



CONVERGÊNCIAS E TENSÕES ENTRE AS TEORIAS DA AGÊNCIA E DA REPRESENTAÇÃO NA GOVERNANÇA DOS FUNDOS DE PENSÃO

CONVERGENCES AND TENSIONS BETWEEN THE THEORIES OF AGENCY AND REPRESENTATION IN PENSION FUND GOVERNANCE

FELLIPE PACHECO DE OLIVEIRA

Diretor Financeiro da CuritibaPrev, Conselheiro do Mais Futuro Fundo de Previdência e Diretor da Previpar. Membro da Comissão Técnica das Entidades Fechadas de Previdência Complementar do IBA, da Comissão Técnica Sul de Governança e Riscos e da Comissão Técnica Sul de Investimentos da Abrapp. Doutorando em Planejamento e Políticas Públicas pela UTFPR, Mestre em Economia pela UFPR, MBA em Previdência Complementar pela PUC/UniAbrapp, MBA em Engenharia de Planejamento pela UFRJ, Especialista em Políticas Públicas pela UNB, Pós-graduado em *Business Strategy* pela *University of La Verne/CA* e Atuário pela UERJ. É Membro do IBA - Instituto Brasileiro de Atuária e é certificado pela ANBIMA (CEA e CPA20, pelo ICSS (Administração e Investimentos) e em gestão de RPPS (DIRIG III e CGINV III).

JOSÉ LUIZ COSTA TABORDA RAUEN

Foi criador e é Diretor-Presidente da CuritibaPrev - Fundação de Previdência Complementar do Município de Curitiba. Foi Diretor Presidente da Fuspar - Fundação Sanepar de Previdência e Assistência Social, Presidente do IPMC - Instituto de Previdência dos Servidores do Município de Curitiba, membro titular do Conaprev - Conselho Nacional dos Dirigentes de Regimes Próprios de Previdência Social e Vice-Presidente do Sindapp – Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Conselheiro da OABPrev-PR e do Mais Futuro Fundo de Previdência, autor e coordenador da Autorregulação da Abrapp – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, membro titular da CRPC - Câmara de Recursos da Previdência Complementar, advogado, professor de Direito Civil da PUC/PR e professor da Escola Federal da Magistratura Federal do Paraná.

RESUMO:

Este artigo realiza uma análise comparativa entre a Teoria da Agência e a Teoria da Representação, investigando suas convergências e tensões, com foco especial na aplicação à governança de fundos de pensão. A Teoria da Agência, originária da economia, aborda a relação de delegação (principal-agente), focando na minimização de conflitos de interesse, custos de agência e assimetria de informações através de mecanismos de controle e incentivos voltados à eficiência. Em contrapartida, a Teoria da Representação, oriunda da ciência política, analisa a delegação (representado-





representante) sob a ótica da legitimidade democrática, participação deliberativa e inclusão. O texto explora as similaridades entre ambas, como a presença da delegação de poder e a necessidade de *accountability*, e suas divergências cruciais, notadamente o foco da Agência na eficiência econômica versus o foco da Representação na legitimidade do processo. Na aplicação aos fundos de pensão, a Teoria da Agência explica a necessidade de controles fiduciários sobre os gestores (agentes) para proteger os interesses dos participantes (principais). Já a Teoria da Representação fundamenta estruturas como a representação paritária (participantes e patrocinadores) nos conselhos, vistas como essenciais para a legitimidade e equilíbrio de poder. O artigo conclui que as teorias não são excludentes, mas complementares. Uma governança de fundos de pensão eficaz requer a integração da disciplina técnica e eficiência (Agência) com a legitimidade participativa e voz (Representação).

Palavras-chave: Governança; Fundos de Pensão; *Accountability*; Sustentabilidade institucional; Conflito de Interesses.

ABSTRACT:

This article performs a comparative analysis between the Agency Theory and the Representation Theory, investigating their convergences and tensions, with a special focus on the application to the governance of pension funds. The Agency Theory, originating in economics, addresses the delegation relationship (principal-agent), focusing on minimizing conflicts of interest, agency costs and information asymmetry through control mechanisms and incentives aimed at efficiency. On the other hand, the Theory of Representation, originating from political science, analyzes delegation (represented-representative) from the perspective of democratic legitimacy, deliberative participation and inclusion. The text explores the similarities between both, such as the presence of power delegation and the need for accountability, and their crucial divergences, notably the Agency's focus on economic efficiency versus the Representation's focus on the legitimacy of the process. In the application to pension funds, the Agency Theory explains the need for fiduciary controls over managers (agents) to protect the interests of participants (principals). The Theory of Representation, on the other hand, underpins structures such as equal representation (participants and sponsors) in councils, seen as essential for legitimacy and balance of power. The article concludes that theories are not mutually exclusive, but complementary. Effective pension fund governance requires the integration of technical discipline and efficiency (Agency) with participatory legitimacy and voice (Representation).

Keywords: Governance; Pension Funds; *Accountability*; Institutional sustainability; Conflict of Interest.

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa e a governança de fundos de pensão são campos que envolvem relações complexas entre diferentes partes interessadas (acionistas, gestores, participantes, patrocinadores, etc.). Duas estruturas teóricas destacam-se





para entender essas relações: a Teoria da Agência e a Teoria da Representação. A Teoria da Agência, desenvolvida na economia e finanças, lida com situações em que uma parte (principal) delega a outra (agente) a tomada de decisões, podendo ocorrer conflitos de interesse e problemas de alinhamento de objetivos. Já a Teoria da Representação, oriunda da ciência política, trata da legitimidade e do processo pelo qual alguns atores falam e agem em nome de outros em arenas coletivas.

Essas duas teorias, embora provenientes de disciplinas distintas, possuem pontos de contato e divergência significativos. Ambas abordam relações de delegação de poder e mecanismos de *accountability*¹ (prestação de contas), porém com enfoques diferentes: a Teoria da Agência enfatiza eficiência, controle e conflitos de interesse econômicos, enquanto a Teoria da Representação enfatiza legitimidade democrática, participação deliberativa e inclusão de diferentes grupos.

No contexto da governança, especialmente em fundos de pensão, a aplicação combinada dessas teorias é particularmente relevante. Fundos de pensão envolvem gestores (agentes) administrando recursos em prol de participantes (principais), configurando problemas clássicos de agência, ao mesmo tempo em que muitas vezes adotam estruturas representativas nos seus conselhos (ex.: representação paritária de empregados e empregadores) para garantir voz e legitimidade aos *stakeholders*. Questões cruciais como *accountability*, conflitos de interesse, legitimidade das decisões, representação paritária nos conselhos, desempenho institucional e participação deliberativa emergem da interação entre essas duas perspectivas teóricas.

Este artigo tem por objetivo elaborar uma análise comparativa entre a Teoria da Agência e a Teoria da Representação, concentrando-se na aplicação de ambas à governança corporativa e, em especial, à governança de fundos de pensão. Para isso, serão utilizadas referências acadêmicas das últimas três décadas, incluindo trabalhos clássicos (como Jensen e Meckling, Pitkin, Fama) e desenvolvimentos contemporâneos (Urbinati, Saward, Mansbridge, entre outros). O artigo está estruturado em cinco seções: (1) Introdução, apresentando o tema; (2) Referencial Teórico Comparado, delineando os fundamentos de cada teoria; (3) Análise das Similaridades e Diferenças entre as teorias; (4) Aplicações em Fundos de Pensão,

¹ De acordo com Carvalho (2017), “accountability refere-se à obrigação dos gestores de prestar contas, justificar suas ações e submeter-se à avaliação por parte dos participantes, patrocinadores, órgãos de controle e sociedade.”





discutindo implicações práticas; e (5) Conclusão, com reflexões conclusivas. A abordagem enfatizará conceitos fundamentais e derivados de cada teoria, bem como exemplos práticos de sua aplicação na configuração e controle de órgãos colegiados decisórios, destacando aspectos de accountability, conflitos de interesse, legitimidade, representação paritária, desempenho e participação deliberativa, conforme solicitado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO COMPARADA

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência surgiu como um arcabouço para entender as relações de delegação entre atores com interesses potencialmente divergentes. Michael Jensen e William Meckling, em seu trabalho seminal de 1976, definiram o relacionamento de agência como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (principal) contratam outra pessoa (agente) para realizar alguma atividade em seu nome ou a seu mando, delegando autoridade ao agente”. Em termos simples, existe uma relação de agência sempre que uma parte (por exemplo, um acionista ou proprietário) designa outra (por exemplo, um gestor profissional) para tomar decisões em seu nome. Essa delegação cria o potencial de conflito de interesses, pois pressupõe-se que ambos os lados buscam maximizar sua utilidade: o agente pode tomar ações que beneficiem a si mesmo às custas do principal, gerando assim os chamados custos de agência. Conflitos clássicos incluem gestores que perseguem objetivos próprios (remuneração, poder, benefício pessoal) em detrimento dos objetivos do proprietário (maximização do valor do investimento).

Os problemas de agência são particularmente notórios em empresas de capital disperso, nas quais há separação entre propriedade e controle (conforme já observado por Berle & Means na década de 1930 e formalizado por autores como Eugene Fama e Michael Jensen nos anos 1980). Fama & Jensen (1983) destacaram que a separação entre os detentores do capital (acionistas) e os tomadores de decisão (executivos) requer mecanismos internos de governança para alinhar interesses e evitar decisões contrárias ao interesse dos proprietários. A governança corporativa, sob a lente da Teoria da Agência, consiste exatamente nos mecanismos de controle





que permitem aos provedores de recursos financeiros assegurarem que os gestores (agentes) lhes retornarão valor e não dissiparão os recursos em benefício próprio. Tais mecanismos incluem: conselhos de administração independentes, sistemas de remuneração por desempenho (bonificações, *stock options* para alinhar incentivos), auditorias e controles financeiros, mercado de capitais ativo (que disciplina empresas mal geridas via queda das ações ou ameaça de aquisição), entre outros.

Importantes contribuições teóricas ao longo dos últimos 30 anos reforçaram e expandiram a Teoria da Agência. Jensen e Meckling (1976) introduziram formalmente os conceitos de custos de agência (custos de monitoramento pelo principal, custos de garantias ou incidência assumidos pelo agente, e perdas residuais decorrentes de decisões subótimas do agente) e demonstraram como estruturas de propriedade e incentivos podem mitigar esses custos. Eugene Fama (1980) e Fama & Jensen (1983) argumentaram que, apesar dos conflitos, a estrutura corporativa com separação de propriedade pode ser eficiente desde que existam sistemas adequados de decisão e controle – por exemplo, um conselho de administração que aprove ou ratifique decisões importantes, separando as funções de *decision management* (gestão executiva das decisões) e *decision control* (controle e monitoramento das decisões). Andrei Shleifer e Robert Vishny (1997), sintetizaram que a essência da governança corporativa é “tratar dos meios pelos quais os fornecedores de financiamento garantem a si mesmos o retorno sobre seus investimentos”, evidenciando o foco no alinhamento entre investidores (principais) e gestores (agentes).

Vale notar que a Teoria da Agência não se restringe ao setor privado. Seus conceitos foram aplicados em áreas diversas, desde administração pública até relações empregador-empregado e mesmo na ciência política. Eisenhardt (1989), ao rever a literatura de agência, enfatizou que “a Teoria da Agência tem sido utilizada pelos acadêmicos em contabilidade, economia, finanças, marketing, ciência política, comportamento organizacional e sociologia”. Ou seja, a ideia de uma parte agindo em nome de outra com potencial divergência de interesses é onipresente em estruturas organizacionais e políticas. No setor público, por exemplo, a relação entre eleitores (principais) e representantes eleitos (agentes) pode ser analisada sob a ótica da agência, e de fato modelos eleitorais de *accountability* frequentemente empregam essa analogia do principal-agente.

Conceitos-chave oriundos da Teoria da Agência incluem: conflito de interesses principal-agente (inerente quando o agente possui objetivos próprios distintos do





principal), assimetria de informações (o agente usualmente detém mais informação sobre suas ações do que o principal consegue observar, dificultando o monitoramento), riscos morais (o agente pode tomar riscos excessivos porque as consequências negativas recaem sobre o principal) e seleção adversa (a dificuldade de o principal identificar *ex-ante* a qualidade ou intenção do agente). Para mitigar tais problemas, desenvolvem-se mecanismos de governança: contratos que atrelam a remuneração do agente ao resultado para o principal, monitoramento ativo (conselhos, comitês, auditorias, fiscalização), alinhamento de interesses via participação acionária dos gestores, e ameaças externas (como mercado de trabalho de executivos – reputação – e disciplina de mercado).

Em síntese, a Teoria da Agência oferece um *framework* analítico para entender *accountability* e performance em organizações: ela presume indivíduos racionais maximizadores de resultados e busca estruturar incentivos e controles para que o agente aja no melhor interesse do principal. Essa teoria lançou as bases da moderna governança corporativa, influenciando códigos de boas práticas que recomendam conselhos independentes, políticas de divulgação e transparência e direitos acionários que permitam aos proprietários sancionarem ou substituir gestores ineptos.

2.2 TEORIA DA REPRESENTAÇÃO

A Teoria da Representação, por sua vez, tem raízes na filosofia política e na teoria democrática. Trata do mandato político e da forma como um indivíduo ou grupo atua legitimamente em nome de outros em processos coletivos de decisão. A obra clássica de Hanna Pitkin, “The Concept of Representation” (1967), oferece a definição seminal: representar é “fazer presente novamente”. Isto é, representação política significa tornar presente os interesses, opiniões e perspectivas de pessoas que não estão fisicamente presentes nas tomadas de decisão. Nas palavras de Pitkin, a representação é a atividade de reavivar as vozes, opiniões e perspectivas dos cidadãos nos processos de formulação de políticas públicas, ocorrendo quando atores políticos falam, defendem, simbolizam e atuam em nome de outros na arena política.

Pitkin mostrou que “representação” é um conceito multifacetado, distinguindo pelo menos quatro dimensões ou tipos de representação: formalística, descritiva, simbólica e substancial. A representação formalística refere-se aos aspectos formais que precedem a representação e lhe conferem legitimidade, aqui destacam-se dois





critérios centrais: autorização (o representante foi devidamente autorizado a agir em nome dos representados, tipicamente via eleição ou nomeação) e *accountability* (existem mecanismos para que o representante preste contas e possa ser sancionado ou removido pelos representados). Já a representação descritiva diz respeito à semelhança entre representantes e representados em certas características (por exemplo, representantes que “espelham” a composição demográfica ou os interesses do eleitorado – gênero, etnia, classe, etc.). A representação simbólica envolve o significado simbólico ou a aceitação psicológica de alguém como representante (independentemente de ações concretas – por exemplo, um rei pode ser símbolo da unidade nacional). E a representação substancial foca no conteúdo da ação do representante: em que medida ele age de fato em prol dos interesses dos representados, atendendo suas demandas e necessidades (independentemente de semelhança descritiva ou vínculos formais).

Enquanto Pitkin via essas dimensões como inter-relacionadas dentro de um conceito mais amplo, muita literatura posterior explorou-as separadamente. Por exemplo, debates sobre representação descritiva ganharam força com outros autores como Anne Phillips (1995), defendendo a “política da presença” de grupos sub-representados, e com teóricos da justiça como Iris Marion Young. Young argumentou que, para atingir igualdade política real, é necessário adotar medidas explícitas para incluir representantes de grupos marginalizados, cujas perspectivas de outro modo ficariam excluídas do debate. Essa preocupação com legitimidade inclusiva levou a ações afirmativas como cotas de gênero ou raça em assembleias legislativas e conselhos, buscando reduzir desigualdades estruturais por meio da representação política.

Nos últimos 30 anos, a Teoria da Representação passou por importantes revisões e expansões, incorporando tanto análises empíricas quanto novas perspectivas normativas. Jane Mansbridge é uma das autoras contemporâneas de destaque: em seu artigo “Rethinking Representation” (2003) ela identifica formas alternativas de representação nas democracias modernas, além do modelo tradicional de mandato eletivo. Mansbridge descreve, por exemplo, a representação promissória (baseada em promessas de campanha e um julgamento retrospectivo dos representantes pelo cumprimento dessas promessas, semelhante à representação formalista de Pitkin), a representação antecipatória (os representantes agem de olho no futuro, antecipando preferências dos eleitores para serem recompensados na



próxima eleição, e não apenas seguindo as promessas passadas, o que desafia a noção de *accountability* puramente retrospectiva), a representação geradora (ou “giroscópica”) em que o representante age segundo sua própria consciência ou princípios internos, assumindo que estes refletem os verdadeiros interesses dos representados, e a representação transferida (quando um representante defende interesses de pessoas fora de sua base eleitoral formal, por exemplo, um legislador atuando em nome de um grupo em outra jurisdição). Cada uma dessas formas tem critérios de avaliação diferentes e expande o entendimento de como cidadãos podem ser efetivamente representados em um sistema democrático, mesmo além dos mecanismos eleitorais tradicionais.

Mansbridge também propôs uma importante reflexão sobre mecanismos de *accountability*. Tradicionalmente, inspirada pelo modelo de agência, a teoria democrática enfatizou o que ela chama de “modelo de sanção”: presume-se que representantes têm interesses próprios distintos dos representados, de modo que é crucial que os cidadãos monitorem, recompensem os “bons” representantes e punam os “maus” por meio de eleições (ou outros mecanismos formais). Mansbridge argumenta que essa visão é incompleta e destaca o “modelo de seleção”: aqui a ênfase está em escolher bons representantes (com valores alinhados aos do eleitorado) desde o início, de forma que atuem corretamente por motivação intrínseca, reduzindo a necessidade de sanção constante. No modelo de seleção, parte-se do pressuposto de que certos representantes têm suas próprias motivações para atender ao interesse público ou de seus constituintes – por exemplo, representantes que pertencem ao mesmo grupo que representam (compartilham experiências e interesses) ou que possuem forte compromisso ideológico com sua plataforma. Nesse sentido, a *accountability* pode ocorrer não apenas *ex-post* (via punição eleitoral), mas *ex-ante*, pela adequada seleção e confiança depositada em representantes com interesses convergentes aos dos representados. Essa ideia encontra paralelo em práticas como representação descritiva (por exemplo, eleitores de uma minoria podem preferir eleger alguém daquela minoria confiando que compreenderá e defenderá seus interesses). Mansbridge não descarta o modelo de sanção, mas amplia o conceito de representação eficaz para incluir situações em que a convergência de preferências ou a delegação com confiança substituem a vigilância constante. Essa discussão é muito relevante quando comparada à Teoria da Agência, como veremos pois, questiona a



premissa de interesses necessariamente conflitantes entre representado e representante em todos os casos.

Outra contribuição notável é a de Michael Saward com a ideia da “reivindicação representativa” (*representative claim*). No livro “The Representative Claim” (2010), Saward adota uma abordagem construtivista, sugerindo que a representação não é um dado fixo resultante apenas de eleições, mas um processo ativo de construção. Um ator político faz uma reivindicação de representação ao dizer ser representante de determinada audiência ou ideia, e tal reivindicação precisa ser aceita pelos representados (pela audiência) para se efetivar. Saward expressa essa relação sob a forma de cinco elementos: “um autor de representações (M) apresenta um sujeito representado (S) que é colocado como equivalente a um objeto (O), relacionado a um referente (R), e oferecido a uma audiência (A)”. Por exemplo, num contexto de governança corporativa, um dirigente pode afirmar representar “os melhores interesses dos acionistas minoritários” (essa é a reivindicação); os acionistas, como audiência, julgarão se aceitam tal reivindicação como legítima, com base nas ações e na credibilidade do dirigente. O enfoque de Saward ressalta que a legitimidade representativa depende não apenas de arranjos formais, mas do discursivo: da capacidade de um representante se apresentar como tal e obter reconhecimento. Essa visão é útil para entender formas não convencionais de representação – por exemplo, representantes de *stakeholders* que não passam por eleições formais (como ONGs falando por comunidades, ou mesmo conselheiros indicados falando em nome de uma categoria). A teoria de Saward conecta-se a uma virada “construtivista” na literatura, que enfatiza o papel ativo do representante em moldar os interesses e identidades dos representados através do processo representativo.

Resumindo os conceitos fundamentais da Teoria da Representação: a representação envolve relação de agência política, mas mediada por elementos de legitimização democrática. Os representantes obtêm autoridade via autorização (eleições, nomeações conforme regras aceitas) e precisam manter responsividade para com os representados, seja por prestação de contas formal (eleições, controle institucional) ou por outras formas de conexão contínua (consultas, participação, proximidade sociológica). A legitimidade é central: um representante só é efetivo se for percebido como legítimo pelos representados. Além disso, a representação política tem um componente de mediação deliberativa na medida em que representantes atuam não apenas como emissários passivos da vontade popular, mas também como





mediadores e formuladores de preferências, participando de processos deliberativos e negociando políticas públicas. Nadia Urbinati (2006), por exemplo, argumenta que a democracia representativa deve ser vista como um processo contínuo de deliberação pública, onde representantes e representados interagem na formação da vontade política, e não como um mero instante de autorização eleitoral seguido de passividade cidadã. Desse modo, a teoria contemporânea da representação reconhece tanto a necessidade de *accountability* (como na visão clássica) quanto a importância da participação deliberativa e da responsividade múltipla (representantes respondendo a eleitorado, partido, sociedade civil, etc., de formas variadas).

Em suma, enquanto a Teoria da Agência fornece um modelo contratual e de incentivos para entender relações de delegação, a Teoria da Representação fornece um modelo político-normativo focado na legitimidade da delegação de poder e na dinâmica da atuação representativa. Na próxima seção será realizada uma análise comparando as similaridades e diferenças entre essas teorias, estabelecendo uma ponte que nos permita, posteriormente, discutir a governança dos fundos de pensão à luz de ambas.

3 ANÁLISE DAS SIMILARIDADES E DIFERENÇAS

Após expor os fundamentos de cada teoria, é possível identificar similaridades importantes entre a Teoria da Agência e a Teoria da Representação, bem como diferenças cruciais no enfoque de cada uma. Abaixo discutimos os principais pontos de convergência e divergência.

Relação de Delegação e Mandato: Ambas as teorias tratam de situações em que uma parte atua em nome de outra. Na Teoria da Agência, é a relação contratual principal-agente (por exemplo, acionistas e gestores); na Teoria da Representação, é a relação representado-representante (por exemplo, eleitores e parlamentares, ou *stakeholders* e seus representantes em conselhos). Em essência, as duas lidam com um mandato delegado: alguém (agente/representante) recebe poderes para tomar decisões que afetam o interesse de outro (principal/representado). Assim, há um reconhecimento em ambas de que existe uma potencial distância entre quem decide e quem suporta as consequências ou detém o interesse final .



Problema do Alinhamento de Interesses e Conflitos: As duas teorias partem do reconhecimento de possíveis conflitos de interesse entre aquele que delega poder e aquele que exerce o poder delegado. A Teoria da Agência presume que agente e principal podem ter objetivos distintos (lucro da empresa vs. satisfação pessoal do gestor, por exemplo), gerando risco de que o agente não aja no melhor interesse do principal. Analogamente, na Teoria da Representação clássica (formalística), considerou-se que representantes podem divergir da vontade ou interesse dos representados – daí a ênfase na *accountability* eleitoral para corrigir desvios. Pitkin já notava a tensão entre autonomia do representante e responsividade ao representado. Mansbridge reitera que o modelo tradicional de *accountability* (sanção) assume interesses desalinhados entre representante e representado. Portanto, ambos os campos reconhecem um dilema de controle: como garantir que o delegado (agente/representante) não use seu poder de forma contrária aos objetivos de quem o delegou.

***Accountability* e Mecanismos de Controle:** Consequentemente, as duas teorias enfatizam a necessidade de mecanismos para garantir prestação de contas (*accountability*). No caso da Agência, isso se dá por contratos explícitos, monitoramento, incentivos financeiros e possibilidade de demissão ou intervenção caso o agente falhe (por exemplo, acionistas podem demitir executivos ou não reelegê-los no conselho, podem vender ações punindo a gestão, etc.). No caso da Representação política, os mecanismos clássicos são eleições periódicas (os representados julgam e podem “demitir” o representante pelo voto) e outras formas de fiscalização institucional (tribunais de contas, imprensa livre, transparência pública). Embora a natureza dos mecanismos difira (financeiros/contratuais vs. políticos/institucionais), em ambos há a ideia de que sem controle, o delegado tende a se desviar. A *accountability* é, portanto, ponto central nas duas teorias, ainda que implementada de modos distintos – sanções de mercado ou contratuais na agência; sanções políticas ou reputacionais na representação.

Assimetria de Informações e Dificuldade de Monitoramento: Outro paralelo é que tanto na relação de agência quanto na de representação existe assimetria de informações. O agente geralmente detém mais informação sobre suas ações do que o principal (exemplo, um CEO sabe mais sobre as operações diárias da empresa do que os acionistas dispersos; um deputado sabe dos bastidores legislativos melhor do que seus eleitores). Isso dificulta que o principal/representado avalie perfeitamente a





performance do agente/representante. Assim, nas duas teorias discute-se a importância de transparência e fluxo de informação para reduzir assimetrias – seja através de demonstrações financeiras e relatórios (no caso de empresas) ou de publicização das atividades parlamentares, lei de acesso à informação, etc. (no caso político). Em ambos os casos, quanto maior a opacidade, maior o risco de comportamentos oportunistas sem detecção.

Foco em Incentivos versus Foco em Legitimidade: Aqui começamos a ver divergências. A Teoria da Agência tem um foco marcadamente instrumental: seu cerne é alinhar incentivos para eficiência econômica. Ou seja, preocupa-se com desempenho mensurável (valor para o acionista, retorno sobre investimento, redução de custos de agência) e busca soluções ótimas dentro de uma lógica de mercado ou contratual. Já a Teoria da Representação tem um foco mais normativo e substantivo: preocupa-se com legitimidade democrática, com a justeza do processo e a inclusão de vozes no foro decisório. Assim, critérios de sucesso na representação não se resumem a eficiência ou ganhos mensuráveis, mas incluem aspectos como justiça, equidade, participação cidadã e satisfação dos representados (a “qualidade da democracia”). Por exemplo, um conselho de política pública pode não maximizar um indicador financeiro, mas se é composto por representantes de diversos segmentos sociais, pode ser visto como mais legítimo e democrático. Em suma, a medida de desempenho difere: para a agência, desempenho é cumprimento dos objetivos do principal (geralmente eficiência econômica); para a representação, desempenho envolve responsividade e legitimidade (atender o interesse público ou dos representados de forma percebida como legítima, o que nem sempre é quantificável monetariamente).

Natureza do Contrato vs. Natureza do Mandato: Na Teoria da Agência, a relação principal-agente é vista como contratual (ainda que nem todos os contratos sejam explícitos, supõe-se um acordo, mesmo implícito, de prestação de serviço em troca de recompensa). Já na Teoria da Representação, a relação é frequentemente tratada como um mandato político ou uma obrigação fiduciária. Representantes têm dever fiduciário em relação aos representados (similar a um tutor ou curador que deve agir no melhor interesse do pupilo). No contexto político, nem tudo é explicitado num contrato – espera-se, por exemplo, que o representante sirva ao bem comum, mesmo que não haja um “contrato” delineando cada decisão. Há também o conceito de *trustee* vs. *delegate* (Burke) no mandato: representantes podem agir como delegados fiéis às

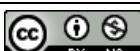




instruções dos eleitores ou como *trustees* usando julgamento próprio para o bem dos representados. Essa nuance não aparece na teoria da agência econômica, que em geral assume que se pode especificar o objetivo (maximizar valor do acionista) e monitorar desvios. Na representação, definir o “interesse do representado” pode ser muito mais complexo e controverso (pessoas têm interesses múltiplos, que podem ser mal articulados ou mesmo contraditórios). Pitkin notou que não existe um “manual de instruções” completo do povo para seus representantes – daí a inevitável discrição do representante e a dificuldade de julgamento objetivo de sua atuação. Isso marca uma diferença metodológica: a teoria da agência tende a ter critérios mais objetivos e unidimensionais de performance (exemplo, o objetivo do negócio é o retorno financeiro), enquanto a teoria da representação lida com critérios multidimensionais e qualitativos (justiça, bem-estar social, alinhamento político, etc.).

Unilateralidade vs. Reciprocidade da Relação: Em muitos modelos da Teoria da Agência, especialmente na formulação original, o fluxo da relação é principalmente unilateral: o principal delega e o agente age, com pouca interação contínua além de controles e relatórios. Na Teoria da Representação democrática, a relação é mais dinâmica e recíproca: os representados podem influenciar os representantes não apenas no momento eleitoral, mas também através de opinião pública, participação em consultas, pressão de grupos de interesse, etc. Os representantes, por sua vez, tentam moldar as preferências dos representados (por persuasão, liderança de opinião) ou responder a elas em tempo real. Há uma dimensão deliberativa e dialética. Assim, enquanto a agência tradicional pode ser vista como um problema de otimização estática (como escrever um contrato ótimo dado um conflito de interesse fixo), a representação é muitas vezes vista como um processo adaptativo e interativo dentro de um sistema político aberto. Autores recentes (por exemplo, Lisa Disch, 2011) falam da representação em termos de sistemas deliberativos e formação de preferências, algo bem além da concepção estática principal-agente.

Multiplicidade de “principal” e “agente” No modelo clássico de agência, frequentemente se considera um principal e um agente (ou um principal e vários agentes separadamente). Já na representação política é comum termos múltiplos representados e múltiplos representantes interagindo. Por exemplo, um parlamentar representa milhares de eleitores, cada qual com preferências distintas; por sua vez, os eleitores são representados por múltiplos cargos (vereador, prefeito, deputado, etc.). Isso torna a cadeia de agência muito mais complexa no âmbito político (existem



teorias de *multiple principals* tentando abordar isso também na economia, mas é mais complicado garantir alinhamento quando vários “principais” podem ter interesses divergentes entre si). No contexto de conselhos com representação de partes, como em fundos de pensão (onde participam representantes de patrocinador e de participantes), há efetivamente vários “principais” simultâneos e os representantes respondem a todos eles de alguma forma. A Teoria da Agência tradicional lida mal com cenários de multi-principal (há risco de objetivos conflitantes e agentes confusos sobre a quem ser leal). A Teoria da Representação, por sua vez, abraça a ideia de representação plural: entende que instituições podem deliberadamente incluir representantes de diferentes grupos para equilibrar interesses (por exemplo, representação paritária de trabalhadores e empregadores, ou cotas para minorias), assumindo que nenhum agente único pode satisfazer completamente a todos – daí a necessidade de instâncias coletivas deliberativas onde os vários representantes negociam soluções. Em suma, a representação reconhece e institucionaliza o conflito pluralista, enquanto a agência busca resolvê-lo através de um mandato claro e unitário dado ao agente por um principal dominante.

Critério de sucesso “Valor vs. Vontade”: Outra diferença conceitual marcante é que, na agência corporativa, o critério último de sucesso costuma ser maximização de valor ou utilidade para o principal (exemplo, valor da ação para acionista, retorno do investimento para um investidor). Já na representação política, o sucesso não é meramente “dar ao representado o que ele quer” no curto prazo, mas pode envolver interpretação do interesse do representado e até contrariar preferências momentâneas em prol de um bem futuro (um representante responsável pode aprovar medidas impopulares, mas necessárias, acreditando servir ao verdadeiro interesse de seus eleitores). Pitkin observou que boa representação substantiva é agir no interesse dos representados de forma responsável, mas não necessariamente submissa às preferências imediatas deles. Assim, a relação é menos direta: envolve julgamento, mediação de preferências e considerações de longo prazo. Isso não tem paralelo claro na teoria da agência clássica, onde se assume que o principal sabe seu objetivo (exemplo, maximizar riqueza) e o agente deve cumpri-lo. Em política, os “objetivos” dos cidadãos podem ser difusos ou mesmo formados ao longo do processo representativo.

Em síntese, similaridades: ambas as teorias lidam com delegação, possíveis conflitos de interesse e necessidade de mecanismos de controle e monitoramento





para assegurar alinhamento. Diferenças: a Teoria da Agência tem um viés econômico-contratual, com foco em eficiência e resultados quantificáveis, enquanto a Teoria da Representação tem um viés político-normativo, com foco em legitimidade, participação e resultados em termos de bem comum e justiça. A agência pressupõe interesses divergentes e busca solucioná-los via incentivos; a representação reconhece tanto divergências quanto identidades comuns, permitindo modelos em que a seleção de representantes alinhados reduza a necessidade de punição (Mansbridge) e enfatizando a dimensão deliberativa e plural das decisões coletivas.

Essas diferenças de abordagem têm implicações práticas importantes quando analisamos a governança de organizações reais, como veremos na próxima seção, no caso dos fundos de pensão, onde ambos os paradigmas – agência e representação – são invocados para estruturar os órgãos decisórios e seus controles.

4 APLICAÇÕES EM FUNDOS DE PENSÃO

Os fundos de pensão, especialmente os fundos de pensão fechados (entidades de previdência complementar para grupos específicos, como empregados de uma empresa ou servidores de uma instituição), oferecem um campo rico para aplicar e contrastar a Teoria da Agência e a Teoria da Representação em sua governança. A administração de um fundo de pensão envolve a gestão de recursos financeiros de terceiros (participantes e beneficiários) por parte de gestores e conselhos, sob certas regras fiduciárias. Ao mesmo tempo, muitos fundos – notadamente no Brasil e em diversos países – adotam modelos de governança que incluem representantes dos participantes e dos patrocinadores em seus conselhos deliberativos e fiscais, configurando uma representação institucionalizada dos diferentes *stakeholders*. Vejamos como cada perspectiva teórica ilumina aspectos dessa governança:

Sob a perspectiva da Teoria da Agência, os participantes de um fundo de pensão (trabalhadores contribuintes e aposentados assistidos) podem ser vistos como principais, cujos interesses residem em obter segurança e rentabilidade para suas aposentadorias; os gestores do fundo (diretores, conselheiros e administradores profissionais) atuam como agentes, responsáveis por investir as contribuições e administrar os benefícios. Clássicos problemas de agência emergem: os gestores podem tomar decisões que não maximizem o melhor interesse de longo prazo dos



participantes (por exemplo, podem assumir riscos excessivos buscando ganhos imediatos, já que em caso de êxito podem ganhar bônus, enquanto o prejuízo pode recair no patrocinador ou reduzir benefícios futuros), ou ao contrário podem ser conservadores em excesso para evitar qualquer risco pessoal, não fazendo os ativos renderem o suficiente. Também podem ocorrer conflitos quando os patrocinadores (como empresas ou governo que aportam contribuições) influenciam a gestão em favor de seus interesses (por exemplo, reduzir aportes, usar o fundo para investir em projetos de seu interesse político ou empresarial) em detrimento dos beneficiários, isso configura outro nível de relação de agência, entre patrocinador-principal e gestores-agentes, que às vezes conflita com a relação participante-principal vs gestor-agente.

Para mitigar esses problemas, a governança de fundos de pensão incorpora mecanismos inspirados na Teoria da Agência: *fiduciary duty* (dever fiduciário legal dos administradores de agirem no melhor interesse dos beneficiários), auditorias independentes, comitês de investimento e de risco, supervisão por agências reguladoras, além de políticas de transparência e prestação de contas aos participantes. A ideia é alinhar o agente (gestão do fundo) ao principal (participantes) por incentivos e controles, de modo semelhante ao que se faz em empresas para alinhar gestores a acionistas. Por exemplo, muitos fundos vinculam parte da remuneração dos gestores a indicadores de desempenho de investimentos (retornos ajustados ao risco, solvência do plano atuarial), ou exigem certificações e qualificações para reduzir riscos de má gestão. A *accountability* também aparece via participação de patrocinadores ou representantes de participantes nos conselhos fiscais, atuando como monitores internos do agente (gestão executiva), o que lembra o papel de conselhos de administração em empresas para monitorar a diretoria.

Entretanto, a governança de fundos de pensão difere da governança corporativa típica porque os “principais” não são acionistas buscando lucro, e sim trabalhadores buscando segurança previdenciária. Além disso, frequentemente há múltiplos principais: participantes de um lado e o patrocinador (empregador) de outro, cada qual com interesses legítimos, mas nem sempre coincidentes. Essa situação é intrinsecamente de multi-principal, complicada para a Teoria da Agência tradicional, mas bastante comum no mundo previdenciário. Por exemplo, um patrocinador (especialmente se for uma empresa estatal ou órgão público) pode ter incentivo para contribuir menos ou usar recursos do fundo para políticas públicas, enquanto os



participantes querem maximizar benefícios e garantir solvência. Nesse contexto, soluções puramente contratuais enfrentam limites, exigindo um arcabouço de governança que reconheça e balanceie interesses opostos de forma transparente.

O modelo de representação paritária adotado em muitos fundos de pensão considera de forma mais próxima a Teoria da Representação. Em diversos países, a legislação ou as normas internas preveem que os órgãos colegiados (conselhos deliberativo e fiscal) tenham representantes eleitos pelos participantes e representantes indicados pelo patrocinador, geralmente em proporção igual (50/50). No Brasil, por exemplo, as entidades fechadas de previdência complementar ligadas ao setor público são obrigadas por lei complementar a ter paridade de representação entre participantes/assistidos e patrocinadores em seus conselhos. Essa paridade é considerada um princípio de governança das EFPCs públicas, visando assegurar que as decisões estratégicas contem com a voz dos principais interessados e não apenas do patrocinador ou do governo. Mesmo nos fundos privados (de empresas), embora a lei não imponha paridade, usualmente se estabelece no estatuto algum nível de representação dos participantes (muitas vezes, eleição de uma parte dos conselheiros deliberativos e fiscais pelos participantes).

Sob a ótica da Teoria da Representação, essa estrutura transforma a governança do fundo em um microcosmo democrático-corporativo, onde diferentes pontos de vista e perfis de interesses estão representadas e precisam deliberar conjuntamente. Os conselheiros eleitos pelos participantes atuam como porta-vozes dos interesses dos trabalhadores e aposentados, enquanto os conselheiros indicados pelo patrocinador representam os interesses do empregador. A expectativa é que, por meio do diálogo e da negociação dentro do conselho, chegue-se a decisões equilibradas e legítimas, que considerem tanto a sustentabilidade do plano quanto os direitos dos participantes. A representação paritária, além de ser um mecanismo de equilíbrio de poder, tem forte carga de legitimidade: os participantes tendem a confiar mais no fundo e em suas decisões se sabem que há representantes de sua categoria participando ativamente do governo do fundo. Isso reforça a *accountability* política interna, geralmente por meio de relatórios, assembleias ou simplesmente pela possibilidade de não serem reeleitos em caso de mau desempenho.

Além da representação nos conselhos, os fundos de pensão frequentemente promovem alguma participação deliberativa dos participantes, por exemplo, com a presença desses representantes em comitês consultivos. Tudo isso se alinha à ideia,



defendida por teorias como Urbinati, de que a representação deve ser acompanhada de engajamento deliberativo dos representados, para que seja efetivamente democrática. Embora os participantes não decidam diretamente (até por falta de capacitação técnica em investimentos, em alguns casos), eles têm voz por meio de seus representantes eleitos e podem influenciar as diretrizes gerais do fundo (por exemplo, vetando determinadas mudanças estatutárias que prejudiquem direitos adquiridos, ou opinando sobre mudança de planos).

Accountability e conflitos na prática: A coexistência de representantes de diferentes grupos num mesmo conselho traz vantagens e desafios. Pelo lado positivo, realiza-se a *accountability* mútua: os representantes dos participantes podem questionar a gestão e o patrocinador sobre decisões, aumentando a transparência e dificultando abusos (por exemplo, evitam que a empresa patrocinadora use o fundo para fins impróprios, porque os conselheiros eleitos fiscalizam). Pelo lado dos desafios, há o risco de impasses e politização, isto é, decisões podem travar se representantes dos dois lados entrarem em conflito aberto (por exemplo, sobre aumentar contribuições do patrocinador, conceder melhorias de benefícios, ou adotar certas políticas de investimento). Em termos de Teoria da Agência, o conselho paritário configura uma situação em que o agente gestor responde a dois senhores (participantes e patrocinador) com preferências possivelmente distintas – uma situação complexa de alinhar. Uma solução parcial tem sido incluir conselheiros “independentes” ou especialistas nos conselhos, como uma terceira voz técnica que possa arbitrar pelo critério técnico, mas isso gera debate se tais figuras respondem a quem em última instância (são independentes, mas podem inclinar para um lado ou outro conforme quem os nomeou).

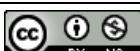
Um caso ilustrativo ocorreu no Brasil com o Projeto de Lei Complementar 268/2016 (PLP 268/16), que propunha reformar a governança das EFPCs públicas. Entre outras medidas, pretendia alterar a composição paritária dos conselhos, reduzindo a participação de representantes eleitos e incluindo conselheiros independentes escolhidos via critérios técnicos. A justificativa era aprimorar a governança e reduzir interferências políticas, dada uma percepção de ineficiência e problemas em alguns fundos. Essa proposta foi vista por associações de participantes (como a Anapar²) como uma ameaça à representação paritária e, portanto, à

² ANAPAR: Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão e dos Beneficiários de Saúde Suplementar de Autogestão.



legitimidade e transparência na gestão dos fundos. O embate em torno do PLP 268/16 reflete o *trade-off* entre os dois modelos, de um lado, um modelo mais “agencial”, que privilegia expertise técnica e supõe que conselheiros independentes (sem vínculo com participantes ou patrocinador) poderiam tomar decisões mais objetivas e orientadas à saúde financeira da Fundação e do plano e de outro, o modelo “representativo” tradicional, que privilegia a paridade entre partes interessadas e teme que a independência técnica venha às custas da falta de controle democrático e do afastamento dos participantes das decisões. Até o momento, a paridade segue como pedra angular nos principais fundos de pensão brasileiros, com o entendimento de que ela é inerente ao modelo de previdência complementar fechada, para as fundações submetidas à Lei Complementar nº 108/2001, garantindo equilíbrio de representatividade entre quem paga e quem recebe.

Uma questão relevante é como o Desempenho institucional e evidências empíricas possuem abordagens diferentes na governança e impactam o desempenho dos fundos de pensão. Estudos têm buscado correlações entre composição dos conselhos e resultados, especialmente em fundos públicos. Um estudo de Andonov, Hochberg e Rauh (2016) examinou fundos de pensão públicos nos EUA e encontrou evidências de que fundos cujos conselhos possuíam maior fração de membros politicamente indicados ou eleitos pelos participantes tendiam a ter desempenho inferior em certos investimentos (notadamente em investimentos complexos como *private equity*). Os resultados sugerem que conselhos muito politizados ou com muitos representantes leigos podem tomar decisões de investimento subótimas, possivelmente por falta de expertise financeira ou por seguirem critérios políticos. Em particular, os fundos com mais membros participantes eleitos alocavam mais recursos em investimentos como imobiliário local e fundos de fundos, obtendo retornos menores; já fundos com muitos membros ligados a políticos sofreram influências como direcionamento de recursos para gestoras com conexões políticas, também prejudicando a performance. Esses achados reforçam o argumento “agencial” de que é preciso cuidado com conflitos de interesse e com a qualificação técnica dos representantes – um representante eleito que seja ele próprio participante do plano traz alinhamento de interesse (afinal, ele quer o melhor para seu benefício), mas pode carecer de conhecimento técnico para decidir investimentos complexos, e assim acabar sendo enganado por gestores ou optando por estratégias conservadoras ou arriscadas demais.

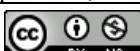


No Brasil, a experiência mostra casos bem-sucedidos de fundos com governança paritária. Grandes fundos de pensão de estatais como Previ (Banco do Brasil) e Petros (Petrobras) historicamente tiveram conselhos paritários e obtiveram resultados sólidos ao longo de décadas, embora também tenham enfrentado episódios de conflitos de interesse politizados. A legislação já evoluiu para exigir que todos os dirigentes (incluindo conselheiros) de EFPC tenham certificação e qualificação mínima em finanças e previdência, justamente para mitigar o risco de representantes despreparados. Essa profissionalização aponta para uma convergência: manter a representação, mas reforçar aspectos de agência (competência, responsabilidade técnica, etc.).

A *accountability* assume formas distintas simultaneamente. Pela lente da agência, os gestores profissionais do fundo são fiscalizados perante os conselhos e os órgãos supervisor e regulador desse segmento. Pela lente da representação, os conselheiros eleitos são fiscalizados perante seus eleitores (participantes), por exemplo, se a gestão do fundo piorar, os representantes dos participantes podem não se reeleger nas próximas eleições internas. Há, portanto, duplo escrutínio: técnico-legal e político-participativo. Essa sobreposição pode ser saudável (mais camadas de controle) mas também pode gerar tensões, por exemplo, um conselheiro eleito pode ter que escolher entre uma decisão impopular, porém necessária (como elevar contribuições dos participantes para sanar um déficit atuarial), e a lealdade a seus eleitores representados que prefeririam não pagar mais. Esse dilema reflete a diferença de enfoque: o representante político talvez ouça mais a vontade imediata dos participantes, enquanto a lógica fiduciária-agencial aponta para o interesse financeiro de longo prazo.

Mansbridge nos lembra que nem sempre a relação representativa precisa ser conflituosa se houver alinhamento de interesses. No contexto de fundos de pensão, muitos conselheiros eleitos são eles próprios aposentados ou funcionários próximos da aposentadoria, ou seja, têm a “pele em jogo³”, alinhando-se naturalmente aos interesses dos demais participantes. Isso corresponde ao “modelo de seleção” de *accountability*: escolhem-se representantes que já têm incentivo intrínseco para fazer a coisa certa (porque sofrerão as consequências das decisões). De fato, um

³ “Skin in the game” (em português, “pele no jogo”) é uma expressão popular que se refere a um conceito de responsabilidade e comprometimento. Significa estar pessoalmente exposto aos riscos e recompensas de uma decisão, ao invés de simplesmente dar opiniões ou conselhos sem qualquer risco ou responsabilidade. Em outras palavras, é ter algo a perder se a decisão for errada, ou algo a ganhar se for bem-sucedida.

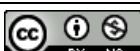


diferencial de fundos de pensão em relação a empresas é que gestores e conselheiros frequentemente também são participantes do plano (sobretudo em planos patrocinados por empresas onde os dirigentes também possuem benefícios previdenciários). Assim, o problema de agência pode ser menor se os agentes compartilham do objetivo dos principais (um caso de interesses convergentes que Mansbridge destacou). Porém, quando os conselheiros representantes do patrocinador não participam do plano, podem priorizar interesses corporativos de curto prazo (reduzir despesas com previdência) em detrimento da saúde de longo prazo do plano.

Do ponto de vista da Representação, a legitimidade das decisões de um fundo de pensão é fundamental para a confiança dos participantes no sistema. Se decisões importantes são tomadas unilateralmente pelo patrocinador ou por tecnocratas sem voz dos participantes, o sentimento de “não serem ouvidos” pode minar a confiança e até levar à oposição política. A inclusão de representantes eleitos atua como válvula institucional para incorporar as demandas dos participantes e aumentar a aceitação das medidas. Em suma, mesmo que um conselho paritário demore mais para decidir ou tenha que negociar intensamente, o resultado tende a ter maior legitimidade e, portanto, maior chance de implementação bem-sucedida, evitando decisões de cima para baixo que enfrentariam resistência.

Nos fundos de pensão de estatais e servidores públicos, a dimensão política é acentuada. Representantes de participantes muitas vezes são ligados a sindicatos, e representantes do patrocinador são indicados por governos. Em fundos de empresas privadas, a dinâmica tende a ser mais cooperativa (empresa e empregados buscam juntos o sucesso do plano, já que ambos perdem se algo der errado). Contudo, mesmo nesses, podem surgir divergências (por exemplo, a empresa querer reduzir custos congelando o plano, enquanto os empregados querem manter seus benefícios). Em países com tradição de negociação coletiva, os fundos de pensão são até considerados parte do contrato social, e a gestão conjunta (*joint management*) por trabalhadores e empregadores é extensões das relações trabalhistas. Nesses contextos, a Teoria da Representação ecoa o conceito de cogestão: ambos os grupos legitimamente participam das decisões, reforçando a ideia de parceria e responsabilidade compartilhada.

A governança de fundos de pensão bem estruturada consegue integrar princípios das duas teorias. Da Teoria da Agência, absorve-se a necessidade de



competências técnicas, controles rigorosos e alinhamento econômico (exigindo que os gestores invistam de acordo com políticas aprovadas e respondam legalmente por imprudência). Da Teoria da Representação, adota-se a inclusão de representantes legítimos de *stakeholders*, eleições e paridade, assegurando que decisões tenham respaldo e que os principais interessados tenham voz. Essa combinação busca maximizar tanto o desempenho institucional (fundos bem geridos, solventes e rentáveis) quanto à legitimidade e *accountability* democrática (fundos transparentes, responsáveis e confiáveis aos olhos dos participantes).

As tensões entre eficiência e legitimidade, tão presentes no debate teórico, materializam-se no cotidiano desses fundos. Por exemplo: um investimento que promete alta rentabilidade, mas é socialmente controverso (digamos, investir em empresas de armamentos ou em projetos com impacto ambiental) pode dividir o conselho. Nesse caso o critério agencial seria o retorno financeiro, mas o critério representativo pode considerar a vontade dos participantes (que talvez rejeitem tais investimentos). Então deliberar com representação permite pesar valores sociais e não apenas financeiros, resultando possivelmente em decisões que equilibram ambos os aspectos (como adotar políticas de investimento responsável, alinhadas ao interesse dos participantes enquanto garantem boa performance).

5 CONCLUSÃO

A comparação entre a Teoria da Agência e a Teoria da Representação revela duas lentes analíticas distintas, porém complementares, para compreender e aprimorar a governança corporativa e dos fundos de pensão. Enquanto a Teoria da Agência enfatiza controle, incentivos e eficiência, a Teoria da Representação destaca legitimidade, voz e participação. No âmbito corporativo tradicional, a ênfase recaiu historicamente na lógica de agência – isto é, em assegurar que gestores (agentes) atuem para maximizar a riqueza dos acionistas (principais), minimizando conflitos de interesse. Já no âmbito de instituições de interesse público ou social, como os fundos de pensão, percebe-se uma convergência entre essa lógica de eficiência e a lógica democrática de representação, uma vez que tais fundos lidam com recursos e direitos de diversas partes interessadas, exigindo tanto responsabilidade fiduciária quanto legitimidade perante os participantes.





Do ponto de vista teórico, ambas as teorias evoluíram nas últimas décadas e até certo ponto se aproximaram em alguns aspectos. A Teoria da Agência incorporou nuances comportamentais (por exemplo, a ideia de *stewardship*, em que gestores podem agir como “zeladores” responsáveis e não meramente oportunistas egoístas, mitigando o pressuposto de conflito absoluto). Por sua vez, a Teoria da Representação incorporou *insights* de teoria da agência ao reconhecer a importância de sanções e incentivos institucionais para assegurar a responsividade dos representantes. Autores como Mansbridge praticamente dialogam com a teoria da agência ao discutir modelos de *accountability* por sanção ou por seleção, ainda que em contexto político. Igualmente, a prática de governança trouxe as teorias para mais perto: um conselheiro de fundo de pensão eleito pelos participantes hoje em dia recebe formação e aprimoramento financeiro (foco agencial) para melhor cumprir seu papel representativo.

No que se refere aos fundos de pensão, a análise evidenciou que a integração dos dois enfoques é crucial. Somente a lógica da agência, se aplicada isoladamente, poderia levar a uma governança tecnocrática, eficiente em termos de números de investimento, mas desconectada dos anseios dos participantes (como ajustes em planos de benefício sem consentimento dos contribuidores). Por outro lado, somente a lógica representativa pura, sem pesos e contrapesos técnicos, pode levar a populismo decisório ou gestão temerária. Portanto, o equilíbrio se mostra necessário: conselhos paritários, mas com capacitação; voz dos participantes, mas aliada a compromisso com a sustentabilidade do plano; participação deliberativa, mas informada por análises técnicas sólidas. Algumas lições práticas emergem dessa síntese teórico-aplicada:

Sistemas de governança devem contemplar uma *accountability* multidimensional, articulando mecanismos verticais e horizontais. Como destaca Pires (2014), a *accountability* efetiva em fundos de pensão exige a articulação entre canais verticais de controle, típica da relação principal-agente (estruturada por meio de relatórios de desempenho, auditorias e avaliação de resultados), e canais horizontais, que se materializa na responsabilização dos representantes perante seus constituintes e na transparência pública. No contexto dos fundos de pensão, isso significa, por exemplo, não apenas divulgar demonstrações atuariais e relatórios financeiros, mas também promover reuniões regulares com os participantes, nas





quais sejam explicados os resultados e as decisões adotadas, fortalecendo, assim, tanto a *accountability* técnica quanto a representativa.

Reconhecer e gerir conflitos de interesse constitui um dos pilares fundamentais de qualquer modelo de governança bem estruturado.

A mitigação desses conflitos demanda a adoção de regras de conduta claras. Segundo Carvalho (2017), o dever fiduciário nas entidades de previdência requer não apenas conformidade legal, mas compromisso ético com o interesse coletivo dos participantes, como a proibição do uso de informações privilegiadas por conselheiros em benefício próprio, e de mecanismos eficazes para resolução de impasses, tais como cláusulas de desempate e a atuação de mediadores independentes. O alinhamento de interesses, por sua vez, pode ser fortalecido por um conjunto de práticas complementares, entre as quais se destacam a submissão obrigatória a códigos de ética e conduta, a observância de normas de autorregulação formuladas pelo próprio segmento e, ainda, a exigência de que diretores e conselheiros sejam também participantes do plano previdenciário. Esta última medida estabelece uma conexão direta entre os tomadores de decisão e os efeitos concretos de suas escolhas, criando incentivos mais consistentes à gestão responsável e comprometida com a sustentabilidade do fundo. Sob a ótica da representação, a legitimidade emerge como ativo intangível essencial. Fundos de pensão que operam com governança transparente, participativa e responsável tendem a construir elevados níveis de confiança entre os seus participantes. Essa confiança gera efeitos econômicos concretos: amplia a adesão voluntária, reduz disputas judiciais e confere maior estabilidade institucional. Em momentos de crise, participantes que confiam na gestão são mais propensos a colaborar com ajustes necessários, ao passo que, em contextos marcados pela desconfiança, podem ocorrer aumento de judicialização e pressões políticas desestabilizadoras, elevando custos operacionais e institucionais.

A tensão entre performance de longo e curto prazo também se insere nesse debate. A Teoria da Agência, ao priorizar indicadores objetivos de desempenho, pode inadvertidamente estimular uma visão gerencial de curto prazo, centrada em resultados imediatos. Por outro lado, a Teoria da Representação, ao assegurar voz ativa a trabalhadores e aposentados, tende a introduzir uma perspectiva de longo prazo, mais aderente à natureza previdenciária, cuja essência é intergeracional. A integração desses dois enfoques pode evitar miopias gerenciais. Assim,





representantes dos participantes, atentos aos compromissos de longo prazo, frequentemente questionam estratégias que, embora prometam ganhos imediatos, podem colocar em risco a solvência e a sustentabilidade futura do plano. Nesse sentido, a representação exerce uma função moderadora, ao passo que a lógica de eficiência derivada da Teoria da Agência mantém a necessária disciplina econômico-financeira.

Por fim, arranjos representativos bem estruturados favorecem a deliberação, o que, segundo teóricos como Habermas, Dryzek, Urbinati e outros, aprimora substancialmente a qualidade das decisões coletivas. Processos deliberativos ampliam o escrutínio de argumentos e possibilitam a incorporação de múltiplas perspectivas, contrastando com decisões unilaterais tomadas por gestores, que frequentemente ignoram informações relevantes conhecidas por outros *stakeholders*. Assim, a presença de representação efetiva nos conselhos de fundos de pensão tende a gerar decisões mais robustas, mitigando riscos decorrentes de visões limitadas ou enviesadas. No entanto, esse potencial só se concretiza plenamente quando os representantes têm acesso adequado à informação, capacitação contínua e suporte técnico qualificado, o que reforça a importância de estruturas auxiliares, como comitês de assessoramento e a contratação de estudos independentes para subsidiar a tomada de decisão.

Em conclusão, a Teoria da Agência e a Teoria da Representação não são excludentes, mas sim complementares na busca por modelos de governança mais completos. No âmbito corporativo, embora a primazia ainda seja dada ao dever fiduciário para com acionistas (agência), cresce a valorização de *stakeholders* e práticas ASG que inserem representação de interesses difusos (empregados, comunidade, meio ambiente) nas decisões. No âmbito dos fundos de pensão, ficou evidente que a governança ideal precisa inspirar-se em ambas: disciplina de gestão e legitimidade participativa. Uma governança pautada apenas na agência corre o risco de alienar aqueles a quem serve; uma governança pautada apenas na representação pode comprometer os resultados que garantem cumprir as legítimas expectativas dos representados. Assim, integrar incentivos eficientes com representação legítima é o caminho para alcançar tanto desempenho institucional quanto justiça e aceitação das decisões.

Por fim, do ponto de vista acadêmico, este estudo comparativo reforça a importância de abordagens interdisciplinares. Os desafios da governança





contemporânea (seja em empresas globais, seja em fundos de pensão que administram bilhões em poupança previdenciária) não se explicam por uma única teoria. A colaboração entre economia, administração, ciência política e sociologia enriquece a compreensão e aponta soluções inovadoras. Conselhos deliberativos fortes, que combinem conhecimento técnico, diversidade de representação e *accountability* transparente, tendem a produzir melhores resultados em termos de valor e legitimidade. Essa é uma lição que vale tanto para o desenho de políticas públicas (por exemplo, reforma da previdência complementar) quanto para a gestão interna de organizações.

Em suma, a Teoria da Agência e a Teoria da Representação, quando aplicadas conjuntamente, fornecem um conjunto poderoso de ferramentas para analisar e melhorar a governança. A primeira nos lembra de “monitorar e incentivar” os agentes; a segunda nos lembra de “incluir e legitimar” os representados. Uma governança de fundos de pensão ou corporativa realmente eficaz deverá monitorar com inclusão e incentivar com legitimidade, unindo o melhor dos dois mundos teóricos em prol de instituições mais sólidas, responsáveis e democráticas.

REFERÊNCIAS

- ANDONOV, Aleksandar; HOCHBERG, Yael V.; RAUH, Joshua D. *Pension Fund Board Composition and Investment Performance: Evidence from Private Equity*. Economics Working Paper 16104, Hoover Institution, Stanford University, 2016.
- CARVALHO, Luiz Alberto dos Santos. *Governança dos fundos de pensão: representação, accountability e regulação*. Brasília: ENAP, 2017.
- EISENHARDT, Kathleen M. Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.
- FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.
- FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.
- GISELE do VALE. Entre as ruas e as casas legislativas: Representações políticas a partir da experiência dos mandatos coletivos. *ConJur*, 2022. Artigo de opinião acadêmica.





JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

MANSBRIDGE, Jane. Rethinking Representation. *American Political Science Review*, v. 97, n. 4, p. 515-528, 2003.

MANSBRIDGE, Jane. A “Selection Model” of Political Representation. *Democracy and Society*, v. 7, n. 1, 2009. (Comentário teórico citado em *Stanford Encyclopedia*).

MIGALHAS. O PLP 268/16 e o risco à Previdência Complementar. *Migalhas*, 2017. Análise jurídica sobre governança paritária em fundos de pensão públicos.

NCPERS. Governance and Public Pension Returns. *NCPERS Blog*, 2023. Comentário sobre estudo de governança e desempenho de fundos públicos e crítica da Bloomberg sobre conselhos com stakeholders.

PIRES, Roberto Rocha C. Accountability e governança em fundos de pensão: experiências comparadas e lições para o Brasil. *Revista do Serviço Público*, v. 65, n. 3, p. 279–300, 2014.

PITKIN, Hanna F. *The Concept of Representation*. Berkeley: University of California Press, 1967.

SAWARD, Michael. *The Representative Claim*. Oxford: Oxford University Press, 2010. SciELO Brasil. Teoria da Agência e os conflitos organizacionais. *Revista de Administração Mackenzie*, 2010. Disponível em: <https://www.scielo.br/>.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

URBINATI, Nadia. *Representative Democracy: Principles and Genealogy*. Chicago: University of Chicago Press, 2006.

YOUNG, Iris Marion. *Inclusion and Democracy*. Oxford: Oxford University Press, 2000.

