recebendo mais pesquisa e tempo para seu conhecimento (Farrell, 2007).

As universidades estão repensando sua função na sociedade, antes as universidades tinham um papel bem definido: eram instituições cuja função principal era ensinar alunos de graduação. Nos últimos anos, as universidades e seus corpos docentes foram chamados para realizar uma extensa lista de tarefas importantes para a sociedade moderna: ensinar alunos de graduação; gerar conhecimento por meio da pesquisa; treinar alunos de pós-graduação e profissionalizantes; aconselhar o governo e a indústria; resolver problemas sociais; e contribuir para a segurança nacional. As universidades estão ficando sobrecarregadas. O escopo e o volume das demandas, agora colocadas sobre eles, parecem mais do que seus métodos tradicionais de operação podem acomodar (Farrell, 2007).

Harvard promoveu, durante os anos de 1992 até 1999, a University Campaign, além do objetivo financeiro de arrecadar 2,6 bilhões de dólares, que existia uma meta não financeira: fazer as nove faculdades trabalharem de forma mais próxima, tanto na captação quanto na pesquisa. Basicamente, a campanha da Universidade de Harvard foi sobre a cultura, os valores institucionais e a missão de Harvard. Tratava-se da governança da Universidade e da inclusão de uma ampla gama de partes interessadas e vozes na vida da instituição. Tratava-se de liderança (especialmente, liderança presidencial) e de buscar proteger e aprimorar o papel de liderança de Harvard no ensino superior (Farrell, 2007).

É na campanha em que são definidos o lugar onde a universidade quer estar nos próximos 7 anos e como ela irá realizar esse objetivo. Mesmo diante de um conceito que

engloba os valores liderança, na atitude de sempre estar à frente na produção do conhecimento e na gestão da inovação de novos meios de pensar e organizar a sociedade.

Os benefícios de uma campanha vão além de arrecadar dinheiro para financiar novas pesquisas, eles envolvem uma nova forma de pensar através do maior engajamento com a sociedade, em um relacionamento de mão dupla na qual a sociedade mostra suas necessidades e a universidade recebe recurso, tanto financeiro quanto de apoio humano para suas causas.

#### **9.4 A campanha Stanford Challenge**

A campanha de maior sucesso da história do ensino superior do mundo foi a Stanford Challenge. Essa campanha unificou a Stanford University e coletou U\$ 6,2 bilhões. Foram seis anos de preparação e cinco anos de captação, mostrando o poder em longo prazo das campanhas (Hennessy, 2012). Durante o processo de preparação foi forjado pela liderança uma visão das necessidades da sociedade e uma simbiótica de análise das potencialidades de como a universidade poderia resolver os problemas usando todo seu ecossistema.

Ao definir uma meta única para toda a universidade foi criada uma campanha que movia a universidade para os maiores problemas que afetavam o mundo naquele momento. Isso facilitou a captação e implicou maior poder de impacto para os dólares captados (Hennessy, 2012).

Em sua concepção, a campanha já previa que os problemas a serem enfrentados eram mais complexos que a geração passada, precisando da cooperação de diversas áreas do conhecimento para sua solução. Assim, os problemas poderiam (e precisavam) ser solucionados com a integração de várias faculdades trabalhando conjuntamente. Ao construir uma campanha integrada à universidade, ela se tornava maior que a soma das faculdades individuais (Stanford, 2006).

A campanha possuía metas de captações claras, basicamente divididas em três áreas. A primeira possuía como objetivo avançar a fronteira do conhecimento em saúde humana, sustentabilidade ambiental e paz internacional, bem como segurança. A segunda era para fortalecer os programas de graduação de Stanford, reinventar e aprimorar a pós-graduação e envolver todos os alunos nas artes e no processo criativo através de exposições, performances e pesquisas. E, por último, foco no suporte básico e doações anuais para sustentar a amplitude de excelência de Stanford em ensino e pesquisa (Stanford, 2006).

Notou-se que o primeiro objetivo era resolver grandes dilemas reais da sociedade. O segundo objetivo era manter o motor da ciência em movimento. O terceiro objetivo buscou uma visão em longo prazo para a pesquisa. Essa estrutura de visão conciliou os interesses dos doadores e dos acadêmicos em curto e longo prazo.

A Stanford Challenge é considerada uma das campanhas mais bem sucedidas por ter uma das melhores preparações de lideranças, antecipando não apenas os problemas, mas principalmente como construir processos para solucionar eles. Em um sistema no qual houve influxo de informações nas bases das universidades para os líderes e vice-versa, durante mais de uma década, a captação recorde foi um resultado em longo prazo dessa preparação.

## 9.5 Síntese da entrevista com doadores no Brasil

Nesta seção buscou-se expor as entrevistas com os doadores para *endowments* do Brasil. O roteiro base está descrito no Apêndice B e por solicitação dos doadores, nenhum nome será exposto. Apenas os nomes institucionais que fizeram doações e/ou apoios públicos aos *endowments* estudados na pesquisa que são citados.

Um fator transversal dos entrevistados teve a conexão emocional com suas universidades, usualmente, referido como sendo a melhor fase de suas vidas. Houve uma sistemática nostalgia sobre a fase de desenvolvimento intelectual e emocional durante seus tempos universitários. Um fato marcante mencionado nas conversas foi da criação do princípio base dos *networkings* em que suas carreiras floresceram.

Há um sentimento entre os doadores, o qual se aproxima mais de compaixão, um amor incondicional e contínuo pela universidade do que uma paixão, intensa e breve. Os doadores mantêm vínculos não apenas com os *endowments*, mas também com todo o ecossistema acadêmico (as atléticas, repúblicas, grupos de ex-alunos, ligas de mercado), promovendo palestras, participando das feiras de carreira, etc. A conexão entre os atuais alunos e os formandos é um elo que favorece muito a probabilidade de doações.

Há um efeito de rede nas doações em que um doador líder faz uma doação para o *endowment* e “convoca” os seus colegas de época fazerem também as doações. Essa pressão do bem para doações usualmente implica em doações em blocos por parte dos ex-alunos que ainda são amigos. Esse efeito de rede possui poder de captação muito forte.

Entre as estratégias de captação mais eficientes, o contato com os membros que mais tinham compaixão pela universidade geralmente eram os mais eficientes. Um dos casos de

doação mais marcantes se deu pelo convencimento de um importante *board member* de um grande banco a ser o doador âncora de um *endowment*. Após esse comprometimento foi iniciada uma campanha para converter os outros *board members* que possuíam histórico de grandes doações para causas sociais. Isso gerou a massa crítica para que o *endowment* pudesse pagar os custos operacionais e criando um efeito em cadeia.

Os doadores contam que a abordagem para doações, muitas vezes, leva várias reuniões para serem efetivadas. Em geral, os doadores afirmaram que quanto mais próximo for a pessoa na primeira abordagem, maiores as chances de haver uma segunda conversa, mostrando o efeito de rede. Em seguida os doadores afirmaram que expor como o dinheiro será usado e como isso gera valor para doadores é um turning point crítico. A geração de valor pode ser racional, emocional ou um misto de ambos. Outro padrão foi que a doação iria solucionar um problema que o doador tinha quando estudante, por exemplo, a falta de uma bolsa para financiar o sonho dele na época.

Um fator citado pelos doadores como inibidor de doações é a falta de clareza na governança após as doações. Os *endowments* que mais captaram possuem um discurso bem estruturado e claro para mostrar que a estrutura de governança, gestão e prestação de contas é moderna e eficiente para atender aos intentos dos doadores. Os relatórios institucionais e de prestação de conta possuem um poder de expor como é o histórico da instituição.

A falta de incentivos tributários no Brasil foi citada como um fator que desestimulou as doações. Houve uma sistemática crítica ao sistema tributário brasileiro pela sua complexidade e pouco poder de alocação do contribuinte para causas de seu interesse. Em geral, há uma visão de baixo retorno em relação ao custo dos tributos pagos no Brasil.

Comparativamente, os EUA possuem fartos incentivos para doações pelas legislações tributárias. Além da governança os *endowments* dos EUA que já possuem maior longevidade e credibilidade mundialmente aceita, doadores de nível internacional possuem clara preferência para doar para universidades dos EUA ao invés do Brasil, mesmo tendo feito cursos de curta duração em universidades como a Harvard University, MIT e Stanford.

Os entrevistados, em geral, possuem uma visão que o Brasil possui problemas estruturais que já têm muitos anos sem serem resolvidos, além de entenderem que o sistema de ensino possui defeitos na formação dos jovens. Entretanto, os doadores possuem uma visão de que isso pode ser mudado e que os *endowments* são ferramentas que podem exercer esse papel. Logo, as doações são maneiras de fazer sua forma em busca de uma sociedade com mais oportunidades para os mais jovens.

Já entre os doadores institucionais, sempre há ex-alunos que puxam as doações em suas empresas defendendo a associação da empresa doadora da universidade. Destaque para os bancos e *assets*, como Santander, Itaú, BTG e UBS Consenso, que proveram acesso, acompanhamento e apoio aos doadores, além da infraestrutura para operacionalizar os *endowments* fundados.

Em síntese os entrevistados concordaram que o momento mais sensível são as primeiras doações para viabilizar um *endowment*. Após a constituição da instituição e estruturação dos órgãos, o *endowments* tende a ganhar vida e andar sozinho. Nessa fase se espelhar nos *endowments* mais antigos pode ser uma maneira de catalisar o processo de amadurecimento.

Em suma, após os dados sobre doação e através dos resultados das entrevistas é possível afirmar que a viabilidade das doações se torna possível no Brasil. O *networking* dos ex-alunos entre si e com os atuais membros da universidade se faz como item vital no processo de doação. Além disso, o discurso estruturado dos benefícios da doação para os possíveis doadores, descrevendo como o dinheiro será usado, a estrutura de governança e gestão, assim como será a prestação de contas é item crítico. Logo, fica explícito a falta de uma base legal que incentive tributariamente as doações para os *endowments* no Brasil.





## 10 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal desta tese foi analisar detalhadamente os desafios e a viabilidade econômica da implementação dos *endowments* no Brasil, sendo destacado como objetivos secundários a compreensão de um *endowment*: sua base legal, estrutura organizacional, gestão e mentalidade dos doadores. Nesse sentido, os resultados apontam para a existência da viabilidade da constituição dos *endowments* no Brasil.

Há um arcabouço jurídico para os *endowments* no Brasil. A lei nº 13.800 fundamenta essas bases legais para a instituição fundo patrimonial: nesta legislação tem o alicerce que dá sustentação a personalidade jurídica, sua respectiva governança e gestão, dos fundos patrimoniais (BRASIL, 2019). Porém, a base legal da lei nº 13.800 foi sancionada com vetos, que barra as isenções fiscais, item importante para estimular as doações. Embora não sejam inviabilizadores, a falta de incentivos fiscais torna mais lenta a criação dos *endowments* no Brasil, sendo um desafio a ser superado. No futuro é possível a criação de novas leis que criem incentivos para os fundos patrimoniais. Com a base legal houve uma onda de reformulação, através de resoluções e decretos das faculdades estaduais paulistas, para a regularização e/ou fundação dos fundos patrimoniais dos *endowments*.

Além disso, há governança dos *endowments* no Brasil que defende os interesses dos doadores concomitantemente aos da universidade. A governança das instituições de apoio, embora possua um esqueleto comum – uma assembleia superior e três comitês (usualmente executivo, fiscal e auditoria) – tendem a se adaptar às condições específicas de cada faculdade. As estruturas organizacionais possuem uma simbiose com as outras instituições dos seus ecossistemas de universitários, em especial com os centros acadêmicos e associação de alumni, sendo garantido assento nos conselhos para esses membros. Importante destacar que há uma relação saudável com as instituições de pesquisa e inovação.

Há no Brasil uma nascente geração de gestores de recursos que simbioticamente aos novos fundos patrimoniais estão nascendo, crescendo e aprendendo a mentalidade dos *endowments* no Brasil. Os gestores brasileiros concordam que existe um grande mercado potencial a ser gerido pelas *assets management*. Os gestores de recursos argumentam que a realidade brasileira é diferente da norte-americana. No Brasil, a taxa de juros é sistematicamente mais elevada e há uma volatilidade política e econômica superior à dos Estados Unidos. Porém, há espaço para o fortalecimento da cultura da gestão de *endowments* focada em longo prazo com viés acadêmico, sempre adaptando a gestão profissional a

realidade brasileira de recorrentes crises econômica-políticas-sociais e sistêmica altas taxas de juros.

Há no Brasil doadores para financiar os *endowments*. Os motivos solidariedade e compaixão são os principais motivadores para a doação. Os fatores governança e falta de incentivos tributários foram os principais pontos para não se doar. As universidades estão começando a estruturar seus departamentos de captação e incorporar aos planos dos ascendentes reitores e diretores as campanhas em longo prazo, como um propósito, as universidades resolverem os problemas cada vez mais complexos da sociedade contemporânea.

Em síntese, há todos os insumos para a viabilidade e expansão dos *endowments* no Brasil. Os *endowments* podem viabilizar uma nova fase para as universidades brasileiras mais integradas aos problemas cada vez mais complexos e interdisciplinares da sociedade. Ressalta-se um item que marca o atual momento dos fundos patrimoniais educacionais, hoje esses fundos são focados na região sudeste, em especial, São Paulo. Espera-se um movimento de maior nacionalização dos fundos patrimoniais a médio prazo no Brasil, assim como aconteceu nos EUA.

Dentre os desafios para os próximos anos, pode-se listar: aprimoração dos incentivos fiscais e tributários para doações aos *endowments*; estruturação dos times de captação dentro e fora das universidades; apoio das universidades na estruturação das campanhas de captação; ampliação dos doadores âncoras para criação de novos *endowments*; e formação de novos gestores de investimento focados em *endowments*.

O presente trabalho busca ser o alicerce para futuras pesquisas e insumo base para planejamentos estratégicos visando à fundação de fundos patrimoniais pelas universidades, faculdade e institutos de pesquisa e inovação. É importante reforçar para futuros pesquisadores do tema, que esse tipo de estudo demanda uma visão em que o pesquisador deve dialogar de forma contínua e prática com os profissionais do mercado, doadores e outros articuladores vitais para a efetiva instalação de *endowments* no Brasil.

Agradecemos ao UBS Consenso, Itaú, Santander, BTG Pactual, Perfin, Pragma e JP Morgan pelas entrevistas e documentos concedidos a presente pesquisa. O presente trabalho foi realizado com apoio do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq).

## REFERÊNCIAS

ACEMOGLU, D.; ROBINSON, J. A. **Why nations fail**. New York: Crown Publishers, 2012.

AKINTONA, M. Investment Management Strategy: Yale University Endowment Model 2005-2016. **SSRN Electronic Journal**, 2017.

ALGRANTI, I. G. A regulamentação para Fundos vinculados a instituições públicas. *In: Fundos Patrimoniais Filantrópicos*. São Paulo: IDIS, 2019.

ALVESSON, M.; KARREMAN, D. Varieties of Discourse: On the Study of Organizations through Discourse Analysis. **Human Relations**, v. 53, n. 9, p. 1125–1149, 22 set. 2000.

AMIGOS DA POLI. **Amigos da Poli**.

\_\_\_\_\_. VIII Edital para Seleção de Projetos Associação Fundo Patrimonial Amigos da Poli. n. i, p. 1–8, 2019a.

\_\_\_\_\_. Relatório anual 2019. **Relatório**, p. 1–132, 2019b.

ARAUJO, O.; CARRENHO, A. C. B. P. **Diferenças entre Associação e Fundação**. Sao Paulo: IDIS, 2009.

ASSOCIAÇÃO ENDOWMENT DIREITO GV. **ESTATUTO SOCIAL**, 2012.

BARBER, B. M.; WANG, G. Do (Some) University Endowments Earn Alpha? **Financial Analysts Journal**, v. 69, n. 5, p. 26–44, 28 set. 2013.

BARBOSA FILHO, F. DE H. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, v. 31, n. 89, p. 51–60, 2017.

BARTUNEK, F.; NAPOLITANO, G.; MOREAU, P. **Fora da curva: Os segredos dos grandes investidores do Brasil - e o que você pode aprender com eles**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2016.

\_\_\_\_\_. **Fora da curva 2: Mais investidores incríveis revelam seus segredos — e você pode aprender com eles**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2020.

BECKER, G. S. **Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special references to education**. Chicago: The University of Chicago Press, 1993.

BNDES, B. N. D. D. V. E. E. S. **Empresas, Responsabilidade Corporativa e Investimento Social – Uma abordagem introdutória. Relatório Setorial**. Rio de Janeiro: AS/GESET, 2015.

BOLTON, P.; BECHT, M.; RÖELL, A. **Corporate Governance and Control**. Cambridge: [s.n.]. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w9371.pdf>>.

BOMSTEIN, R. A history of philanthropy. *In*: J. L. FISHER, Q. (Ed.). . **The president and fundraising**. New York: American Council on Education, 1989. p. 203–211.

BOYER, J. W. **The University of Chicago: A History**. New York: University of Chicago Press, 2015.

BRAGANÇA, L. G. DE O. E; BISELLI, R. C. B. C. O exercício da filantropia no Brasil. *In*: **Fundos Patrimoniais Filantrópicos**. São Paulo: IDIS, 2019. .

BRASIL. LEI Nº 5.172, DE 25 DE OUTUBRO DE 1966. 1966.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**Brasil, 1988.

BRASIL. LEI Nº 9.249, DE 26 DE DEZEMBRO DE 1995. 1995.

\_\_\_\_. LEI Nº 9.532, DE 10 DE DEZEMBRO DE 1997. 1997.

\_\_\_\_. **Lei 9.979/99 Lei das Organizações da Sociedade Civil de Interesse Público (OSCIP)**Brasil, 1999.

\_\_\_\_. **Lei nº 10.406 de 10 de Janeiro de 2002**Brasil, 2002.

\_\_\_\_. **Lei Nº 13.490**BrasilPresidência da República, , 2017.

BRASIL. **LEI Nº 13.800**, 2019. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2019-2022/2019/Lei/L13800.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Lei/L13800.htm)>

BRINSON, G. P.; HOOD, L. R.; BEEBOWER, G. L. Determinants of Portfolio Performance. **Financial Analysts Journal**, v. 42, n. 4, p. 39–44, 1986.

BRINSON, G. P.; SINGER, B. D.; BEEBOWER, G. L. Determinants of Portfolio Performance An Update. **Financial Analysts Journal**, v. 47, n. 3, p. 40–48, 1991.

BROLLO, F.; GORGULHO, L. A urgência dos Fundos Patrimoniais. *In*: **Fundos Patrimoniais Filantrópicos**. São Paulo: IDIS, 2019. .

BROWN, K. C.; GARLAPPI, L.; TIU, C. Asset allocation and portfolio performance : Evidence from university endowment funds. **Journal of Financial Markets**, v. 13, n. 2, p. 268–294, 2010.

CAF WORLD GIVING INDEX 2018. World Giving. n. October, p. 1–42, 2018.

CARVALHO, M. M. DE. Educação superior no Brasil: evolução, cobertura demográfica e resultados de ações afirmativas. *In*: PAULO TAFNER, HAMILTON TOLOSA, LÉO DA ROCHA FERREIRA, C. B. (Ed.). . **Caminhos trilhados e desafios da educação superior no Brasil**. Rio de Janeiro: Eduerj, 2016. p. 444.

CEJNEK, G. *et al.* A Survey of University Endowment Management Research. **SSRN Electronic Journal**, n. November, 2013.

CFA INSTITUTE. ELEMENTS OF AN INVESTMENT POLICY STATEMENT FOR INSTITUTIONAL INVESTORS. p. 68–70, 2010.

CHAMBERS, D.; JUSTIN, E. D.; FOO, J. KEYNES, KING'S AND ENDOWMENT ASSET MANAGEMENT. **NBER WORKING PAPER SERIES KEYNES**, v. 53, n. 9, p. 1689–1699, 2014.

CLARIVATE, A. **Research in Brazil: A report for CAPES**. Brasília: Clarivate Analytics, 2017.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386, nov. 1937.

COHEN, A. M. **The shaping of American higher education: Emergence and growth of the contemporary system**. San Francisco: Jossey-Bass, 1998.

CRISTIANO, C.; MARCUZZO, M. C. John Maynard Keynes: the economist as investor. **Review of Keynesian Economics**, v. 6, n. 2, p. 266–281, mar. 2018.

CVM. **Instrução 607**, 2019.

DESCARTES, R. **Discurso sobre o Método**. Lisboa: Libro Móvil, 2018.

DIJK, T. A. VAN. The study of discourse. *In*: DIJK, T. A. VAN (Ed.). . **Discourse as structure and process**. London: Sage Publications, Ltd., 1997. p. 1–34.

DIMMOCK, S. G.; WANG, N.; YANG, J. The Endowment Model and Modern Portfolio Theory. **SSRN Electronic Journal**, 2019.

DUPREE, S.; WINDER, D. **Guia Prático Criação de Fundações**. Rio de Janeiro: Synergos Institute, 2000.

ECO, U. **Como se faz uma tese em Ciências Humanas**. São Paulo: Ed. Presença, 1995.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57, jan. 1989.

ESCOBAR, H. Congresso aprova projeto que pode liberar R\$ 9 bilhões para a ciência em 2021. **Jornal da USP**, 2020.

ESMERELLES, F. S. A imunidade das instituições de educação. **Âmbito Jurídico**, 2013.

FABER, M. T.; RICHARDSON, E. W. **The Ivy Portfolio: How to Invest Like the Top Endowments and Avoid Bear Markets**. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2009.

FABIANI, P. J.; HANAI, A. ESTRUTURA E OPERAÇÃO DOS FUNDOS PATRIMONIAIS FILANTRÓPICOS. *In*: **Fundos Patrimoniais Filantrópicos**. São Paulo: IDIS, 2019. .

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.

FARRELL, E. Is Bigger Any Better? **Chronicle of Higher Education**, v. 54, 2007.

FARRELL, T. J. **COMPREHENSIVE FUNDRAISING CAMPAIGNS IN THE 21st CENTURY: NON-FINANCIAL ELEMENTS AND FACTORS ASSOCIATED WITH MAJOR CAMPAIGNS AT DOCTORAL-EXTENSIVE UNIVERSITIES**. Ann Arbor: University of Pennsylvania, 2005.

FEA/USP. **Estatuto Social**, 2020.

FEA, S. **Regulamento Sempre FEABrasil**, 2020.

FGV. **Incentivos fiscais**. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

\_\_\_\_. **Regulamento FGVBrasil**, 2019.

FICLK, U. Entrevista Episódica. *In*: BAUER, M. W.; GASKELL, G. (Eds.). . **Pesquisa Qualitativa, com Texto, Imagem e Som: um manual prático**. Rio de Janeiro: Editora Voze, 2002. p. 114–136.

FRUMKIN, P.; KEATING, E. K. The price of doing good: Executive compensation in nonprofit organizations. **Policy and Society**, v. 29, n. 3, p. 269–282, 3 ago. 2010.

FULDA, M. **Assimetria: Gestores de fundos multimercado contam segredos sobre investimentos e risco**. São Paulo: Mathias Fulda, 2020.

GASKELL, G. Entrevistas Individuais e Grupais. *In*: BAUER, M. W.; GASKELL, G. . (Eds.). . **Pesquisa Qualitativa, com Texto, Imagem e Som: um manual prático**. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 2002. p. 64–89.

GRANT, D.; KEENOY, T.; OSWICK, C. **Discourse and organization**. London: Sage Publications, Ltd., 1998.

HABLE, J. Instituições de Educação e Assistência Social Imunidade Tributária-aspectos relevantes e polêmicos. **Terceiro Setor e Tributação**, v. 6, 2013.

HANSMANN, H. Why Do Universities Have Endowments ? v. 19, n. 1, p. 3–42, 2007.

HARVARD. **History of Harvard**. Disponível em: <<http://www.harvard.edu/about-harvard/harvard-glance/history>>. Acesso em: 17 ago. 2017.

HARVARD MANAGEMENT COMPANY. **Annual Endowment Report**. Boston: Harvard Management Company, 2016. Disponível em: <[http://www.hmc.harvard.edu/docs/Final\\_Annual\\_Report\\_2016.pdf](http://www.hmc.harvard.edu/docs/Final_Annual_Report_2016.pdf)>.

HEGEL, G. W. F. **Science of Logic**. New Jersey: Miller, A.V., 1816.

HENNESSY, J. What the Stanford Challenge Meant, and Where the Money Went. **Stanford magazine**, 2012.

HERRERO, G. DE LA F.; MARTIN CRUZ, N.; ROMERO-MERINO, M. The “non residual claim problem” in non-profit organizations. The case of NGOs in Spain. 2002.

IBBOTSON, R. G. The importance of asset allocation. **Financial Analysts Journal**, v. 66, n. 2, p. 18–20, 2010.

IBBOTSON, R. G.; KAPLAN, P. D. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? **Financial Analysts Journal**, v. 56, n. 1, p. 26–33, 2000.

IBGC, I. B. DE G. C. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2020.

IDIS. Pesquisa Doação Brasil. p. 84, 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, out. 1976.

JOVCHELOVITCH, S. .; BAUER, M. W. Entrevista Narrativa. *In*: BAUER, M. W.; GASKELL, G. (Eds.). . **Pesquisa Qualitativa, com Texto, Imagem e Som: um manual prático**. Rio de Janeiro: Editora Vozes, 2002. p. 90–103.

KARRIS, M. Alpha, Beta and the Endowment Model. **SSRN Electronic Journal**, 2019.

KEYNES, J. M. **A TEORIA GERAL DO EMPREGO, DO JURO E DA MOEDA**. Londres: Macmillan Press Ltd, 1936.

KISIL, M. Recursos não tradicionais para Fundos Patrimoniais. *In*: **Fundos Patrimoniais Filantrópicos**. São Paulo: IDIS, 2019. .

KOCHARD, L.; RITTEREISER, C. Foundation and Endowment Investing. *In*: Hoboken: John Wiley&Sons, 2008. .

LERNER, J.; SCHOAR, A.; WANG, J. Secrets of the Academy: The Drivers of University Endowment Success. **Journal of Economic Perspectives**, v. 22, n. 3, p. 207–222, 2008.

LEVISKY, R. CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA FUNDOS PATRIMONIAIS FILANTRÓPICOS. *In*: **Fundos Patrimoniais Filantrópicos**. São Paulo: IDIS, 2019. .

LEWIS, W. A. Economic Development with Unlimited Supplies of Labour. **The Manchester School**, v. 22, n. 2, p. 139–191, maio 1954.

LOPEZ, F. G. **Perfil das organizações da sociedade civil no brasil**. Brasília: IPEA, 2018.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77–91, mar. 1952.

MARTINS, D. DE C. Governança e gestão de Fundos Patrimoniais. *In*: São Paulo: IDIS, 2019. .



MATEUS, F. Unicamp lança Fundo Patrimonial Lumina e busca doadores. p. 1994, 2020.

MOERSCHBAECHER, L. S.; HAMMERMAN, B. G.; SOFT, J. C. **Building an Endowment**. New York: Precept Press, 2003.

MOGGRIDGE, D. E. **Maynard Keynes: An Economist's Biography**. London: Routledge, 1992.

MOLINA, R. S. As contribuições de Luiz de Queiroz aos 110 anos da Esalq/USP. **Revista Instituto Histórico Geográfico de Piracicaba**, v. 1, n. 1, 2011.

MONTI, F. **Dept. of Sticky Gifts: Changing the Purpose of a Restricted Endowment**.

MUNIR, K. A.; PHILLIPS, N. The birth of the “Kodak moment”: Institutional entrepreneurship and the adoption of new technologies. **Organization Studies**, v. 26, n. 11, p. 1665–1687, 2005.

NATIONAL ASSOCIATION OF COLLEGE AND UNIVERSITY BUSINESS OFFICERS. **2021 NACUBO-TIAA STUDY OF ENDOWMENTS (NTSE) RESULTS**. New York: [s.n.].

NEWMAN, D. S. **Nonprofit essentials: endowment building**. New York: John Wiley & Sons, 2005.

NORTH, D. C. Institutions. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 5, n. 1, p. 97–112, 1991.

OECD. **Education at a Glance 2016: OECD Indicators**. São Paulo: OECD Publishing, 2016.

ORLANDI, E. P. **Discurso e Texto: formulação e circulação dos sentidos**. São Paulo: Editora Pontes, 2005.

PAES, J. E. S.; OLIVEIRA, M. DAS G. P. A IMUNIDADE TRIBUTÁRIA DAS INSTITUIÇÕES DE EDUCAÇÃO. **Revista de Estudos e Pesquisas Avançadas do Terceiro Setor**, v. 4, n. 1, p. 929, 30 jun. 2017.

PANNUNZIO, E. O modelo da Lei 13.800/19 é obrigatório ou facultativo? *In*: **Fundos Patrimoniais Filantrópicos**. São Paulo: IDIS, 2019. .

PARKER, I. **Discourse dynamics: Critical analysis for social and individual psychology**. London: Routledge, 1992.

PASQUALIN, P. ASPECTOS JURÍDICOS DOS FUNDOS PATRIMONIAIS FILANTRÓPICOS. *In*: FABIANI, P. J. (Ed.). . **Fundos Patrimoniais Filantrópicos**. São Paulo: IDIS, 2019. p. 250.

\_\_\_\_\_. Aspectos tributários dos endowments no Brasil. **Revista de Direito Tributário Contemporâneo - RDTC**, v. 22, n. 5, p. 137–164, 2020.

PÊCHEUX, M. **O Discurso: estrutura ou acontecimento**. São Paulo: Editora Pontes, 2006.

PHILLIPS, N. Power, discourse and institutions: Institutional theory and the challenge of critical discourse analysis. *In*: CLEGG, S.; WESTWOOD, R. (Eds.). . **Debating organization: Point-counterpoint in organization studies**. Malden: Blackwell, 2003. p. 220–231.

PHILLIPS, N.; LAWRENCE, T. B.; HARDY, C. Discourse and Institutions. **Academy of Management Review**, v. 29, n. 4, p. 635–652, out. 2004.

PINHEIRO MACHADO FILHO, C. A. *et al.* THE MECHANISMS OF GOVERNANCE IN NONPROFIT ORGANIZATIONS. **Corporate Ownership and Control**, v. 4, n. 2, 2007.

POPPER, K. R. **A lógica da pesquisa científica**. São Paulo: Cultrix, 2004.

PRZEWORSKI, A. The Last Instance: Are Institutions the Primary Cause of Economic Development? **European Journal of Sociology**, v. 45, p. 165–188, 2004a.

\_\_\_\_\_. Institutions Matter? **Government and Opposition**, v. 39, n. 4, p. 527–540, set. 2004b.

RIGHETTI, S. Crise nas universidades. **Ciência e Cultura**, v. 69, p. 6–8, 2017.

RUDENSTINE, N. L. **A Letter from President Rudenstine**. Disponível em: <<https://news.harvard.edu/gazette/story/2000/01/a-letter-from-president-rudenstine/>>.

RUSSEL, C. **Trustee Investment Strategy for Endowments and Foundations**. 1. ed. Hoboken: JohnWiley & Sons, 2006.

SÁ-SILVA, J. R.; DOMINGOS DE ALMEIDA, C.; GUINDANI, J. F. Pesquisa documental: pistas teóricas e metodológicas. **Revista Brasileira de História & Ciências Sociais Ano**, v. 1, n. 1, p. 1–15, 2009.

SCHIMIDT, J. G. A.; TESANI, R. G. **Teoria Moderna de Carteiras para a tomada de decisão de novos investidores**. [s.l.] USP/ESALQ, 2022.

SCHROEDER, W.; YOUNG, I. M.; WELLMAN, H. **A Companion to Plato Blackwell Companions to Philosophy**. Hoboken: Blackwell Publishing, 2001.

SCHULTZ, T. W. Investment in Human Capital. **The American Economic Review**, v. 51, n. 1, p. 1–17, 1961.

SCHULTZ, T. W. **O valor economico da educacao**. Rio de Janeiro: Zahar, 1973.

SEABRA, L. **Conversas com gestores de ações brasileiros: A fórmula dos grandes investidores para ganhar dinheiro em bolsa**. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2018.

SEMPREFEA. Sempre FEA Apresentação Institucional. 2020.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737–783, jun. 1997.

SKIDELSKY, R. **John Maynard Keynes: The economist as saviour, 1920-1937**. [s.l.] Macmillan, 1992.

SOUZA, M. A. A. DE; ALMEIDA, A. M. DE; NARUTO, M. **O espaço da USP presente e futuro**. [s.l.] São Paulo A Prefeitura, 1985.

STANFORD. President announces Stanford Challenge. **Stanford Report**, 2006.

STANFORD, U. **A History of Stanford**. Disponível em: <<https://www.stanford.edu/about/history/>>. Acesso em: 17 ago. 2017.

TAFNER, P. S. B. Eficiência do Setor Público e Instituições: um olhar para a educação. *In*: PAULO TAFNER, HAMILTON TOLOSA, LÉO DA ROCHA FERREIRA, C. B. (Ed.). . **Caminhos trilhados e desafios da educação superior no Brasil**. 1. ed. Rio de Janeiro: Eduerj, 2016. p. 444.

TAYLOR, J. R. *et al.* The Communicational Basis of Organization: Between the Conversation and the Text. **Communication Theory**, v. 6, n. 1, p. 1–39, fev. 1996.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Referencial básico. **Tribunal de Contas da União**, v. 1, p. 80, 2014.

TROMBLE, W. W. **Excellence in Advancement: Applications for Higher Education and Nonprofit Organizations**. New York: Aspen Publishers, 1998.

UNESP. **Resoluções-61-2019**São Paulo, 2019.

\_\_\_\_. **Resoluções-26-2020**São Paulo, 2020.

UNICAMP. **Deliberação Consu-A-029**, 2019.

USP. **Diretrizes Orçamentárias**. Sao Paulo: USP, 2017a.

\_\_\_\_. **Anuário Estatístico 2017**. Sao Paulo: USP, 2017b.

VONBUN, C.; MENDONÇA, J. L. DE O.; GOMES, A. A. EDUCAÇÃO SUPERIOR: O que o mundo tem a nos ensinar. *In*: PAULO TAFNER, HAMILTON TOLOSA, LÉO DA ROCHA FERREIRA, C. B. (Ed.). . **Caminhos trilhados e desafios da educação superior no Brasil**. 1. ed. Rio de Janeiro: Eduerj, 2016. p. 444.

WALSH, J. **The Keynes Mutiny**. [s.l.] ReadHowYouWant.com, Limited, 2011.

WORTH, M. J. **New Strategies for Educational Fund Raising**. Lanham: Rowman & Littlefield Publishers, 2002.

YOSHINAGA, C. E.; EID, W. J.; ROCHMAN, R. R. **BRAZILIAN MUTUAL FUND INDUSTRY**. São Paulo: FGV, 2020.

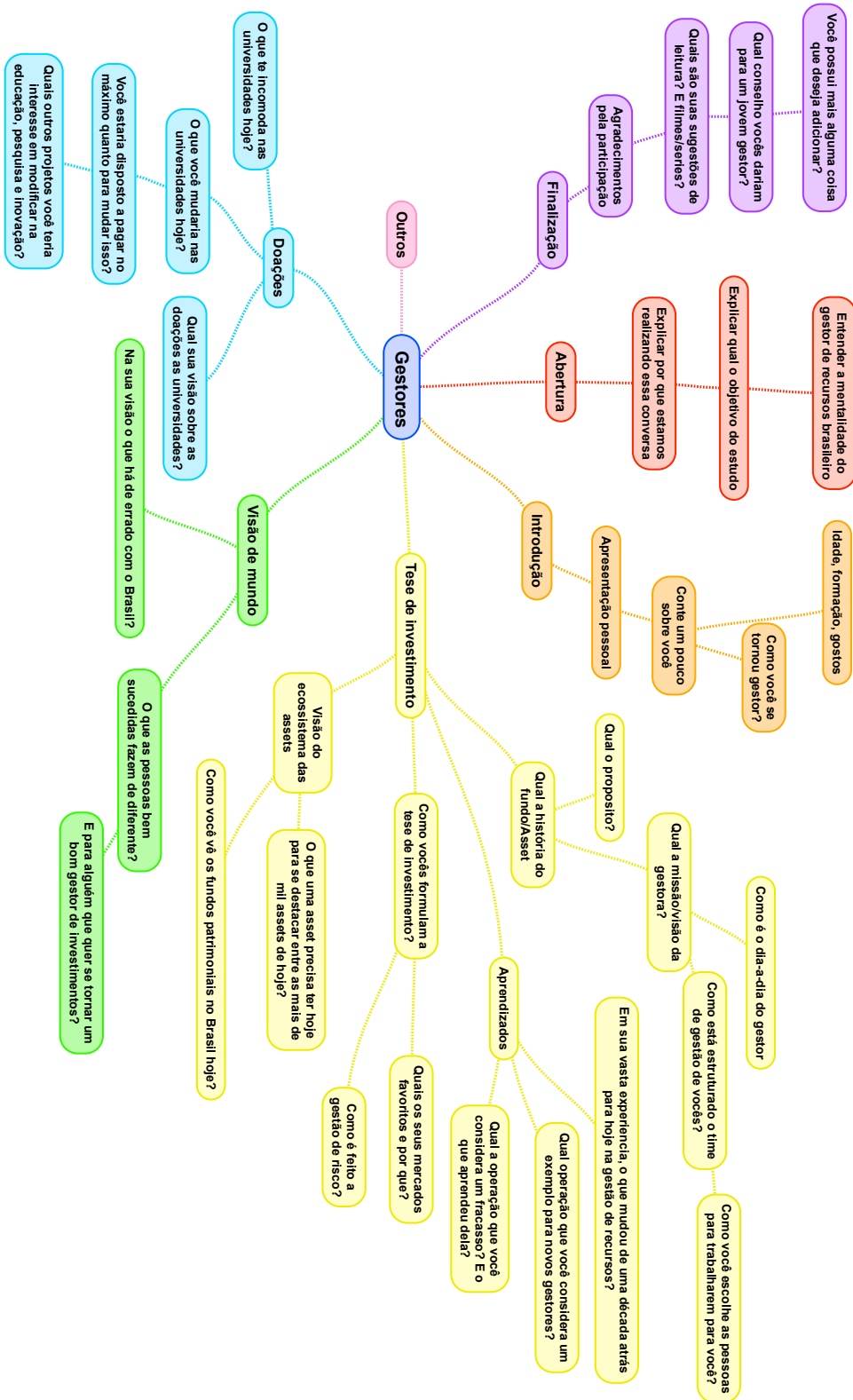
ZERMATI, I.; AZLEN, M. W. Investing Like the Harvard and Yale Endowment Funds. **Management**, v. 44, n. June, p. 7–13, 2017.

ZUCKER, L. G. Institutional Theories of Organization ., **Annual Review of Sociology**, v. 13, p. 443–464, 1987.



APÊNDICES

APÊNDICE A. Roteiro semiestruturado para entrevista com membros do Comitê de Investimento e Administradores de Carteira



APÊNDICE B. Roteiro semiestruturado para entrevista com possíveis doadores

