

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
ESCOLA DE GESTÃO E NEGÓCIOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL: DOUTORADO**

LETÍCIA MEDEIROS DA SILVA

**NÍVEL DE *DISCLOSURE* DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS:
A CAPACITAÇÃO FORMAL DOS GESTORES COMO FATOR EXPLICATIVO**

Porto Alegre

2019

LETICIA MEDEIROS DA SILVA

**NÍVEL DE *DISCLOSURE* DOS FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS:
A CAPACITAÇÃO FORMAL DOS GESTORES COMO FATOR EXPLICATIVO**

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis: Controladoria e Finanças da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Orientadora: Professora Doutora Clea Beatriz Macagnan.

Porto Alegre

2019

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

S5861n Silva, Leticia Medeiros da

Nível de disclosure dos fundos de pensão brasileiros: a capacitação formal dos gestores como fator explicativo / Leticia Medeiros da Silva ; orientadora Clea Beatriz Macagnan. – 2019. – 184 f. : il. color. – Tese (Doutorado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, 2019.

1. Fundos de pensão. 2. Disclosure. 3. Assimetria da informação. 4. Governança. I. Macagnan, Clea Beatriz. II. Título.

CDU 331.25(81)
658.012.4

Bibliotecária Responsável Regina Dioga Pelissaro CRB 10/2227

“A economia não lida com coisas e objetos materiais tangíveis; trata de homens, de suas apreciações e das ações que daí derivam.”

Ludwig von Mises

FOLHA DE APROVAÇÃO

LETICIA MEDEIROS DA SILVA

A banca examinadora que consta a seguir aprovou a tese intitulada: *Nível de Disclosure* dos Fundos de Pensão Brasileiros: a capacitação formal dos gestores como fator explicativo.

Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan – Orientadora

Prof. Dr. Ariel Behr

Prof. Dr. Daniel Francisco Vancin

Prof. Dr. Ernani Ott

Profa. Dra. Rosane Maria Seibert

Porto Alegre, 17 de maio de 2019.

RESUMO

Este estudo teve por objetivo analisar, nos Fundos de Pensão brasileiros, se o nível de capacitação formal dos gestores explica o nível de *disclosure* (ND) dessas organizações. Partiu-se do pressuposto da existência de assimetria de informação entre gestores, patrocinadores, assistidos e participantes. Também se reconheceu que os problemas ligados à assimetria em empresas participantes do mercado de capitais, comumente apontados pela literatura, tais como a seleção adversa, a perda de vantagem competitiva e o aumento do custo de capital em decorrência da divulgação de informações não se operariam da mesma forma nos Fundos de Pensão. Daí que o *disclosure* em questão poderia ser parcialmente explicado por outros fatores, como a capacitação formal dos gestores dessas organizações. Para tanto, foi calculado o nível de *disclosure* (ND) para cada um dos 209 Fundos de Pensão brasileiros que compuseram a amostra. Essa análise considerou diversas etapas de validação, como questionários aplicados a especialistas e participantes e a Análise dos Componentes Principais (ACP). Para o exame econométrico empregou-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para a análise da regressão linear múltipla. Também foi executada a análise pelo método de regressão logística LOGIT, como teste de robustez. Os resultados indicaram que a capacitação formal dos gestores, caracterizada pela formação em mestrado e/ou doutorado, apresentam relação positiva com o nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão, indicando que quanto maior a capacitação formal do gestor, maior o nível de *disclosure*. Os resultados podem contribuir com órgãos reguladores e fiscalizadores na formulação de novas regras que privilegiem a capacitação formal dos gestores, além da identificação das informações demandadas pelas partes interessadas, permitindo, assim, aumento do nível de *disclosure* e a redução da assimetria de informação, bem como a melhoria das práticas de governança.

Palavras-chave: Fundos de Pensão. *Disclosure*. Assimetria de informação. Capacitação de gestores. Governança.

ABSTRACT

This study aimed to analyze in the Brazilian Pension Funds whether the level of formal training of managers explains the level of disclosure (ND) of such organizations. It was based on the assumption of the existence of information asymmetry between managers, sponsors, supported and participants. In addition, it recognized the problems related to asymmetry in companies participating in the capital market, commonly referred to in the literature, such as adverse selection, loss of competitive advantage and increase in capital cost because of the information disclosure, which would not operate from the same Pension Fund. Hence, the disclosure in question is explained in part by other factors, such as formal manager training in organizations. Therefore, the level of disclosure (ND) was calculated for each of the 209 Brazilian Pension Funds that compose the sample. This analysis considered a number of validation steps, such as questionnaires applied to experts and participants and the Principal Components Analysis (PCA). Concerning the econometric examination, the Ordinary Least Squares (OLS) method was used for the analysis of multiple linear regression, and the LOGIT logistic regression analysis was performed as a robustness test. The results indicated that the formal manager training, featured by master's and/or doctoral studies, shows a positive relationship with the level of disclosure of Pension Funds, indicating that the greater the formal manager qualification, the higher the level of disclosure. The results can contribute to regulatory and supervisory bodies in the elaboration of new rules that favor the formal manager qualification, as well as the identification of the information demanded by other stakeholders, thus allowing an increase in the level of disclosure, reduction of information asymmetry, improving governance practices.

Keywords: Pension Funds. Disclosure. Information Asymmetry. Training of managers. Governance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Marco teórico da tese.....	25
Figura 2 – Sistema previdenciário brasileiro	28
Figura 3 – Estrutura organizacional dos Fundos de Pensão.....	31
Figura 4 – Público de interesse dos Fundos de Pensão	38
Figura 5 – Resumo das etapas de construção dos indicadores de <i>Disclosure</i>	71
Figura 6 – Teste de KMO e Bartlett.....	92

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Distribuição normal dos resíduos.....	98
Gráfico 2 – Reta de normalidade dos resíduos	99

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Diferenças entre Previdência Complementar Aberta e Fechada.....	29
Quadro 2 – Partes Interessadas dos Fundos de Pensão.....	38
Quadro 3 – Resumo das variáveis de controle.....	69
Quadro 4 – Composição final da amostra.....	79
Quadro 5 – Indicadores assinalados ‘não fornecidos’ ou informação ‘insuficiente’ ...	90
Quadro 6 – Indicadores incluídos na análise dos participantes.....	91

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Análise descritiva das variáveis.....	94
Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis	97
Tabela 3 – Testes de normalidade	97
Tabela 4 – Teste de Breusch-Pagan-Godfrey para Heterocedasticidade	99
Tabela 5 – Teste de White para Heterocedasticidade.....	99
Tabela 6 – Teste do fator de inflação da variância.....	100
Tabela 7 – Resultados da Equação Linear Múltipla	101
Tabela 8 – Capacitação formal do principal gestor	106
Tabela 9 – Resumo do Modelo Logit.....	109
Tabela 10 – Tabela de classificação ^a	109
Tabela 11 – Testes de coeficientes de modelo Omnibus.....	109
Tabela 12 – Variáveis na equação	109

LISTA DE SIGLAS

ACP	Análise de Componentes Principais
AETQ	Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado
ANAPAR	Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão
BD	Benefício Definido
CD	Contribuição Definida
CF	Constituição Federal
CGPC	Conselho de Gestão da Previdência Complementar
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CNPq	Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico
CPP	<i>Canadian Public Pension</i>
CV	Contribuição Variável
DOAP	Demonstração das Obrigações Atuariais do Plano de Benefícios
DOL	<i>Department of Labor</i>
DPGA	Demonstração do Plano de Gestão Administrativa
DPT	Demonstração das Provisões Técnicas
EAPC	Entidades Abertas de Previdência Complementar
EFPC	Entidades Fechadas de Previdência Complementar
FIPs	Fundos de Investimento em Participações
FUNCEF	Fundação dos Economiários Federais
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
IOPS	<i>International Organisation of Pension Supervisors</i>
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin
LC	Lei Complementar
MAS	<i>Measure of Sampling Adequacy</i>
MPF	Ministério Público Federal
MPS	Ministério da Previdência Social
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
ND	Nível de <i>Disclosure</i>
OECD	<i>Organisation for Economic Co-Operation and Development</i>
PETROS	Fundação Petrobras de Seguridade Social
POSTALIS	Instituto de Seguridade dos Correios e Telégrafos

PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
RAI	Relatório Anual de Informação
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
ROA	Retorno Sobre Ativos
RPPS	Regime Próprio de Previdência Social
SINDAPP	Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
SPSS	<i>Statistical Package for Social Science</i>
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TPR	<i>The Pensions Regulator</i>
TPB	<i>The Pensions Board</i>
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA.....	16
1.2	OBJETIVOS	20
1.3	RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA.....	20
1.4	DELIMITAÇÕES DO TEMA.....	25
1.5	ESTRUTURA DA TESE	26
2	REVISÃO DA LITERATURA	28
2.1	FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS.....	28
2.2	ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO EM FUNDOS DE PENSÃO	36
2.3	<i>DISCLOSURE</i> EM FUNDOS DE PENSÃO	47
2.4	CAPACITAÇÃO DE GESTORES COMO MECANISMO DE REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO.....	53
2.5	FORMULAÇÃO DA HIPÓTESE	61
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	66
3.1	APRESENTAÇÃO DO MODELO ECONOMETRICO E DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVA E DE CONTROLE	66
3.2	VARIÁVEL DEPENDENTE: NÍVEL DE <i>DISCLOSURE</i> (ND).....	69
3.2.1	Indicadores Representativos de Informações Econômicas Financeiras	69
3.2.2	Etapas para Construção dos Indicadores de <i>Disclosure</i> de Fundos de Pensão	71
3.2.2.1	Etapa 1 – Exame dos Relatórios Anuais de Informação (RAI)	71
3.2.2.2	Etapa 2 – Exame da Legislação Específica sobre <i>Disclosure</i> de Fundos de Pensão	73
3.2.2.3	Etapa 3 – Validação de Indicadores Junto a Especialistas.....	73
3.2.2.4	Etapa 4 – Validação dos Indicadores Junto aos Assistidos e aos Participantes.....	74
3.2.2.5	Etapa 5 – Análise dos Componentes Principais	76
3.2.3	Mensuração do Nível de <i>Disclosure</i>	77
3.3	POPULAÇÃO E AMOSTRA	79
3.4	FONTE, COLETA DE EVIDÊNCIAS E TÉCNICAS DE ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS.....	80

3.5	LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	82
4	DESCRIÇÃO E ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS.....	84
4.1	NÍVEL DE <i>DISCLOSURE</i>	84
4.2	ANÁLISE DESCRITIVA E DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS	94
4.3	ANÁLISE DA REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA	97
4.4	APRESENTAÇÃO DOS DADOS DA REGRESSÃO LOGÍSTICA LOGIT ..	108
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	111
	REFERÊNCIAS.....	114
	ANEXOS	131
	ANEXO 1 – LISTAGEM DE FUNDOS DE PENSÃO	131
	ANEXO 2 – CORRESPONDÊNCIA ANAPAR DISPONIBILIZADA EM SUA PÁGINA ELETRÔNICA	135
	ANEXO 3 – CORRESPONDÊNCIA ANAPAR COM PRORROGAÇÃO DO PRAZO DA PESQUISA.....	136
	APÊNDICES.....	137
	APÊNDICE 1 – INDICADORES IDENTIFICADOS NA ANÁLISES DOS RELATÓRIOS ANUAIS	137
	APÊNDICE 2 – LEGISLAÇÃO ANALISADA.....	141
	APÊNDICE 3 – LISTAGEM DE INDICADORES OBRIGATÓRIOS.....	144
	APÊNDICE 4 – LISTAGEM DE INDICADORES VOLUNTÁRIOS RECOMENDADOS.....	146
	APÊNDICE 5 – QUESTIONÁRIO DE VALIDAÇÃO JUNTO A ESPECIALISTAS.....	149
	APÊNDICE 6 – DETALHAMENTO DA AMOSTRAGEM CONTADORES E AUDITORES.....	165
	APÊNDICE 7 – QUESTIONÁRIO ENVIADO AOS PARTICIPANTES	167
	APÊNDICE 8 – REGULAMENTO SORTEIO.....	176
	APÊNDICE 9 – CORRESPONDÊNCIA COMPLEMENTAR AOS FUNDOS DE PENSÃO.....	178
	APÊNDICE 10 – LISTAGEM FINAL DE INDICADORES	179
	APÊNDICE 11 – COMPOSIÇÃO FINAL DA AMOSTRA	181

1 INTRODUÇÃO

O crescimento das organizações resultou na dispersão da propriedade. Proprietários precisam delegar a condução das organizações e a tomada de decisão a gestores (BERLE; MEANS, 1932), firmando a separação entre propriedade e gestão. Tal fato tem como consequência a incerteza e a desigualdade informacional nos diferentes lados da transação (ARROW, 1963). A assimetria, portanto, ocorre quando a informação não está disponível a todas as partes envolvidas em uma relação contratual da mesma forma (AKERLOF, 1970), podendo levar os interessados a erros de avaliação e, conseqüentemente, de decisão (LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2011).

A assimetria de informação não é inerente apenas às empresas negociadas no mercado de capitais. Também está presente em organizações como as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) também conhecidas como Fundos de Pensão. Estas entidades são organizações sem fins lucrativos dedicadas a garantir o complemento de aposentadoria aos seus participantes (CLARK, 2004). E, considerando a natureza das suas operações e a sua estrutura organizacional tem como característica a propriedade/capital pulverizado. Em outras palavras, os participantes desses fundos (proprietários) acumulam capital ao longo do tempo, para usufruir posteriormente de um benefício complementar à sua aposentadoria. O capital é gerido por gestores que tomam decisões em nome dos participantes. Logo, a assimetria de informação é intrínseca às diversas relações que compõem o Fundo de Pensão, a saber: entre gestores e organizações patrocinadoras e entre gestores, assistidos e participantes (ROZANOV, 2015; TAN; CAM, 2015; BRADLEY; PANTZALIS; YUAN, 2016).

Uma das principais formas de redução da assimetria de informação é através do *disclosure* (VERRECCHIA, 2001). Quanto maior o nível de *disclosure*, menor a assimetria entre as partes envolvidas em uma relação (WELKER, 1995; MARQUARDT; WIEDMAN, 1998; LANG et al., 2000; LEUZ; VERRECCHIA, 2000; KANAGARETNAM; LOBO; WHALEN, 2007). Dito de outra forma, *disclosure* é a disponibilidade de informação para todos os atores da organização, diretores, agentes e partes interessadas (HEBB, 2006). Portanto, a prática de *disclosure* configura-se

como uma condição para a redução da assimetria de informação, permitindo um diálogo no sentido de ajustar os interesses entre as partes envolvidas na relação (MACAGNAN, 2009).

No contexto dos Fundos de Pensão, que fazem investimentos que se lançam no tempo e que estão sujeitos a variações diversas, envolvendo a administração de recursos de terceiros, a necessidade de informação cresce em importância. Não são raros os casos de prejuízos apresentados por tais fundos, sejam os provocados por problemas na gestão ou por fraude. A título de exemplo, o Fundo Previ apresentou déficit de R\$ 13,6 bilhões em 2015¹. Nesse sentido, é urgente atender a necessidade de se ampliar a discussão sobre o *disclosure* dos Fundos de Pensão. Esse tipo de organização possui diversos atores (instituidores, patrocinadores, assistidos e participantes). Quanto maior o número de atores, mais diversos os níveis de assimetria de informação e maior a possibilidade de gestão temerária e fraude, haja vista os casos noticiados nos últimos anos². Assim, esta tese tem como objeto de estudo o *disclosure* no contexto dos Fundos de Pensão brasileiros. O próximo item apresenta o problema de pesquisa.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO PROBLEMA DE PESQUISA

Parte-se do pressuposto de que a separação entre a propriedade (principal) e a gestão (agente) possibilita a emergência da assimetria de informação. Esse pressuposto configura-se também em organizações como os Fundos de Pensão. A assimetria de informação gera ineficiências, pois o comportamento do agente pode não ser totalmente monitorado (STADLER; CASTRILLO, 1994). Gestores³, pela atividade que desempenham, tem um nível de informação o qual os patrocinadores, assistidos e participantes não teriam, o que pode levar a não alocação ótima dos

¹ Conforme Demonstrações Financeiras apresentadas pela organização em 2015.

² Exemplos de fatos noticiados na mídia: *Fundos de Pensão acumulam perdas de R\$ 113,5 bilhões, aponta CPI*. Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/fundos-de-pensao-acumulam-perdas-de-1135-bilhoes-aponta-cpi-19071244>. Acesso em: 15 fev. 2017; *Rombo de R\$ 58 bilhões dos Fundos de Pensão será coberto pelos contribuintes*. Disponível em <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,rombo-de-r-58-bi-dos-fundos-de-pensao-sera-coberto-por-contribuintes-,1856405>. Acesso em: 15 fev. 2017; *Fraude em Fundos de Pensão já é paga por servidores*. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/09/1812290-fraude-em-fundos-de-pensao-ja-e-paga-por-ser...>Acesso em: 16 fev. 2017.

³ O termo “gestores”, nesta tese, refere-se à totalidade do corpo diretivo dos Fundos de Pensão, assim compreendido os membros da diretoria executiva, do conselho deliberativo e do conselho fiscal.

recursos investidos, trazendo consequências econômicas aos Fundos de Pensão, seus patrocinadores, assistidos e participantes.

Logo, a assimetria de informação pode estar relacionada à problemática da seleção adversa e do risco moral (VERRECCHIA, 1983; 1990; WAGENHOFER, 1990; DYE, 2001), o que pode ter como consequência a não alocação ótima dos recursos. A seleção adversa surge quando o agente tem conhecimento de um elemento relevante da relação, antes de firmar um contrato, que o principal desconhece, o que pode gerar prejuízos a este (STADLER; CASTRILLO, 1994). Refere-se, portanto, ao comportamento do contratante, o qual não tem acesso ao mesmo nível de informação que a outra parte. Ocorre quando da decisão *ex-ante* do “comprador” ao avaliar determinada transação. Tal decisão pode ser incorreta devido à informação incompleta que possui (AKERLOF, 1970; BALAKRISHNAN; KOZA, 1993).

Já o risco moral ocorre quando o principal não pode controlar o comportamento do agente, podendo ocasionar conflitos de interesse. Práticas enganosas, como o investimento intencional em ativos de alto risco, tem origem no risco moral (MENDALES, 2012). Esse risco está associado ao oportunismo e refere-se à divulgação incompleta ou distorcida de informações, especialmente a esforços calculados para enganar, distorcer, disfarçar, ofuscar ou confundir. O comportamento oportunista é responsável por criar condições reais ou artificiais de assimetria de informação (WILLIAMSON, 1985).

Ocorre que, no contexto dos Fundos de Pensão, a ineficiência e a não alocação ótima dos recursos podem não ser consequências apenas da seleção adversa e do risco moral. Essas organizações possuem propriedade pulverizada (HARBRECT; MURRAY, 1961; CATALAN, 2004; CAAMAÑO, 2007; KOWALEWSKI, 2012). Quanto mais participantes, mais dispersa é a propriedade.

Também possuem diferentes perfis de partes interessadas: patrocinador, proprietário e assistido (CLARK, 1998; BLAKE; LEHMANN; TIMMERMANN, 1999; CATALAN, 2004; HEBB, 2006; KOWALEWSKI, 2012; ROZANOV, 2015; TAN; CAM, 2015), além de possuírem caráter de longo prazo, na medida em que os participantes fazem suas contribuições e tem a expectativa de recebimento do benefício por ocasião de aposentadoria (HOWELL, 1958; CLARK, 1998; VITTAS, 2002; MITCHELL; PIGGOTT; KUMRU, 2008). Além disso, não possuem ações negociadas no mercado de capitais. Considerando tais características que diferenciam essas organizações

das empresas participantes do mercado de capitais, é possível que estes problemas tenham outra origem: o nível de conhecimento e de formação dos gestores.

No entendimento da *Organisation for Economic Co-Operation and Development* (OECD), problemas significativos na governança dos Fundos de Pensão poderiam ser evitados com melhores níveis de formação e conhecimento do corpo diretivo (OECD, 2016). Em outras palavras, a mitigação da assimetria de informação seria determinada, entre outros fatores, pelo nível de formação dos gestores dos fundos. Isso porque, gestores com maior nível de capacitação entenderiam mais as operações dos Fundos de Pensão, de maneira que as decisões tomadas seriam melhores.

Características como experiência e educação moldam os valores dos gestores e suas bases cognitivas, que podem afetar seus estilos gerenciais (BAMBER; JIANG; WANG, 2010) e influenciar suas decisões. O aumento da capacidade formativa dos gestores contribuiria na decisão das melhores opções de investimento (HESS, 2005).

Por exemplo, conhecedor e capacitado sobre a Resolução do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) n. 13 (CGPC, 2004), o gestor evidenciaria adequadamente informações sobre o “Demonstrativo de Investimentos” do Fundo, com informações detalhadas de como os ativos foram alocados. Tal relato poderia auxiliar o devido acompanhamento dos investimentos pelos participantes do fundo.

Outra prática que, dependendo do nível de conhecimento do gestor, auxiliaria na redução da assimetria e proporcionaria aos participantes uma visão de curto e médio prazos acerca das decisões tomadas pela gestão é a divulgação das “Políticas de Investimento”. Esse demonstrativo, instituído pela mesma Resolução, engloba o planejamento de investimento do Fundo de Pensão em uma perspectiva de 5 anos, detalhando a projeção por tipo de investimento (renda fixa, variável, imóveis e outros). A Resolução CGPC n. 13 (CGPC, 2004) exige a publicação resumida desses dois demonstrativos. Porém, nesses casos, a comunicação ampla e adequada permitiria o oportuno monitoramento das decisões dos gestores pelos participantes.

Destaca-se, também, que a informação é o poder que mantém e garante o lugar dos gestores na organização. O gestor não terá interesse em revelar a informação, se obtém mais utilidade com esta em seu poder (STADLER; CASTRILLO, 1994), ou, por outro lado, pode utilizar a informação como forma de manter sua

reputação externa e facilitar eventual recolocação no mercado (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).

Clark (2000) menciona que parece haver menos espaço no mercado para gestores que não tem conhecimento e expertise necessários demonstrados nos resultados apresentados pelos seus fundos. É possível que gestores com maior nível de capacitação formal tenham melhor entendimento de leis e regulamentos próprios da atividade e, portanto, não teriam receio que suas decisões fossem auditadas ou monitoradas por patrocinadores, assistidos e participantes.

Salienta-se que o sistema normativo brasileiro, especialmente as Leis Complementares ns. 108 e 109 de 2001, exige apenas experiência profissional não necessariamente em Fundos de Pensão e formação de nível superior em qualquer área do conhecimento. Tal fato não assegura que o gestor esteja formalmente capacitado a exercer suas funções, o que pode levá-lo a decisões equivocadas e à administração ineficiente dos recursos.

Ao longo dos últimos anos, diversos órgãos reguladores de Fundos de Pensões, em diversos países, tem voltado sua atenção ao nível de conhecimento e à formação dos gestores, como por exemplo *The Pensions Regulator* (TPR), no Reino Unido, *The Pensions Board* (TPB), na Irlanda, *International Organisation of Pension Supervisors* (IOPS) e OECD. Além disso, o estudo de Graham, Harvey E Rajgopal (2005) que entrevistou mais de 400 executivos indica que as informações reportadas nos relatórios financeiros são impulsionadas por preocupações com carreira e reputação externa destes profissionais.

Assim, no estudo da assimetria de informação para Fundos de Pensão há que se considerar não apenas a fundamentação com base na seleção adversa e no risco moral, mas também uma realidade específica dessas organizações. É conveniente entender fatores que exerçam influência sobre o corpo diretivo na tomada de decisão das informações a serem divulgadas, especialmente o seu nível de capacitação formal. A complexidade das operações dessas organizações e a ausência de regulamentação detalhada atribuem aos gestores significativo grau de discricionariedade ao divulgar informações.

E, nesse contexto, podem demandar maior nível de formação, seja da diretoria executiva, seja do conselho deliberativo ou do conselho fiscal. Por todo o exposto, as razões que movem este estudo pretendem responder a seguinte questão: **o nível de**

capacitação formal dos gestores explica o nível de *disclosure* dos fundos de pensão brasileiros?

1.2 OBJETIVOS

O objetivo geral definido para este estudo é: **analisar se o nível de capacitação formal dos gestores explica o nível de *disclosure* dos fundos de pensão brasileiros.**

E, para que seja possível alcançar o objetivo geral, estão assim definidos os objetivos específicos:

- a) construir indicadores representativos de informações publicadas nos relatórios anuais dos Fundos de Pensão brasileiros;
- b) mensurar o nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão.

1.3 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA

Os Fundos de Pensão desempenham um papel importante e crescente na complementação da renda de aposentadoria de fontes públicas em diversos países do mundo (OECD, 2016). Essas organizações são hoje os mais importantes agentes privados dos mercados internacionais de capitais. Os ativos dos Fundos de Pensão dos países pertencentes à OECD totalizaram US\$ 40 trilhões, em números de 2017 (OECD, 2018).

No Brasil, os Fundos de Pensão representaram 14% do seu Produto Interno Bruto em 2017⁴, com Ativos Totais que somaram R\$ 842 bilhões naquele ano (PREVIC, 2017a). Atualmente há cerca de 3,4 milhões de pessoas diretamente envolvidas nos Fundos de Pensão do país, entre assistidos e participantes (ABRAPP,

⁴ O Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro foi de **R\$ 6,6 trilhões** em 2017, conforme dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/20166-pib-avanca-1-0-em-2017-e-fecha-ano-em-r-6-6-trilhoes>. Acesso em: 28 nov. 2018.

2017). O país ocupa a nona colocação na escala das economias mundiais e possui aproximadamente 208 milhões de habitantes⁵.

Sua importância está aumentando, uma vez que as receitas públicas são menos capazes de financiar as promessas de aposentadoria (OECD, 2016). Em estudo elaborado pelo Ministério da Previdência Social (MPS) espera-se que a taxa de fecundidade⁶ brasileira passe de 4,1 em 1980, para 1,5 em 2050. Já a expectativa de vida para mulheres tende a passar de 77,6 em 1980, para 87 anos, em 2050 e, homens, de 75,2 anos, em 1980, para 82,7, em 2050 (BRASIL, 2009).

A redução da taxa de fecundidade e o aumento da expectativa de vida combinados determinam que, nos próximos anos, haverá mais beneficiários (pessoas aposentadas e outras que recebem os benefícios da previdência social) que contribuintes, no Regime Geral de Previdência Social (RGPS). De acordo com dados do Governo Federal, as despesas do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) estão em torno de 8% do PIB e, caso permaneçam dessa forma, as projeções para 2060 apontam que o percentual deva chegar a 18%. Em 2016, o RGPS gerou déficit próximo a R\$ 150 bilhões (BRASIL, [2017]).

Tais números, ainda que não integralmente confiáveis por derivarem de fontes não auditadas, ensejam continuamente discussões sobre a oportunidade de reformar o sistema de Previdência Social no Brasil. A insegurança e a incerteza, contudo, tornam plausível que parcela considerável da população opte pela migração do RGPS e do Regime de Previdência dos Servidores Públicos para o Regime de Previdência Complementar. É, assim, um cenário que se mostra muito favorável aos Fundos de Pensão.

O crescimento exponencial da população somado à emergente reforma no sistema previdenciário compulsório brasileiro permite inferir a importância direta e indireta em termos econômicos e sociais que os Fundos de Pensão podem exercer no contexto do país. Aumentando o número de participantes, cresce também o potencial de investimentos dessas organizações, seja no mercado de capitais, seja em outros tipos de investimento, como títulos públicos e mercado imobiliário.

⁵ Conforme dados do Governo Brasileiro, em 2017. Disponível em: <http://www.brasil.gov.br/cidadania-e-justica/2017/08/populacao-brasileira-passa-de-207-7-milhoes-em-2017>. Acesso em: 3 jan. 2019.

⁶ Número médio de filhos que uma mulher teria no final de sua idade reprodutiva. (IBGE). Disponível em: <http://teen.ibge.gov.br/biblioteca/274-teen/mao-na-roda/1726-fecundidade-natalidade-e-mortalidade>. Acesso em: 13 mar. 2017.

Estudo realizado pela Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão (ANAPAR) revelou que 61,5 milhões de brasileiros acima de 16 anos não juntam dinheiro para a aposentadoria⁷. Essa conjuntura conduz à necessidade de que os Fundos de Pensão sejam eficientes e transparentes em sua gestão. Na medida em que, com o potencial aumento de participantes, maior o investimento e o conseqüente risco, e maior também a necessidade de informação.

No entanto, o crescimento dos fundos leva ao aumento do risco relacionado à alocação adequada dos recursos e o possível impacto econômico e social, tanto no Brasil como no exterior, dada à possibilidade de investimento dos fundos em empresas brasileiras ou estrangeiras. Fato que exige maior atenção dos órgãos reguladores no que se refere à gestão dos recursos e trazem nova ênfase na discussão sobre as normas contábeis como meio de regular a responsabilidade dos Fundos de Pensão, especialmente no que se refere a abordagens padronizadas e apropriadas de mensuração e divulgação de informações (KLUMPES, 2011).

Tais circunstâncias denotam a necessidade de ampliação das discussões sobre o *disclosure* dos Fundos de Pensão. Aumentar a divulgação de informações permite que as decisões dos gestores se tornem mais eficientes (HEBB, 2006). Nesse sentido, esta pesquisa pode contribuir com os órgãos reguladores e com instituições envolvidas direta ou indiretamente com Fundos de Pensão, auxiliando na identificação das informações demandadas por assistidos e participantes e na melhoria de regulamentos que privilegiem políticas de *disclosure* mais ajustadas. Colaborando, assim, para a eficiência do setor.

Como já se apontou, os Fundos de Pensão também estão sujeitos a problemas de assimetria de informação e, como consequência, ao risco moral e ao comportamento oportunista. As decisões econômicas dos gestores afetam a eficiência dos fundos e, conseqüentemente, os investimentos feitos pelos participantes. No ano de 2015, fase preliminar deste estudo, noventa e dois Fundos de Pensão apresentaram déficit em suas contas, o que representava 30% da quantidade total de fundos. As perdas totalizaram R\$ 76,7 bilhões (ABRAPP, 2015).

Assim, faz-se necessário acompanhar detidamente as operações de gestão, como forma de redução da assimetria de informação. Sejam estas decorrentes de

⁷ Disponível em <https://www.anapar.com.br/615-milhoes-de-brasileiros-acima-de-16-anos-nao-juntam-dinheiro-para-aposentadoria/>. Acesso em 26 dez. 2018.

risco moral ou por deficiência na formação e no conhecimento do corpo diretivo, o que é possível através de instrumentos de *disclosure*.

Nesse caso, o *disclosure* de informações sobre a gestão dos Fundos de Pensão torna-se essencial para que assistidos e participantes acompanhem o investimento de seus recursos e tenham assegurado o benefício da aposentadoria futura. Porém, apesar de reconhecer a problemática do risco moral nessas organizações, o *disclosure* é uma função complexa que demanda tempo, planejamento, coordenação e monitoramento constante (DORSA; POVLOSKI, 2004), ainda mais no âmbito dos Fundos de Pensão. E, portanto, podem demandar maior nível de capacitação formal dos gestores. Esse é um aspecto basilar do presente estudo e no qual não se identificou estudos que relacionem o *disclosure* à capacitação formal do corpo diretivo dessas organizações.

Apesar de os estudos sobre *disclosure* não terem iniciado recentemente, as pesquisas sobre o tema no contexto de Fundos de Pensão ainda são incipientes, principalmente no que se refere à capacitação de gestores como fator estimulador do *disclosure*. A maior parte dos estudos sobre *disclosure* referem-se a empresas tradicionais, isto é, organizações com ações negociadas no mercado de capitais. Além disso, dedicam-se a analisar os efeitos da seleção adversa e do risco moral (AKERLOF, 1970; VERRECCHIA, 1983, 1990; WAGENHOFER, 1990; STIGLITZ, 2000; DYE, 2001; ARROW, 2012; SIEW; BALATBAT; CARMICHAEL, 2016; HERTZBERG, 2018).

Os estudos que analisam o *disclosure* de Fundos de Pensão abordam aspectos específicos, como especificações de registros contábeis e determinados tipos de investimento, e não se detém a analisar fatores que podem influenciar a decisão do gestor em divulgar mais ou menos informação, especialmente quanto à influência da capacitação dos gestores nas decisões de evidenciação (COPELAND; INGRAM, 1983; ROSE, 2014; SCOTT, 1991; QUEISSER, 1998; BIANCHI; DREW; WALK, 2010; KLUMPES, 2011; CHUK, 2013; TAN; CAM, 2013; BAUMAN; SHAW, 2014; CHANG; DUKE; HSIEH, 2014; CHEN et al., 2017). Em outras palavras, não foram encontrados estudos que expliquem o porquê de alguns fundos divulgarem mais ou menos informação, bem como o incentivo do gestor em adotar determinado padrão de divulgação. Com essa perspectiva, a presente tese diferencia-se dos estudos revisados por analisar se o nível de capacitação dos gestores pode influenciar suas

decisões de *disclosure*, contribuindo para a redução da assimetria de informação entre os Fundos de Pensão e suas partes interessadas.

A transparência e o *disclosure* de informações dos Fundos de Pensão aos seus membros é uma preocupação manifesta de entidades do setor (IOPS, 2008). Pretende-se, dessa forma, contribuir na redução da lacuna existente sobre o tema, motivando a realização de novas pesquisas acadêmicas. Um exame de certas características da organização e a extensão da divulgação não apenas ampliará o conhecimento do que é realmente significativo na variabilidade da divulgação, como também poderá auxiliar os formuladores de políticas e autoridades reguladoras no estabelecimento de padrões contábeis, bem como selecionar um curso de ação apropriado para remediar deficiências (COOKE, 1989).

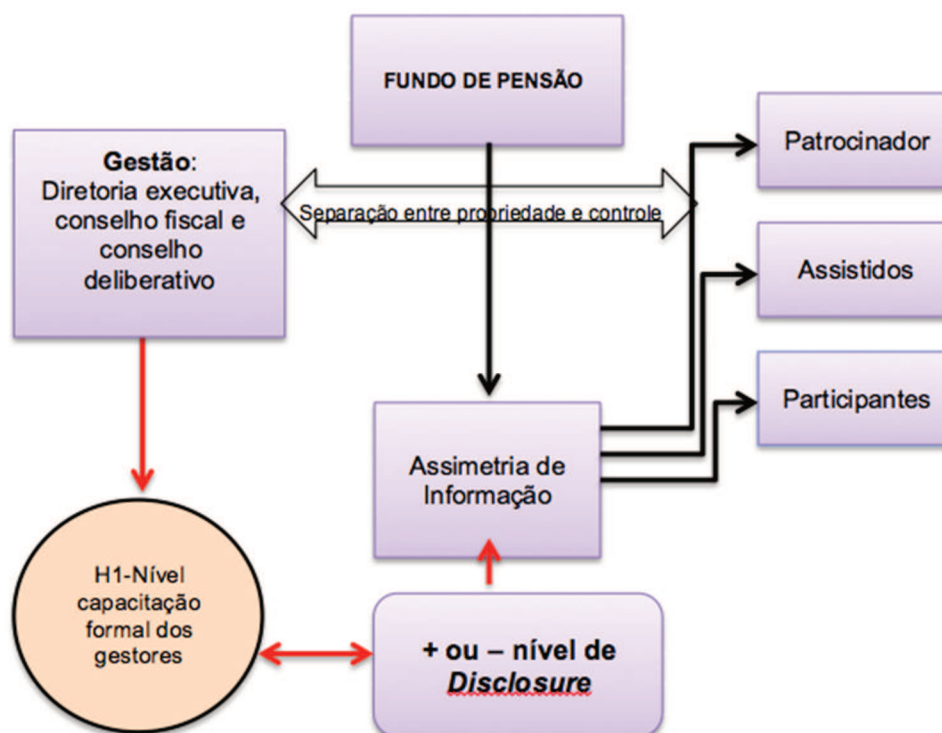
Talvez seja justamente a competência dos gestores, atribuída por um nível maior de formação, um dos principais motivadores do *disclosure* e, como consequência, instrumento de redução da assimetria de informação. Além disso, o reconhecimento da capacitação formal dos gestores como determinante de *disclosure* poderá também auxiliar na contenção de desvios patrimoniais causados por fraude ou má gestão, pois contribui no entendimento da relação entre patrocinador – gestão – participante, levando a novas políticas de divulgação e aumentando a confiança das partes interessadas.

Assim, no entendimento do que efetivamente influencia o *disclosure* dos Fundos de Pensão, na necessidade da evidenciação adequada como forma de redução da assimetria de informação e na lacuna apresentada pela literatura analisada, a presente tese encontra justificativa, sobretudo porquanto os demais estudos não consideraram a formação do corpo diretivo como fator explicativo do *disclosure*.

Ademais, este estudo integra-se aos empreendidos pelo grupo de pesquisa em Governança registrado no Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), na Universidade do Vale do Rio dos Sinos, coordenado pela Professora Doutora Clea Beatriz Macagnan.

Nesse quadro, o marco teórico da presente tese é representado pela Figura 1:

Figura 1 – Marco teórico da tese



Fonte: Elaborado pela autora.

1.4 DELIMITAÇÕES DO TEMA

Os Fundos de Pensão são compostos por uma série de relações contratuais entre as diversas partes interessadas, principalmente entre os gestores, os patrocinadores, os assistidos e os participantes. A presente tese propõe a analisar o problema da assimetria de informação sob a ótica da relação contratual entre a gestão do Fundo de Pensão, assim composta pela diretoria executiva, conselho deliberativo e conselho fiscal e os participantes destes fundos. Neste contexto, não é objeto de análise as demais relações que integram os Fundos de Pensão, como, por exemplo, as relações entre a gestão do fundo e as organizações patrocinadoras ou mesmo entre o fundo e as empresas investidas.

No que se refere à análise do nível de *disclosure* dos fundos, este estudo não se propôs a medir a qualidade da informação, especialmente no que tange à análise da veracidade, integridade e completude das informações divulgadas pelos Fundos de Pensão. Também não foi objeto de estudo as consequências, ou seja, os efeitos

do *disclosure*. Este estudo considera apenas as informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos seus Relatórios Anuais de Informação (RAIs), especialmente as informações econômico-financeiras que permitem o entendimento das principais operações e decisões da gestão, por parte de assistidos e participantes.

Também cabe salientar que a pesquisa teve por base os relatórios anuais divulgados pelos fundos, não sendo objeto de análise outros canais de comunicação, como por exemplo as páginas eletrônicas publicadas na Internet. Bem como não foram objeto de análise os estatutos e regulamentos dos planos de pensão. O presente estudo também não se concentrou nas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) que estão sob a supervisão da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) ou quaisquer outros tipos de fundos, como fundos mútuos e fundos de investimento. Concentra-se apenas na previdência complementar fechada.

O estudo baseia-se no pressuposto da assimetria de informação para analisar se há relação entre a capacitação formal de gestores e o nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão. Não fez parte do escopo de análise os demais pressupostos da teoria da agência, como o conflito de interesses e a diferente capacidade de risco, embora se reconheça a importância de estudar a problemática de risco moral e do conflito de interesse. Além disso, apesar de se saber que as teorias se complementam (MILNE, 2002; ADAMS, 2004), também não são utilizados os pressupostos de outras teorias como a da sinalização, institucional, dos custos de transação, custos políticos, custos dos proprietários, além das teorias sociais, que poderiam analisar a mesma relação. Assim, a pesquisa centrou-se no estudo da capacitação formal de gestores como fator de influência nas decisões de *disclosure* e a conseqüente redução da assimetria de informação.

1.5 ESTRUTURA DA TESE

A tese está estruturada em cinco capítulos. O primeiro, apresenta esta introdução, contendo o problema de pesquisa, os objetivos, a relevância, a justificativa e as delimitações do estudo. O segundo capítulo apresenta a revisão de literatura, abrangendo os temas de Fundos de Pensão brasileiros, assimetria de informação, *disclosure* em Fundos de Pensão, capacitação de gestores e a formulação da hipótese de pesquisa.

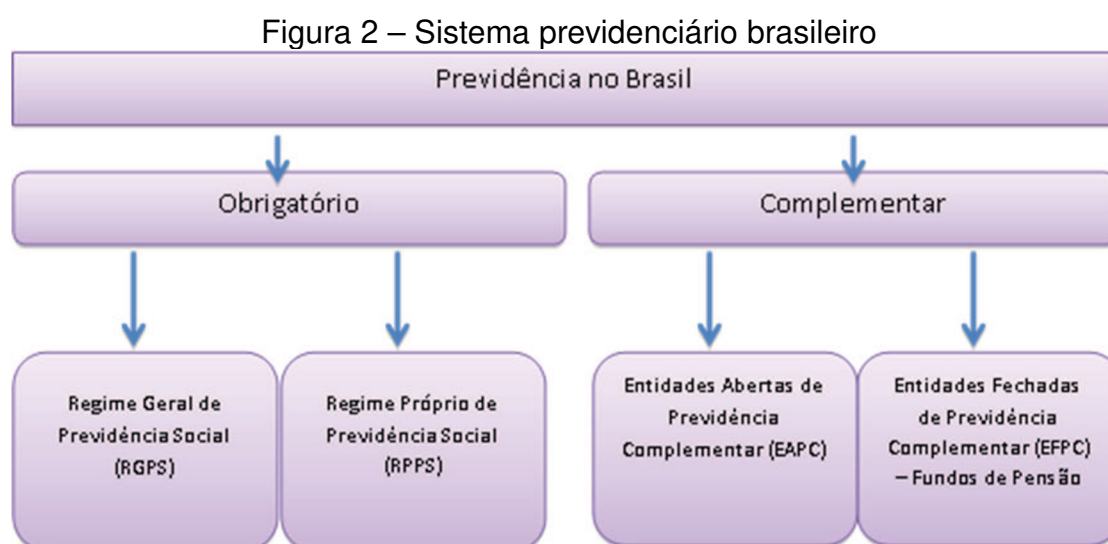
Já o terceiro capítulo evidencia os procedimentos metodológicos adotados. Os subcapítulos contemplam a apresentação do modelo econométrico, a descrição das variáveis do modelo, a construção do nível de *disclosure*, a população e a amostra, a fonte e a coleta das evidências, além das técnicas de análise e das limitações do estudo. O capítulo quatro abrange a descrição e a análise das evidências. Está dividido em quatro subcapítulos, que incluem: o resultado das etapas de construção do nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão brasileiros, a análise descritiva das evidências, a correlação das variáveis, a análise da regressão linear múltipla e a análise da regressão *Logit*, como teste de robustez. Por sua vez, o quinto capítulo apresenta as considerações finais do presente estudo. Por fim, seguem as referências, os anexos e os apêndices.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo apresenta a revisão de literatura que sustenta esta tese. O primeiro item é composto pela revisão de literatura sobre Fundo de Pensão; o entendimento sobre essas organizações e as suas principais características no contexto brasileiro. A seguir, a revisão de literatura trata da assimetria de informação e *disclosure*. Finaliza-se a revisão com a apresentação da temática sobre capacitação formal de gestores como possível fator de incentivo ao *disclosure*. Na sequência, apresenta-se a hipótese que fundamenta a presente tese.

2.1 FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS

Para o entendimento dos Fundos de Pensão brasileiros, faz-se necessário breve elucidação a respeito do sistema previdenciário brasileiro. O Brasil possui dois grandes sistemas de previdência, um de filiação obrigatória, de acordo com o art. 201 da Constituição Federal (CF) e outro de caráter complementar, dado pelo art. 202 da Carta Magna (BRASIL, 1988), conforme observa-se na Figura 2.



Fonte: Brasil (1988, 2001a, 2001b).

A previdência social obrigatória subdivide-se em duas modalidades: o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), estabelecido pelo art. 201 da CF e o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), definido pelo art. 40 da CF (BRASIL, 1988). O RGPS inclui todos os indivíduos que contribuem para o INSS: trabalhadores da

iniciativa privada, funcionários públicos (concurados e não concursados), militares e integrantes dos Poderes Judiciário, Legislativo e Executivo. Já o RPPS é assegurado aos servidores titulares de cargos efetivos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, suas autarquias e fundações (BRASIL, 1988).

Ocorre que, no Regime Geral (RGPS), o valor do benefício possui teto de R\$ 5.645,80 (cinco mil, seiscentos e quarenta e cinco reais e oitenta centavos)⁸, mesmo que o rendimento mensal desse contribuinte seja maior durante sua vida profissional ativa. Por exemplo, se o contribuinte auferir salário mensal de R\$ 10.000,00 sua contribuição ao INSS será com base no teto estabelecido pela legislação (R\$ 5.645,80), assim com o benefício máximo a ser recebido por ocasião da sua aposentadoria, de acordo com as diretrizes da Lei n. 8.213 (BRASIL, 1991). A Lei 12.618 também instituiu a mesma regra para os servidores ingressantes no serviço público a partir de 2012 (BRASIL, 2012). Tais limitações legais aos valores de aposentadoria disponíveis nos regimes obrigatórios faz com que as pessoas recorram à previdência complementar como forma de aumentar seus benefícios futuros.

Por sua vez, o regime de previdência complementar tem por objetivo proporcionar aos trabalhadores benefícios previdenciários complementares aos regimes obrigatórios, conforme as diretrizes legais previstas no art. 202 da CF e nas Leis Complementares n. 108 e 109 (BRASIL, 1988, 2001a, 2001b). Esse regime está subdividido em dois segmentos: a previdência complementar aberta, representado pelas EAPC; e a previdência complementar fechada, representado pelas EFPC. As diferenças entre as EAPC e as EFPC podem ser visualizadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Diferenças entre Previdência Complementar Aberta e Fechada

	EAPC	EFPC (Fundos de Pensão)
Natureza	Com finalidade lucrativa	Sem fins lucrativos

⁸ Conforme Tabela de Contribuição Mensal de 2018. Disponível em: <https://www.inss.gov.br/servicos-do-inss/calculo-da-guia-da-previdencia-social-gps/tabela-de-contribuicao-mensal/>. Acesso em: 06 jan. 2019.

Forma jurídica	Sociedade Anônima	Fundação ou Sociedade Civil
Tipo de Participantes	Acessível a qualquer pessoa física	Acessível a grupos específicos, com base no vínculo empregatício ou associativo
Tipos de Planos	Individuais ou coletivos	Coletivos
Órgão Normativo	Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP)	Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)
Órgão supervisor	Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)
Operadores	Seguradoras, Resseguradoras, Entidades Abertas de Previdência e sociedades de capitalização.	Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Fundos de Pensão)

Fonte: Brasil (1988, 1991, 2001a, 2001b, 2008, 2012).

Este estudo tem por objeto de análise as EFPC, ou simplesmente denominadas Fundos de Pensão, pois são organizações que servem a um propósito social, na medida em que causam impacto na vida de muitas pessoas. São responsáveis pelo bem-estar de seus participantes, beneficiários atuais e futuros. Além disso, tem impacto sobre os mercados financeiros e os níveis de poupança que, por sua vez, afetam toda a economia. Conseqüentemente, a governança e a regulação desses fundos são questões de interesse público com influência direta sobre os valores e empenhos das partes interessadas (HARBRECT; MURRAY, 1961; CLARK, 2004).

No Brasil, a primeira manifestação sobre as organizações caracterizadas como Fundos de Pensão, no país denominadas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), foco do presente estudo, remonta a 1543, quando Brás Cubas fundou a Santa Casa de Misericórdia da cidade de Santos, criando, na ocasião, o “montepio” que era um Fundo de Pensão para os empregados daquela organização. A Previdência Complementar surgiu oficialmente no país em 1904 com o Banco do Brasil, à época denominado CAPRE (atualmente PREVI), antes de haver regulamentação legal sobre a matéria (JARDIM, 2003).

São organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos e acessíveis aos empregados de uma organização ou grupo de organizações, sejam estas públicas ou privadas, denominadas patrocinadoras. Ou, ainda, aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores (BRASIL, 2001b). São organizações suplementares vitais, pois complementam o valor dos benefícios de seguro social (CLARK, 2004).

Uma das principais características desses fundos é o caráter de longo prazo, ou seja, o longo período de acumulação para posterior distribuição dos benefícios e,

por consequência, da previsibilidade de sua distribuição (HOWELL, 1958). Os fundos tem a responsabilidade de proteger e, em alguns casos, garantir a renda de aposentadoria prometida aos seus participantes (CLARK, 2004). Os fundos possuem características quase únicas dentre os investidores institucionais, pois não são regulamentados como fundos de investimentos ou como instituições financeiras e, portanto, não estão sob a égide da regulamentação contábil desses setores (ANDREWS, 1959).

O interesse social, o montante envolvido e a quantidade de operações e de investimentos realizados por essas organizações demandam a divulgação de informações aos interessados, principalmente assistidos e participantes. No entanto, para se discutir *disclosure* torna-se relevante o entendimento detalhado da natureza e das características desses fundos, uma vez que compõem o sistema previdenciário brasileiro e possuem aspectos que os diferenciam de outras organizações.

A estrutura de gestão dos Fundos de Pensão é constituída por conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva, conforme estabelecem as Leis Complementares ns. 108 e 109 de 2001 (BRASIL, 2001a, 2001b). Salienta-se que a Lei Complementar (LC) n. 108 dispõe sobre a previdência complementar de patrocínio público, enquanto a Lei Complementar n. 109 dispõe sobre os fundos com patrocínio privado. Existem diferenças significativas entre ambas, conforme destacam-se a seguir. Além das leis complementares, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) publicou em 2010, o Guia Previc de Melhores Práticas em Fundos de Pensão, com diversas recomendações a essas organizações, incluindo orientações acerca da estrutura de gestão, conforme demonstra a Figura 3.

Figura 3 – Estrutura organizacional dos Fundos de Pensão



Fonte: Elaborado pela autora.

a) Conselho Deliberativo:

A Lei Complementar n. 108, art. 10, estabelece que o conselho deliberativo é o órgão máximo da organização. E é o responsável pela definição da política geral da administração e de seus planos de benefícios (BRASIL, 2001a). No caso de Fundos de Pensão patrocinados por organizações públicas (União, Estados, Municípios, Distrito Federal, Autarquias, Fundações e sociedades de economia mista), a Lei Complementar n. 108, art. 13 (BRASIL, 2001a), define como atribuições do conselho deliberativo:

Art. 13. Ao conselho deliberativo compete a definição das seguintes matérias:
I – política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios;
II – alteração de estatuto e regulamentos dos planos de benefícios, bem como a implantação e a extinção deles e a retirada de patrocinador;
III – gestão de investimentos e plano de aplicação de recursos;
IV – autorizar investimentos que envolvam valores iguais ou superiores a cinco por cento dos recursos garantidores;
V – contratação de auditor independente atuário e avaliador de gestão, observadas as disposições regulamentares aplicáveis;
VI – nomeação e exoneração dos membros da diretoria executiva; e
VII – exame, em grau de recurso, das decisões da diretoria executiva.
(BRASIL, 2001a)

Para essas organizações, o conselho deliberativo é integrado por seis membros. A composição é paritária, isto é, mesmo número de representantes dos patrocinadores, dos assistidos e dos participantes e, cabendo aos patrocinadores, a indicação do presidente, de acordo com os arts. 10 e 11 da Lei Complementar n. 108 (BRASIL, 2001a). Já para as organizações cujo patrocinador ou instituidor seja uma organização privada, a legislação prevê apenas a representação mínima de um terço das vagas aos assistidos e participantes. Em outras palavras, é possível que, nos Fundos de Pensão com patrocínio privado, o conselho deliberativo seja composto majoritariamente por representantes do patrocinador. Além disso, a LC n. 109 não detalha as atribuições do referido órgão, embora se subentenda que sejam as mesmas contidas na LC n. 108 (art. 35, § 1º, LC n. 109/2001) (BRASIL, 2001b);

b) Conselho Fiscal:

A “Previc enxerga o Conselho Deliberativo e o Conselho Fiscal como a linha de frente da fiscalização dos Fundos de Pensão e que compartilham o interesse

comum da sustentabilidade do sistema de previdência complementar fechado” (PREVIC, 2010, p. 13). E destaca que esses membros “devem realizar suas atividades com boa fé, lealdade e diligência, observando os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência” (PREVIC, 2010, p. 16). Nessa linha, menciona que “cabe ao Conselho Fiscal elaborar relatórios semestrais que destaquem a opinião sobre a suficiência e a qualidade dos controles internos referentes à gestão dos ativos e passivos, e à execução orçamentária” (PREVIC, 2010, p. 14).

O Conselho Fiscal deve assumir também a responsabilidade sobre o efetivo controle da gestão da organização e alertar sobre qualquer desvio. Também cabe ao conselho fiscal sugerir e indicar providências para a melhoria da gestão, além de emitir parecer conclusivo sobre as demonstrações contábeis anuais da organização (PREVIC, 2010).

Para as organizações de patrocínio público, a legislação estabelece que o Conselho Fiscal é o órgão de controle da organização. Tal órgão terá, no máximo, quatro membros e composição paritária, isto é, igualdade de assentos entre representantes dos patrocinadores, dos assistidos e dos participantes. A norma também prevê que o mandato será de quatro anos, vedada a recondução, conforme disposto nos arts. 14 a 16 da LC 108 (BRASIL, 2001a). Tais aspectos não são evidenciados na Lei Complementar n. 109, para organizações de patrocínio privado, a qual prevê que deverá ser assegurado ao menos um terço das vagas a representantes de assistidos e participantes (BRASIL, 2001b). Assim, como o Conselho Deliberativo, é possível que o Conselho Fiscal dos Fundos de Pensão com patrocínio privado seja composto majoritariamente por representantes do patrocinador e não dos assistidos e dos participantes.

Por outro lado, para essas organizações, há exigência de que os membros do conselho fiscal e deliberativo tenham comprovada experiência no exercício de atividades nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização ou de auditoria, além da exigência de não ter sofrido condenação criminal transitada em julgado e penalidade administrativa como servidor público ou por infração da legislação da seguridade social (BRASIL, 2001b). Note-se que a exigência de experiência profissional não é necessariamente em Fundos de Pensão. Alguém com experiência na área administrativa de uma

indústria, por exemplo, cumpre o requisito legal. Além disso, diferentemente dos Fundos de Pensão de patrocínio público, não há necessidade de formação de nível superior para atuação nos conselhos deliberativo e fiscal. Nesse contexto, é possível que algumas organizações tenham conselhos deliberativos e fiscais compostos por pessoas sem a capacitação necessária para desempenhar adequadamente suas funções. Por consequência, suas decisões acarretariam em ineficiências ao fundo, podendo levar à não alocação ótima dos recursos;

c) Diretoria Executiva:

“A diretoria executiva é o órgão responsável pela administração da entidade, em conformidade com a política de administração traçada pelo conselho deliberativo” (art. 19) (BRASIL, 2001a). Os membros da diretoria executiva devem atender a alguns requisitos mínimos, conforme estabelecido no art. 20 da LC n. 108 e no art. 35 da LC n. 109 (BRASIL, 2001a, 2001b):

- I – comprovada experiência no exercício de atividade na área financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização, atuarial ou de auditoria;
- II – não ter sofrido condenação criminal transitada em julgado;
- III – não ter sofrido penalidade administrativa por infração da legislação da seguridade social, inclusive da previdência complementar ou como servidor público; e
- IV – ter formação de nível superior.

Ressalta-se que a experiência exigida pelo texto legal também não se refere especificamente a Fundos de Pensão. Além disso, a formação de nível superior pode ser em qualquer área do conhecimento. Tais brechas legais favorecem estruturas de governança não ideais (DIAS, 2006), podendo acarretar em decisões equivocadas e contribuir para o aumento da assimetria de informação.

A diretoria executiva dos Fundos de Pensão de patrocínio público será composta por, no máximo, seis membros definidos em função do patrimônio da organização e do seu número de participantes, inclusive assistidos. Tais especificações não constam na LC n. 109 (BRASIL, 2001b), no que diz respeito às organizações de patrocínio privado.

Quanto às responsabilidades do cargo, um membro dentre a diretoria executiva, será o responsável pelas aplicações dos recursos da organização. Já os demais membros respondem solidariamente com este, pelos danos e prejuízos

causados à organização para os quais tenham concorrido, conforme definição do art. 22 da LC n. 108 e art. 35, §§ 5º e 6º da LC n. 109 (BRASIL, 2001a, 2001b).

O Guia Previc “Melhores Práticas em Fundos de Pensão” menciona que está entre as principais atribuições da Diretoria Executiva a comunicação a conselheiros, instituidores, patrocinadores, assistidos e participantes. Destaca, ainda, que as informações devem ser prestadas de forma regular e imediata (PREVIC, 2010). As informações divulgadas compõem-se de um conjunto de exigências legais e de decisões tomadas pela gestão. Tais decisões consideram diversos fatores, como o poder de influência da organização patrocinadora, a representatividade dos assistidos e dos participantes nos conselhos e as demandas dos diversos usuários. Também, o conhecimento e a formação dos gestores e dos responsáveis pela preparação e divulgação de tais informações.

No modelo prevalente no Brasil, os planos de pensão geralmente são financiados por uma organização patrocinadora e exigem contribuições do empregado ao longo da vida de trabalho. O empregado contribui para um fundo, por meio de um plano de benefícios que se acumula ao longo do tempo. Assim que completado o período, é permitido sacar este fundo na aposentadoria ou recebê-lo em parcelas mensais (TONKS, 2005), conforme as características do seu contrato.

Ainda quanto ao Brasil, as definições relativas ao tipo de plano estão previstas na Resolução MPS/CGPC n. 16 de 2005, na Resolução MPS/CGPC n. 18 de 2006⁹ e na Resolução MPS/CNPC n. 19 de 2014 (BRASIL, 2005, 2006c, 2015) e são classificados na modalidade Benefício Definido (BD) ou Contribuição Definida (CD). Na CD, quantifica-se o prazo e a contribuição a ser efetuada e seu benefício é definido no momento da aposentadoria, com base no montante de recursos acumulados. No BD, o valor do benefício do participante é decidido no momento de sua adesão e suas contribuições variam à medida de sua vida de trabalho, objetivando alcançar o benefício estipulado inicialmente. Existe, ainda, a Contribuição Variável (CV), que é um modelo híbrido, que mistura características do BD e da CD.¹⁰ Na CV “o valor e o recolhimento das contribuições, pelos participantes e empresas patrocinadoras, são esporádicos ou não regulares” (PINHEIRO, 2005, p. 61). A modalidade CV ainda não

⁹ Resolução revogada a partir de 01 de janeiro de 2019.

¹⁰ Conforme site Previc, disponível em: <http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/sobre-o-setor-1>.

possui classificação contábil na legislação brasileira e sua utilização pelos Fundos de Pensão brasileiros não é comum.

Os planos de benefícios, independentes de sua modalidade, atendem a padrões mínimos fixados pelo órgão regulador e fiscalizador, com o objetivo de assegurar transparência, solvência, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial (BRASIL, 2001a, 2001b). As informações pertinentes aos planos de benefícios, como por exemplo o detalhamento dos investimentos em renda fixa, variável e imóveis, devem ser divulgadas aos assistidos e participantes, pelo menos uma vez ao ano, na forma e nos prazos estabelecidos pelo órgão regulador e fiscalizador (BRASIL, 2001a, 2001b). Isso posto, nota-se que os padrões de divulgação estabelecidos pela legislação abarcam padrões mínimos e não estabelecem procedimentos específicos para cada modalidade de plano.

A partir das contribuições dos participantes e dos patrocinadores, os gestores tomam as decisões para alocação de ativos. Tais decisões devem ser tomadas exclusivamente no melhor interesse dos assistidos e participantes (BODIE et al., 1984). Também, por esse motivo, detém alta capacidade de adquirir participações societárias, o que torna essas organizações importantes *players* do mercado. Assim, os recursos investidos necessitam garantir futuramente benefícios de aposentadoria a seus participantes. Por participante entende-se a pessoa física que aderir aos planos de benefícios e, por assistido, o participante em gozo de benefício de prestação continuada, isto é, aposentados ou seus beneficiários (BRASIL, 2001b).

Ao final de cada exercício, coincidente com o ano civil, as organizações fechadas deverão levantar as demonstrações contábeis e as avaliações atuariais de cada plano de benefícios, por pessoa jurídica ou por profissional legalmente habilitado. Os resultados devem ser encaminhados ao órgão regulador e fiscalizador e divulgados aos participantes e aos assistidos (BRASIL, 2001a, 2001b). Essa regulamentação encaminha as discussões desta tese sobre a assimetria da informação e os resultados que devem ser divulgados pelos Fundos de Pensão.

2.2 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO EM FUNDOS DE PENSÃO

A problemática da informação assimétrica configurou-se como um dos estudos mais importantes da teoria econômica da atualidade (STIGLITZ, 2000). O estudo da chamada “informação assimétrica” foi, nos últimos 50 anos, uma das inovações mais

importantes da teoria econômica (ARROW, 2012). O domínio da informação é de extrema importância na tomada de decisões econômicas (ARROW, 2012).

Ao refletirem sobre as sociedades anônimas, Berle e Means (1984) mencionam que o crescimento dessas sociedades tem três principais consequências, “três tendências que mudam tão completamente o caráter da economia: concentração do poder econômico, dispersão da propriedade de ações e separação entre propriedade e controle” (BERLE; MEANS, 1984, p. 20). Tais características estão presentes nos Fundos de Pensão, embora essas organizações não sejam sociedades anônimas. Fundos de Pensão possuem a propriedade pulverizada (HARBRECT; MURRAY, 1961; CATALAN, 2004; KOWALEWSKI, 2012). Alguns fundos podem chegar a centenas de milhares de participantes. A tendência é quanto maior o número de participantes, maior o patrimônio. A pulverização do controle pode ser um obstáculo para a garantia dos benefícios aos participantes (CAAMAÑO, 2007). Tal circunstância leva à concentração de poder econômico, na medida em que essas organizações se tornam grandes investidores institucionais (MILLER, 1961; CATALAN, 2004; MITCHELL; PIGGOTT; KUMRU, 2008; EATON; NOFSINGER; VARMA, 2014; ANDONOV; EICHHOLTZ; KOK, 2015; ROZANOV, 2015). Outra consequência dessa dispersão de propriedade é a separação entre a propriedade (participantes, assistidos) e a gestão, ainda que exista a representação desses assistidos e participantes nos conselhos deliberativos e fiscais (CLARK, 1998; BLAKE; LEHMANN; TIMMERMANN, 1999; CATALAN, 2004; HEBB, 2006; KOWALEWSKI, 2012; ROZANOV, 2015; TAN; CAM, 2015).

Assim, existem importantes assimetrias de informação nas relações contratuais das organizações. E, portanto, níveis diferentes de assimetria. Os riscos e outros dados importantes do negócio são mais conhecidos por uma parte do que por outra (ARROW, 2012). A extensão destas assimetrias é afetada pelas ações dos indivíduos e o seu reconhecimento auxilia no entendimento de fenômenos econômicos e sociais que afetam tais organizações (STIGLITZ, 2000). Assim, parte-se do pressuposto de que a informação é imperfeita e sua obtenção pode ser dispendiosa.

A compreensão da assimetria de informação existente nos Fundos de Pensão passa pelo entendimento de quem são suas partes interessadas. Por parte interessada entende-se qualquer grupo ou indivíduo identificável que possa afetar a realização dos objetivos de uma organização ou que seja afetado por ela (FREEMAN;

REED, 1983; MITCHELL; AGLE; WOOD, 1997). O quadro 2 apresenta as principais partes interessadas dos Fundos de Pensão:

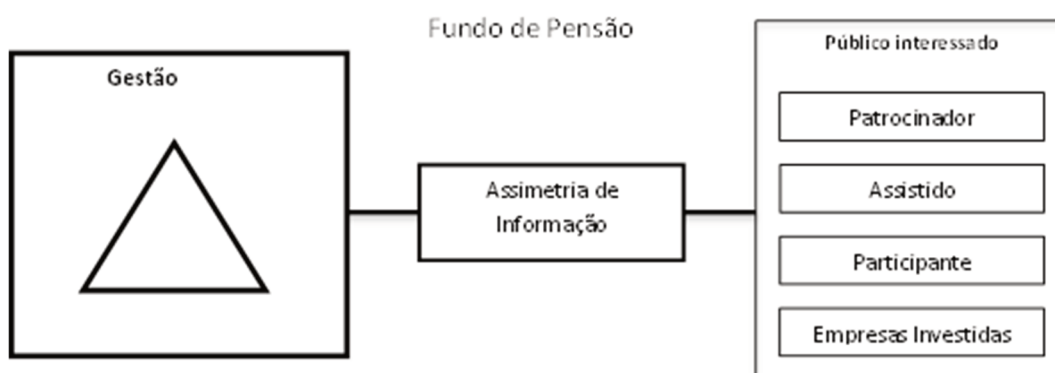
Quadro 2 – Partes Interessadas dos Fundos de Pensão

População total	É a soma do total de participantes, assistidos, designados e beneficiários de pensão, amparados pelo plano de benefícios.
Participante	Pessoa física que adere aos planos de benefícios de caráter previdenciário.
Assistido	Participante ou seu beneficiário em gozo de benefício de prestação continuada, previsto no plano de benefícios.
Beneficiário	Aquele indicado pelo participante para gozar de benefício de prestação continuada.
Designado	Pessoa indicada pelo participante ou assistido, que poderá ter direito a benefícios, de acordo com as regras estabelecidas no Regulamento do plano de benefícios.
Patrocinador	Empresa ou grupo de empresas, a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas que instituem, para seus empregados ou servidores, plano de benefícios de caráter previdenciário, por intermédio de entidade fechada.
Instituidor	Pessoa jurídica de caráter profissional, classista ou setorial, que oferece aos seus associados ou membros, plano de benefícios de natureza previdenciária, operado por EFPC, sem finalidade lucrativa.

Fonte: Adaptado de Brasil (2001b, 2006a).

Nota-se que as partes diretamente interessadas são os patrocinadores dos fundos de pensão, os assistidos (em gozo do benefício) e os participantes (que aderem aos planos de pensão e efetuam suas contribuições periódicas). Os tipos de relações existentes são especificados a seguir, conforme demonstra a Figura 4.

Figura 4 – Público de interesse dos Fundos de Pensão



Fonte: Elaborado pela autora.

Nessas organizações, há pelo menos três categorias de partes interessadas: o patrocinador, os assistidos (aposentados) e os participantes (ativos), ou simplesmente denominados “principal” (DREW; STANFORD, 2003; CLARK, 2004; ROZANOV, 2015). Por outro lado, tem-se o corpo diretivo (gestores), denominados “agentes”.

Esses gestores são responsáveis pela tomada de decisão em nome do principal (DREW; STANFORD, 2003; CLARK, 2004). E considerando a diversidade de públicos nota-se que os contratos não são completos. Há imperfeições de conhecimento e assimetria de informação (STIGLITZ, 2000). Em especial, na relação contratual entre a gestão do fundo e seus assistidos e participantes. Verifica-se a existência da informação assimétrica entre os diferentes entes que compõe a estrutura organizacional e de gestão, porque possuem papéis distintos dentro do fundo e, por consequência, diferentes acessos a informação. A tendência é que a assimetria verifique-se, em maior escala, entre a gestão do Fundo de Pensão e seu público de interesse, que é externo e, portanto, não possui acesso direto à informação.

Em geral, a patrocinadora, embora caracterizada como público externo, tem maior acesso a informação, por conta das indicações nos respectivos conselhos. Essa possibilidade é dada pela própria legislação, especialmente as Leis Complementares ns. 108 e 109 de 2001 (BRASIL, 2001a, 2001b). Também é possível que o poder econômico de uma organização patrocinadora seja maior do que o de um assistido ou participante, ainda mais quando a distribuição de assentos nos conselhos não é paritária, como no caso de fundos de patrocínio privado, conforme dispões a LC 109 (BRASIL, 2001b). O dispositivo legal permite que dois terços dos membros dos conselhos deliberativo e fiscal sejam ocupados por indicados do patrocinador. Além disso, para as organizações de patrocínio público, o mandato é de quatro anos e permitida uma recondução, conforme dispões o art. 12, §4º, LC 109 (BRASIL, 2001a). Tal limitação não se apresenta para as organizações de patrocínio privado. Essas situações podem promover um ambiente maior de assimetria de informação para participantes e beneficiários de Fundos de Pensão.

Assistidos e participantes demandam informação para acompanhar a saúde financeira do fundo, de forma a manter seus investimentos e recebimentos. Eventual falência do fundo, comprometeria o pagamento dos seus proventos atuais e futuros. As decisões tomadas no momento presente podem acarretar em perdas presentes e futuras aos participantes. Perdas atuais caso haja necessidade de cobrir eventuais déficits, dependendo do tipo de contrato. E, perdas futuras porque tais déficits podem influenciar no valor dos benefícios, por ocasião de sua aposentadoria. Além disso, como anteriormente comentado, em fundos com patrocínio privado, participantes tem menor representatividade dentre os membros dos conselhos, em comparação aos representantes dos patrocinadores, conforme faculdade legal dada pela Lei

Complementar n. 109 (BRASIL, 2001b). Subentende-se que esse seria o público que demandaria mais informação e, por este motivo, são o foco da análise da informação assimétrica do presente estudo.

Os direitos e as obrigações dos assistidos e dos participantes são previstos nos regulamentos de cada plano de pensão. Porém, como regra geral estabelecida pela legislação, tem o direito de inserção nos conselhos deliberativo e fiscal, pleno acesso às informações relativas a gestão do patrimônio de benefícios e proteção do Estado em defesa aos seus direitos. Assim disposto nos incisos IV e VI do art. 3º da LC 109 (BRASIL, 2001b):

Art. 3o A ação do Estado será exercida com o objetivo de:
IV assegurar aos assistidos e participantes o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos de benefícios;
VI proteger os interesses dos assistidos e participantes dos planos de benefícios.

Ao investigar os diferentes contratos e a informação assimétrica na indústria de serviços médicos, Arrow (1963), menciona que esse tipo de atividade possui certas particularidades e grau relevante de incerteza. É um tipo de indústria em que o cliente não pode testar o produto antes de consumi-lo (ARROW, 1963). Pode-se dizer que o mesmo se processa nos Fundos de Pensão: o participante terá acesso ao “produto” (benefício da aposentadoria), depois de transcorrido o tempo estabelecido no contrato do plano, que geralmente é bastante longo.

Os participantes de Fundos de Pensão não administram diretamente seus recursos. Delegam a gestão e a responsabilidade pela tomada de decisão aos gestores e tem a expectativa de recebimento do benefício ao final de um período específico. Significa dizer que a expectativa natural e legítima dos participantes é a alocação ótima dos recursos, para que o seu benefício futuro seja garantido. Para Arrow (1962), há três razões clássicas para a não alocação ótima de recursos: a indivisibilidade da informação, a inadequação e a incerteza. A informação é, por definição, uma mercadoria indivisível. Seu valor é de difícil mensuração, pois, para o “comprador”, o seu valor não é conhecido até que ele tenha acesso a tal informação. Nesse instante, a informação perde o seu valor. O “proprietário” não pode simplesmente vender informações no mercado aberto. E, por melhor que seja a proteção legal, como definido na legislação dos Fundos de Pensão, não se pode garantir que esta seja totalmente adequada (ARROW, 1962).

A inadequação diz respeito à inovação como um processo de produção da informação. Tal processo traz consigo um risco na medida em que a saída (informação obtida) não pode ser prevista com perfeição, dada às características peculiares da informação (ARROW, 1962). O risco de inovação contrapõe-se, então, ao incentivo do gestor para divulgar tal informação e o custo associado a esta divulgação, conforme aborda-se no próximo tópico.

Em uma empresa industrial, os produtores tomam decisões no presente que acarretam em um resultado futuro que não é completamente previsível (ARROW, 1962). No caso dos Fundos de Pensão, os gestores tomam decisões que trarão resultados aos planos no futuro. Tal incerteza gera risco. E a capacidade de absorção desse risco pode significar a não alocação ótima dos recursos e, por consequência, ampliar a assimetria de informação (ARROW, 1962).

A discussão em torno da assimetria de informação concentra-se na influência dos problemas de seleção adversa e de risco moral (AKERLOF, 1970; VERRECCHIA, 1983, 1990; WAGENHOFER, 1990; DYE, 2001). A seleção adversa é a opção *ex ante* que o “comprador” faz, antes da ocorrência de determinada transação. Tal opção pode ser incorreta devido à informação incompleta que possui. O adquirente, reconhecendo a assimetria de informação e o potencial de deturpação oportunista, descontará no preço oferecido pelo produto (BALAKRISHNAN; KOZA, 1993).

Em organizações como Fundos de Pensão, a seleção adversa seria caracterizada pela possibilidade de o participante optar por um fundo que julga ser melhor, de acordo com as informações que possui, em detrimento de outro, ou de outra possibilidade de investimento. No entanto, nesse tipo de organização, a seleção adversa se dá em menor escala, pois os Fundos de Pensão caracterizam-se justamente pelo vínculo empregatício do participante com a organização patrocinadora. Portanto, há pouca margem de escolha entre um fundo ou outro.

Nas Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) é possível a “portabilidade”: transferência entre as organizações, conforme escolha do participante, de todos os direitos já acumulados¹¹. Porém, o mesmo não se processa com as organizações fechadas, conforme determina o § 1º, art. 14, da LC n. 109: “não será admitida a portabilidade na inexistência de cessação do vínculo empregatício do

¹¹ Conforme dispõe o Parágrafo Único do art. 15 da Lei Complementar n. 109/2001, o direito acumulado corresponde às reservas constituídas pelo participante ou à reserva matemática, o que lhe for mais favorável (BRASIL, 2001b).

participante com o patrocinador.” (BRASIL, 2001b). Portanto, os mecanismos convencionais utilizados na governança da relação principal (participante, assistido) – agente (gestor): saída, voz e lealdade, raramente estão disponíveis aos participantes de Fundos de Pensão (CLARK, 2004).

Assim, ao ser contratado como empregado de uma organização, o participante teria a opção de ingressar ou não no Fundo de Pensão patrocinado pelo seu empregador. Logo, a possibilidade de escolha reside apenas nos casos em que participantes não queiram aderir ao fundo. Nestes casos, poderiam optar por um fundo de previdência complementar aberto ou outro tipo de investimento, porém perderiam a parcela de contribuição depositada pelas patrocinadoras.

Além do problema da seleção adversa, a falta de informação também possibilita que os indivíduos atuem na maximização do seu próprio bem-estar, o que pode conflitar com interesses de outras partes envolvidas na relação. O comportamento oportunista oriundo da assimetria de informação possibilita o surgimento dos problemas de risco moral (WILLIAMSON, 1985). Nesse sentido, o comportamento oportunista e o risco moral decorrentes da assimetria de informação podem apresentar efeitos mais elevados nos Fundos de Pensão, já que a seleção adversa é limitada pela própria legislação. Pode-se dizer que, praticamente, todas as organizações estão sujeitas ao risco moral. Este refere-se à indução dos agentes em fornecer mais ou menos informações (DYE, 2001). No caso dos Fundos de Pensão, o risco moral pode levar a não alocação ótima de recursos, o que pode gerar consequências econômicas a assistidos e participantes (HAKANSSON, 1972). A solução natural para o problema da seleção adversa e do risco moral seria investir recursos em monitoramento de ações e *disclosure* (HOLMSTROM, 1979). O *disclosure* é fundamental para a redução da assimetria de informação (VERRECCHIA, 1990).

Ocorre que este cenário abordado pela literatura, em empresas participantes do mercado, necessariamente não se configuram no contexto de Fundos de Pensão. Fundos de Pensão são organizações civis sem finalidade lucrativa e, portanto, não tem ações negociadas no mercado de capitais. Logo, não sofrem os efeitos diretos do possível aumento do custo de capital, em decorrência das informações divulgadas. Também não estão sujeitos de forma significativa aos problemas de seleção adversa e à perda relevante de vantagem competitiva, conforme comentado. Assim, é possível que os problemas decorrentes do risco moral tenham origem na falta de capacitação

adequada dos gestores e não necessariamente ocorram devido a problemas de conflito de interesse, como aborda-se no tópico 2.4.

No processo de tomada de decisão, a habilidade e a perícia dos gestores são fundamentais, como forma de manter seu compromisso precípua: maximizar o bem-estar do beneficiário (CLARK, 2004; STEWART; YERMO, 2008). Assim, o risco moral e a capacitação inadequada de gestores podem levar à ocorrência de má-gestão e fraude na alocação dos recursos dos participantes. Como os gestores são responsáveis pela administração desses ativos é possível que as decisões empreendidas gerem prejuízos atuais e futuros aos assistidos e participantes. Os prejuízos podem não se restringir apenas aos participantes dos fundos, mas alcançar a sociedade como um todo, principalmente no caso de fundos com patrocínio público.

As ações dos gestores nem sempre são evidentes e os custos do fracasso são frequentemente suportados pelos participantes. Os problemas de informações assimétricas funcionam contra a eficácia da gestão desses fundos. São organizações com deficiências em governança e regulação (CLARK, 2004; STEWART; YERMO, 2008). Gestores podem agir tanto no interesse próprio, como por influência da organização patrocinadora ou mesmo por desconhecimento da sua atividade, levando-os a decisões equivocadas. Tais decisões podem influenciar alocações de ativos do Fundo de Pensão (BERGSTRESSER; DESAI; RAUH, 2006). Pode ocorrer também que os contratos dos planos de benefícios sejam firmados em negociações coletivas entre o patrocinador e o sindicato. Nesses casos, pode acontecer que os participantes não tenham ciência exata dos termos da negociação e, por consequência, não conhecem os riscos envolvidos ou a política de investimento do plano. A falta de informação pode levá-los a decisões inadequadas em relação ao tipo de plano que desejam aderir.

Observa-se, assim, um jogo de forças e, portanto, de acesso a informação entre os diversos públicos que compõem os Fundos de Pensão e a possível presença de risco moral. A redução desse risco é possível através de mecanismos de monitoramento e de pagamento de incentivos a gestores (STIGLITZ, 2000). Assim, tornam-se necessárias adequadas estruturas de governança para Fundos de Pensão. A governança envolve um conjunto de relações entre principal (patrocinador, participante e assistido) e agente (a gestão). Fornece a estrutura através da qual os objetivos da organização são definidos e os meios para alcançar os resultados estabelecidos (OECD, 2015).

A OECD publicou, em 2009, o *OECD Guideline for Pension Fund Governance* com recomendações acerca de boas práticas de governança para Fundos de Pensão dos países-membro da organização, bem como aos demais países interessados. As sugestões consideram a estrutura de governança própria para fundos e os mecanismos de governança adequados.

A estrutura de governança sugerida considera como princípios básicos a serem adotados pelos Fundos de Pensão:

- a) a identificação de responsabilidades operacionais e de supervisão;
- b) o corpo diretivo investido com o poder de administrá-lo;
- c) a responsabilidade e prestação de contas;
- d) a adequação: os membros do corpo diretivo estão sujeitos a padrões mínimos de adequação, a fim de garantir um alto nível de integridade, competência, experiência e profissionalismo na governança do Fundo de Pensão;
- e) delegação e apoio de consultorias especializadas;
- f) o auditor: o auditor independente do Fundo de Pensão deve ser indicado pelo órgão apropriado ou autoridade para realizar uma auditoria periódica consistente com as necessidades;
- g) o atuário; e
- h) o custodiante.

Já os mecanismos de governança envolvem:

- a) controles internos baseados em risco: devem existir controles internos adequados para assegurar que todas as pessoas com responsabilidades operacionais e de supervisão atuem de acordo com a lei e com os objetivos estabelecidos no estatuto, no contrato ou no instrumento fiduciário dos Fundos de Pensão;
- b) relatórios: devem ser estabelecidos canais de comunicação entre todas as pessoas e organizações envolvidas na governança do Fundo de Pensão, a fim de assegurar a transmissão efetiva e tempestiva de informações relevantes e precisas. Processos precisam ser estabelecidos para garantir que os membros do corpo diretivo recebam informações apropriadas, oportunas, precisas, completas, consistentes e facilmente compreensíveis,

para que possam cumprir suas responsabilidades de forma eficaz, de acordo com o código de conduta, e garantir que as responsabilidades delegadas sejam cumpridas; e

- c) o *disclosure*: o órgão de governança deve divulgar informações relevantes a todas as partes envolvidas (especialmente patrocinadores, assistidos, participantes, beneficiários, autoridades de supervisão, auditores etc.) de maneira clara, precisa e oportuna (OECD, 2009). Nota-se, no documento publicado pela OECD (2009) a relevância do *disclosure*, bem como das informações transmitidas pelos relatórios às partes interessadas, como mecanismos de governança para fundos de pensão.

Na mesma medida, o órgão fiscalizador dos Fundos de Pensão no Brasil, PREVIC, também emitiu em 2012, guia com recomendações de boas práticas de governança para os Fundos de Pensão. O guia apresenta os conceitos gerais de governança e orientações sobre: conflitos de interesse, transparência e comunicação, dever fiduciário, código de conduta e ética, competência e treinamento de conselheiros e gestores, processos e controles, gestão de riscos, terceirização e prestadores de serviços, conselho fiscal e, por fim, orientações para organizações multipatrocinadas e multiplanos ou mais de um instituidor (PREVIC, 2012).

Em linhas gerais, as diretrizes propostas pelo Guia Previc são bastante semelhantes às do Guia OECD. Destacam-se os três princípios básicos de boas práticas de governança a serem observados pelos Fundos de Pensão:

- i) prestação de contas: os dirigentes dos Fundos de Pensão devem prestar contas formalmente sobre sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões. Esse princípio pretende conscientizar os gestores quanto às responsabilidades do cargo que ocupam, ampliando o debate sobre as atribuições, demandas, riscos e consequências de suas decisões;
- ii) responsabilidade corporativa: gestores de Fundos de Pensão devem incorporar em suas decisões considerações de ordem socioambiental na definição dos negócios e operações. Tal princípio contempla as preocupações com o bem-estar das pessoas ligadas a essas organizações, a comunidade e o ambiente que os cerca, chamando atenção para os aspectos de longo prazo, característicos dos Fundos de Pensão; e, por fim,

- iii) transparência: definindo que a diretoria executiva deve disponibilizar informações que sejam de interesse dos patrocinados, dos assistidos e dos participantes, principalmente as relacionadas aos processos de escolha de serviços de terceiros, gestão de riscos e outras que permitam aferir o grau de participação dos membros dos Conselhos Deliberativo e Fiscal no monitoramento do respectivo Fundo.

No que concerne ao princípio da transparência, o Guia refere que a divulgação de informações deve ser feita em linguagem clara, direta e tempestiva (PREVIC, 2012). O fundo deve desenvolver procedimentos e rotinas para informar a todos os seus participantes sobre a situação dos planos e comunicar eventuais alterações. Além disso, a rede mundial de computadores e outras tecnologias podem ser utilizadas para dar agilidade na difusão das informações aos seus membros (PREVIC, 2012).

Além disso, com vistas a atender aos requisitos da transparência e da prestação de contas, o Guia sugere que os Fundos de Pensão devam desenvolver procedimentos e controles internos. Tais condutas implicam na padronização da tomada de decisões, reduzindo a subjetividade destas decisões e gerenciando adequadamente os riscos existentes. Cria-se, assim, “[...] um ciclo virtuoso uma vez que tais medidas também permitem maior grau de monitoramento por parte dos interessados, sejam eles participantes ou patrocinadores” (PREVIC, 2012, p. 22).

Uma empresa tradicional possui, geralmente, três tipos de controles externos: o mercado consumidor (do produto ou do serviço), o mercado corporativo e os grandes acionistas. Tais mecanismos não estão todos disponíveis para Fundos de Pensão (MUSALEM; PALACIO, 2003). Lacuna esta que é minimizada por boas práticas de governança que podem promover o exercício do monitoramento. O conhecimento das ações dos gestores revela informações, por exemplo, sobre a distribuição dos fluxos de caixa futuros da organização, permitindo que os participantes mitiguem o problema de risco moral (DYE, 2001). Permite, também, minimizar a ocorrência de má gestão decorrentes de falhas na capacitação dos gestores.

O Guia OECD (2016) sugere que a regulamentação sobre a governança da previdência complementar deve ser orientada pelo objetivo primordial de servir aos melhores interesses dos membros do plano e dos beneficiários e assegurar a solidez dos planos de pensão. A estrutura de governança dos Fundos de Pensão deve

assegurar uma divisão apropriada das responsabilidades operacionais e de supervisão e a adequação da prestação de contas das pessoas com essas responsabilidades. Os Fundos de Pensão e organizações de previdência devem ter controle, comunicação e estruturas apropriadas que incentivem a boa tomada de decisões, a execução dessas decisões de forma adequada e oportuna, a transparência e a revisão regular. Além disso, o órgão de gestão de um Fundo de Pensão deve assegurar que a estratégia de investimento segue uma abordagem prudente e, quando aplicável, tem em conta o perfil e a duração das suas responsabilidades (OECD, 2016).

Notadamente um dos princípios de governança propostos é a transparência, por meio do *disclosure*, através do qual permite-se a redução da assimetria de informação e, por consequência, do risco moral. Assim, a estrutura de governança dos Fundos de Pensão, especialmente as que enfatizam a formação adequada do seu corpo diretivo e a transparência das informações pode promover o monitoramento das ações desses gestores e conduzir a uma política adequada de divulgação.

2.3 DISCLOSURE EM FUNDOS DE PENSÃO

Os gestores administram os recursos capitalizados pelo Fundo de Pensão de seus respectivos participantes, gerando ativos e passivos a longo prazo. Logo, há uma expectativa de confiança e de comportamento correto desse gestor. A confiança, ou falta dela, confirma-se não apenas pelo tratamento dos recursos postos à disposição do gestor, mas também pelas informações que o mesmo divulga ao seu público de interesse. Essa é uma questão crucial para a integridade das pensões e a provisão de benefícios de pensão, seja BD, CD ou CV (CLARK, 2004).

A divulgação de informações é essencial para reduzir a assimetria da informação que existe entre a gestão e as partes interessadas (VERRECCHIA, 1990). Isso porque os participantes dependem de informações para avaliar a eficiência das decisões dos gestores tomadas sobre seus recursos (HEBB, 2006). A falta de *disclosure* pode levar a decisões equivocadas (STIGLITZ, 2000). Assim, parte-se do pressuposto que o *disclosure* reduz a assimetria de informação e, com isso, facilita o monitoramento da ação dos gestores (WELKER, 1995; MARQUARDT; WIEDMAN, 1998; LANG et al., 2000; LEUZ; VERRECCHIA, 2000; DYE, 2001; KANAGARETNAM; LOBO; WHALEN, 2007; CLARK; MONK, 2011).

Disclosure refere-se à publicação de qualquer informação de caráter obrigatório ou voluntário a investidores, credores e demais usuários, que seja útil e os auxilie na tomada de decisões racionais de investimento e crédito, minimizando o grau de incerteza sobre os eventos futuros da organização e reduzindo a assimetria de informação entre a gestão e as partes interessadas (SCHIPPER, 2007). O *disclosure* se faz necessário para avaliar, dentre outros aspectos, as perspectivas da organização em termos de entrada de fluxos de caixa futuros, as informações acerca dos recursos, a capacidade de pagamento de suas obrigações e a avaliação de quão eficiente é a sua gestão (CPC, 2011).

As informações são divulgadas pelas organizações de várias maneiras. O principal veículo de divulgação é o relatório anual. Além disso, pode haver relatórios intermediários e trimestrais, prospectos e outros materiais impressos. As informações também podem ser divulgadas de maneira mais informal, em reuniões com as partes interessadas, conversas telefônicas ou páginas eletrônicas da organização (MARSTON; SHRIVES, 1991).

Em Fundos de Pensão, é importante que informações suficientes sobre o plano de pensão sejam fornecidas aos membros e seus beneficiários em tempo hábil (OECD, 2003). Também para essas organizações, os relatórios anuais são os principais meios de *disclosure* destas organizações (MARSTON; SHRIVES, 1991). Esses relatórios fornecem informação acerca da posição patrimonial e financeira da organização, a qual representa informação sobre os seus recursos econômicos e as suas obrigações.

Os relatórios também fornecem informação sobre os efeitos de transações e outros eventos que alteram os recursos econômicos da organização (CPC, 2011). E, portanto, podem afetar a decisão dos participantes. O objetivo do relatório é fornecer informações econômicas a vários grupos de usuários para permitir que eles tomem decisões sobre a alocação de recursos escassos. Uma vez que a informação é crucial neste processo, é importante avaliar o nível de *disclosure* que ocorre nos relatórios anuais dos Fundos de Pensão (COOKE, 1989).

Assim, os relatórios anuais dessas organizações devem possuir alguns atributos qualitativos mínimos, como apresentação de critérios de reconhecimento e mensuração, classificação adequada de informação contábil e comunicação e divulgação de informações relevantes. Além disso, devem ser precisos, oportunos e

claros, de forma que permitam o monitoramento das ações dos gestores pelas partes interessadas (CRAMER; NEYHART, 1980; CLARK, 2004).

Nesse sentido, as informações objeto da presente análise são aquelas divulgadas pelos Fundos de Pensão em seus Relatórios Anuais de Informação (RAIs), sejam essas de caráter obrigatório ou voluntário. Tais informações dizem respeito, preferencialmente, aos aspectos econômico e financeiro de cada organização. Em outras palavras, o estudo concentra-se naquelas informações que podem auxiliar assistidos e participantes a acompanharem como seus recursos estão sendo investidos, bem como as principais decisões da gestão do seu respectivo plano e que, portanto, reduzem a assimetria de informação e protegem os direitos de seus membros. Nesse sentido, a OECD publicou, em 2003, o *OECD Guideline for the Protection of Rights of Members and Beneficiaries in Occupational Pension Plans* com diretrizes acerca do *disclosure* a ser executado pelos Fundos de Pensão. O Guia (OECD, 2003) menciona que:

- a) membros e beneficiários dos planos de pensão devem ter o direito legal de acesso ou divulgação imediata às informações básicas sobre o plano de pensão, incluindo informações adequadas sobre seus direitos de acesso, contribuições antecipadas e / ou taxas de benefícios, política de investimento, nomes e formas de contatar as partes responsáveis pela administração e governança de planos e processos ou procedimentos de reivindicações;
- b) os documentos do plano, as contas anuais e os relatórios financeiros e atuariais anuais, se não divulgados automaticamente, devem ser prontamente disponibilizados aos membros do plano (e aos beneficiários, quando relevante) para cópia por um custo ou taxa razoável;
- c) os membros e beneficiários devem ser notificados em tempo hábil se o empregador não tiver feito a contribuição para o plano de pensão;
- d) uma declaração de benefícios individualizada e oportuna deve ser fornecida a cada membro do plano (e aos beneficiários, quando relevante). As informações incluídas devem permitir que o membro do plano identifique os acréscimos ou os saldos das contas atuais. As informações devem incluir a data e o valor das contribuições feitas para a conta, desempenho do investimento e ganhos e / ou perdas;

- e) membros e beneficiários devem receber informações adequadas sobre as regras associadas à portabilidade de seus benefícios, especialmente quando a transferência desses ativos possa acarretar perda de certos direitos associados ao plano de pensão em que o benefício se originou;
- f) os materiais de divulgação devem ser escritos de uma maneira que seja prontamente compreendida pelos membros e beneficiários a quem são dirigidos;
- g) considerações devem ser dadas a formas adequadas de entrega de materiais de divulgação, incluindo correio, entrega no local de trabalho e via correio eletrônico ou *sites*, sempre que possível;
- h) emendas ou alterações no plano de pensão que tenham um impacto significativo sobre os membros e beneficiários, seus direitos e seus benefícios devem ser divulgados a eles em tempo hábil e de maneira que possam ser prontamente compreendidos por eles.

O referido Guia (OECD, 2003) menciona também, que as divulgações feitas pelos fundos devem incluir: informação relativa ao corpo diretivo do plano, explicação da natureza do benefício prometido (incluindo a identificação dos riscos e se os benefícios são ou não indexados à inflação), informações sobre as consequências de deixar o plano antecipadamente e informações sobre a política de investimento adotada pelo plano. Além disso, outras informações devem ser divulgadas regularmente, tais como: desempenho dos investimentos e o valor do benefício acumulado do indivíduo ou saldo da conta (OECD, 2003).

O *disclosure* pode ser obrigatório, imposto pela legislação ou voluntário. A divulgação obrigatória é estabelecida por leis, regulamentos, normativos emitidos pelos órgãos reguladores ou estatuto da organização. O grau em que as organizações cumprem os requisitos legais e regulatórios depende do rigor ou da negligência do governo, dos profissionais e da atuação dos órgãos reguladores (MARSTON; SHRIVES, 1991). O *disclosure* voluntário depende da discricionariedade do gestor. É um mecanismo de redução de assimetria de informação entre a organização e o público externo (VERRECCHIA, 1990).

Para Verrecchia (1983), o debate em torno do *disclosure* reside no incentivo à divulgação ou à retenção da informação, ou seja, nos fatores que levam um gestor a divulgar mais ou menos informação. Para o autor, o estudo do incentivo de um gestor

em divulgar ou reter informação possivelmente seja o problema da contabilidade por excelência. Ao analisar qual informação divulgar e qual informação reter, o gestor considera um conjunto de fatores da organização e o possível efeito dessa informação no preço da ação, em um mercado ativo. O receptor da informação (comprador, investidor) avalia não apenas a divulgação efetuada, mas também faz inferência acerca do que não o foi (VERRECCHIA, 1983). Tal contexto reflete no custo de capital da organização. Ou, como definido pela literatura, “custo do proprietário”.

O custo do proprietário é o efeito negativo da informação divulgada (VERRECCHIA, 1983). Para Wagenhofer (1990) a retenção de informação também transmite uma mensagem ao “opponente”/comprador e, com base nisso, pode tomar decisões levando a organização a incorrer em custo do proprietário (WAGENHOFER, 1990). O custo do proprietário é qualquer possível redução nos fluxos de caixa futuros atribuíveis à divulgação (SCOTT, 1994). Mesmo os pequenos custos de informação podem trazer grandes consequências para a organização (STIGLITZ, 2000). Logo, há o incentivo maior para divulgação de notícias favoráveis (DYE, 2001). Assim, o custo pode ser um limitador para o *disclosure* voluntário. No entanto, a premissa do custo do proprietário com efeito no preço das ações não é necessariamente válida para Fundos de Pensão que não estão expostos à seleção adversa e seus ativos não estão sujeitos à avaliação de mercado, de acordo com as características abordadas anteriormente.

Além disso, como outras *commodities*, a informação tem um custo de produção e um custo de transmissão (ARROW, 1963). Envolve o custo de preparação e sistematização, a sua efetiva divulgação e a possível perda de vantagem competitiva¹². Os custos de preparação envolvem a coleta de informações, gerenciamento, supervisão e disseminação das informações (COOKE, 1989).

Outro limitador do *disclosure* voluntário é o estabelecimento de precedentes. Em outras palavras, gestores evitam divulgar informações que sejam difíceis de manter em relatórios futuros, evitando a definição de precedentes de divulgação. Há também outro aspecto que estimula a mitigação do *disclosure*: a possibilidade de litígio, a partir da divulgação de informações em relatório anual, o qual configura-se

¹² A perda da vantagem competitiva decorrente do custo do proprietário não é significativa para Fundos de Pensão, considerando que o vínculo do participante com o fundo está atrelado ao seu contrato de trabalho com a patrocinadora e as condições de portabilidade são limitadas pela legislação, conforme já comentado.

como um documento comprobatório em ações judiciais. É possível que as demandas judiciais responsabilizem pessoalmente os gestores dos Fundos de Pensão. Cada vez mais, as partes interessadas responsabilizam os Fundos de Pensão pelas consequências não financeiras de seus investimentos (SIEVÄNEN; RITA; SCHOLTENS, 2013). Essa possibilidade pode reduzir potencialmente os incentivos dos gestores em fornecer informações prospectivas, que possam criar expectativas nos participantes. Se, no futuro, tais expectativas não forem atendidas, há o risco desses demandarem judicialmente contra o Fundo de Pensão e, conseqüentemente, contra o gestor (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).

Sob ótica diversa, existem fatores que podem incentivar o *disclosure*, como a promoção de uma reputação de gestão mais transparente e resolução de lacunas provenientes da divulgação obrigatória (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005), por exemplo. Alguns itens de divulgação obrigatória mais confundem do que esclarecem. Assim, o *disclosure* voluntário possibilita maior nível de explicação aos participantes sobre a gestão dos recursos. Já a construção de uma reputação mais transparente reduz a incerteza acerca dos rumos da gestão e pode atribuir maior confiança dos participantes às decisões tomadas pelo gestor. Como consequência, pode maximizar o valor da sua remuneração, além de reduzir os custos de monitoramento (GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; HEBB, 2006).

A idiosincrasia desse tipo de organização e a existência de diferentes fatores que podem incentivar ou restringir a divulgação conduzem o gestor à definição do que será ou não divulgado. Tais fatores criam um ambiente propício para o estudo do *disclosure* dos Fundos de Pensão (SCOTT, 1994; HWANG; SARATH, 2015; ANANTHARAMAN, 2017). O *disclosure* praticado através do adequado processo de elaboração de relatórios e adequada comunicação é uma das boas práticas de governança para Fundos de Pensão recomendada por organizações internacionais como a IOPS e OECD, além da PREVIC, órgão fiscalizador brasileiro (OECD; IOPS, 2011; PREVIC, 2012; OECD, 2015). Por conseguinte, é um dos principais mecanismos de redução da assimetria de informação.

Assim, considerando o cenário apresentado, principalmente quanto à não incidência de custo de capital e seleção adversa como limitadores do *disclosure*, aborda-se, no próximo item, um fator que pode incentivar os gestores a promover maior *disclosure*: a capacitação do corpo diretivo.

2.4 CAPACITAÇÃO DE GESTORES COMO MECANISMO DE REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

Na seção anterior revelou-se que a literatura sobre *disclosure* aponta em uma direção: a decisão do gestor em divulgar mais ou menos informação está relacionada ao efeito dessa divulgação (ou não divulgação) no custo de capital da organização. Esse custo de capital aumenta ou diminui dependendo do grau de seleção adversa ou do risco moral oriundos da assimetria de informação existentes nessa relação negocial (VERRECCHIA, 1983, 1990, 2001; WAGENHOFER, 1990; DYE, 2001)

Fundos de Pensão, porém, não são organizações que possuem ações negociadas no mercado de capitais que sofram repercussões diretas de custos de capital. Também não estão significativamente sujeitas aos efeitos da seleção adversa, conforme comentado anteriormente. Ainda assim, as informações entre gestores, patrocinadores, assistidos e participantes são assimétricas. Portanto, ainda que se reconheça os possíveis efeitos do risco moral ligado à assimetria de informação, é possível que os fatores explicativos de *disclosure* para empresas participantes do mercado de capitais não sejam, na sua totalidade, os mesmos que para Fundos de Pensão.

Assim, se os incentivos convencionais para a divulgação de informações pelos Fundos de Pensão são fracos, então deve-se procurar outros fatores motivacionais pelos quais a transferência de informações ocorram (SPENCE, 1973). Nesse sentido, o presente estudo aparta-se um pouco da discussão convencional sobre seleção adversa e risco moral e debruça-se sobre o exame de outro possível fator explicativo da assimetria de informação e do *disclosure* para o tipo de organização aqui estudado e, para tanto, reflete sobre a própria informação. A informação como produto, *commodity* (ARROW, 1963). Reflete sobre o valor da informação e sua assimetria na relação entre gestores e patrocinadores, assistidos e participantes.

A informação, enquanto objeto econômico, diferencia-se de outros produtos dada suas características. A informação caracteriza-se pela indivisibilidade, como explica Arrow (1962). Ilustrando, um produto ao ser mostrado, permite a sua avaliação pela outra parte envolvida na relação, caso não se efetive o acordo, o produto pode ser devolvido sem prejuízo ao ofertante. De outra parte, a informação não tem essa

possibilidade, uma vez que a outra parte da relação a conhece, a mesma não pode ser devolvida como é o caso de um produto.

Portanto, a utilidade e valor da informação, sem a possibilidade prévia de testá-la como a qualquer outro produto, traz, intrinsecamente, a assimetria. Isso porque se parte do pressuposto de que o valor da informação está na necessidade, no uso que o “comprador” (participante, assistido, beneficiário) fará dessa informação. Valer é primeiramente atribuir valor a alguma coisa, poder substituir essa coisa num processo de troca. “Com efeito, só se troca numa permuta, quando cada um dos dois parceiros reconhece um valor para aquilo que o outro possui.” (FOUCAULT, 1992, p. 205). Nas palavras de Foucault, “o valor das coisas está ligado à troca.” (FOUCAULT, 1992, p. 214).

Deter uma informação significa poder. Poder estabelecido por um saber dado pela informação. Saber é o espaço em que o sujeito pode tomar posição para falar dos objetos de que se ocupa em seu discurso (FOUCAULT, 1995). Michel Foucault destaca que o saber na medicina clínica, por exemplo, configura-se pelas respostas materializadas pelas informações obtidas através de um conjunto de perguntas, a saber: “é o conjunto das funções de observação, interrogação, decifração, registro, decisão, que podem ser exercidas pelo sujeito do discurso médico” (FOUCAULT, 1995, p. 206).

Nessa concepção, a informação integra o saber médico, conferindo-lhe poder em sua relação com o paciente. No contexto dos Fundos de Pensão, o gestor que detém a informação possui um saber que lhe confere um poder sobre patrocinadores, assistidos e participantes. Poder, na concepção de Foucault, não é um sistema de dominação exercido por um grupo sobre outro ou algum modo de subserviência (LYNCH, 2018), mas uma rede de relações sociais, políticas, econômicas ou mesmo pessoais (TAYLOR, 2018). “O poder não é uma instituição e nem uma estrutura, não é uma certa potência de que alguns sejam dotados: é o nome dado a uma situação estratégica complexa numa sociedade determinada.” (FOUCAULT, 1988, p. 88). “O poder se produz a cada instante, em todos os pontos, ou melhor, em toda a relação entre um ponto e outro.” (FOUCAULT, 1988, p. 88). Em outras palavras, poder é uma rede de forças presente em toda as relações da sociedade (LYNCH, 2018).

Logo, cabe destacar que os gestores dos Fundos de Pensão: diretoria executiva, conselheiros deliberativos e conselheiros fiscais exercem o poder não necessariamente porque estão no topo da hierarquia organizacional, mas sim pela

vantagem que possuem na relação de forças informacionais com outros atores desse cenário. Assim, dado o lugar que o gestor ocupa, o qual lhe permite acesso informacional sobre a organização em relação ao nível informacional dos patrocinadores, assistidos e participantes possibilita um saber que lhe confere poder nessa relação. Isso quer dizer, no caso dos Fundos de Pensão e considerando esse jogo de forças, a vantagem que os gestores possuem é atribuída pela informação e conhecimento que dispõem acerca dos detalhes das operações dos fundos. Por exemplo, preocupações com a carreira pode levar gestores a atrasar a divulgação de más notícias. Essas preocupações podem incluir a receio dos gestores com o efeito de relatar desempenho financeiro adverso, as oportunidades de emprego externas, a rescisão de contrato e oportunidades pós-aposentadoria (KOTHARI; LI; SHORT, 2009).

O gestor tem fácil acesso à informação e possui grau de discricionariedade na tomada de decisão de divulgação. E, aliado ao fato que Fundos de Pensão não estão sujeitos de forma significativa aos problemas de seleção adversa e aos efeitos diretos de divulgação sobre o custo de capital, depreende-se a existência de uma lacuna para o entendimento das razões pelas quais existe assimetria de informação entre o fundo e seus patrocinadores, assistidos e participantes. A resposta talvez esteja relacionada ao nível de capacitação do próprio gestor.

O grau de discricionariedade na tomada de decisão deveria implicar necessariamente no conhecimento e expertise do gestor para a condução das operações do fundo (CLARK, 2004). Demanda-se dos gestores de Fundos de Pensão alto padrão de responsabilidade e conhecimento. São responsáveis por designar e monitorar alternativas prudentes de investimento, de acordo com a legislação aplicável. Porém, nem todos os gestores possuem as habilidades necessárias para atender o alto padrão necessário (REISH; FAUCHER, 2004; HEWITT; LA GRANGE, 2017; FALEYE; HOITASH; HOITASH, 2018).

Dada a diligência complexa das atividades e a necessária habilidade de resguardar e alavancar os investimentos de patrocinadores, assistidos e participantes, principalmente quando considerado o fator de longo prazo dessas organizações, gestores sem grau adequado de capacitação e conhecimento terão dificuldades em agir com prudência, responsabilidade, honestidade e imparcialidade (REISH; FAUCHER, 2004; HEWITT; LA GRANGE, 2017; FALEYE; HOITASH; HOITASH, 2018). Além disso, a falta de conhecimento pode atribuir insegurança ao gestor,

fazendo com que retenha informação por receio de análises externas, seja por parte de auditoria, fiscalização ou mesmo das partes interessadas, prejudicando sua reputação no mercado. Gestor com maior capacitação estaria menos sujeito a uma exposição de informações que permitisse atribuir uma desvalorização de sua função. Uma vez que poderia encontrar com mais facilidade outras organizações onde trabalhar se comparado a um profissional com menor capacitação. (STADLER; CASTRILLO, 1994; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005).

O conhecimento e a expertise podem ser adquiridos por meio de diferentes formas de capacitação. Por capacitação entende-se o processo de transmitir e adquirir conhecimento, habilidades e atitudes através de vários modos de ensino e aprendizagem. Capacitação é o processo de melhoria das aptidões e habilidades dos funcionários para executar trabalhos específicos. Tais modos podem ser informais ou formais. A capacitação informal é a aquisição de conhecimentos e habilidades que ocorrem fora dos estabelecimentos de ensino formalmente organizados. Se refere a um processo amplamente inconsciente pelo qual as pessoas adquirem e acumulam experiências, conhecimentos, habilidades, atitudes e percepções das experiências da vida diária e da exposição ao meio ambiente. Podem incluir um aprendizado incidental, com experiências cotidianas que não são planejadas ou organizadas. Já a capacitação formal, objeto desse estudo, engloba um tipo de educação estruturada e inclui treinamento técnico-profissional e estudos acadêmicos de maneira geral (NGAKA; OPENJURU; MAZUR, 2012; GÜLLÜ, 2016).

No caso dos gestores dos Fundos de Pensão, a própria complexidade do mercado financeiro já requer maior nível de capacitação formal. A consistência na tomada de decisões exige um nível de capacitação superior e um conjunto de qualificações incomuns na sociedade em geral (CLARK, 2007). Idealmente, membros da diretoria executiva e dos conselhos dos Fundos de Pensão devem ter habilidade, experiência e capacitação relevantes (ROZANOV, 2015).

Um estudo realizado com executivos do Reino Unido concluiu que os gestores de Fundos de Pensão devem ter quatro qualidades: (1) níveis elevados de educação formal; (2) qualificações profissionais; (3) treinamentos específicos das suas tarefas; e (4) experiência significativa (CLARK, 2004; STEWART; YERMO, 2008). Nessa perspectiva, nenhuma dessas qualidades são adquiridas rapidamente. Exigem tempo, esforço e recursos. E, não surpreendentemente, em muitos casos, a educação formal

e as qualificações profissionais podem ser consideradas suficientes para compensar a falta de experiência.

A literatura indica que pode haver uma série de adversidades ligadas ao corpo diretivo e que, portanto, podem afetar a governança dos Fundos de Pensão e, conseqüentemente o *disclosure* desses fundos. Pode-se mencionar, por exemplo: a manipulação de resultado através de alocação inadequada de ativos, seja por interesse próprio; interesse da organização patrocinadora (BERGSTRESSER; DESAI; RAUH, 2006; CAAMAÑO, 2007); o alto grau de poder discricionário dos gestores na execução de suas atividades (CLARK, 2004); a inabilidade dos executivos na gestão dos planos e, em alguns casos, o reduzido poder de monitoramento dos participantes em função do seu vínculo de trabalho com a patrocinadora (CLARK, 2004).

No entanto, ao longo dos anos há uma preocupação crescente dos órgãos reguladores e fiscalizadores ao redor do mundo quanto ao conhecimento e formação dos membros da diretoria executiva e dos conselhos. Estudo realizado pela Deloitte com 250 gestores de grandes empresas da América do Norte, Europa e Ásia identificou que esses profissionais não possuem conhecimento suficiente para avaliação das medidas de desempenho das organizações sob sua responsabilidade, principalmente no que se refere a medidas não financeiras e a perspectivas de longo prazo (DELOITTE, 2004; THAMOTHERAM; WILDSMITH, 2007; FALEYE; HOITASH; HOITASH, 2018), julgamentos essenciais para fundos de pensão. Os resultados apontam que a falta de capacitação dos gestores afeta diretamente a governança dessas organizações, o que pode influenciar o *disclosure* e ampliar a assimetria de informação (DELOITTE, 2004).

A legislação do Canadá exige que a diretoria e o conselho de administração de fundos do sistema *Canadian Public Pension* (CPP) inclua membros com conhecimento e experiência de trabalho relevante. O conselho deve ser formado por profissionais com credenciais contábeis, atuariais, econômicas e de investimento. Com experiência nos setores público e privado e com conhecimento sobre a governança de ambos os setores (MUSALEM; PALACIO, 2003).

No Reino Unido, o órgão regulador criou um programa de treinamento *online* para administradores de Fundos de Pensão (IOPS, 2008; TPR, 2007). Já a Irlanda alterou sua legislação para tornar obrigatória a capacitação para novos gestores desse tipo de organização (TPB, 2006). Os membros do corpo diretivo também

precisam comprovar qualificação profissional e experiência para exercerem seus cargos em Portugal e na Espanha (STEWART; YERMO, 2008).

Na Nova Zelândia, a legislação determina que os membros do conselho de Fundos de Pensão devem possuir treinamento e experiência na gestão de investimentos financeiros. Esse requisito foi incluído no dispositivo legal por três razões: i) para que as nomeações do conselho sejam feitas com base na capacidade individual e não apenas para garantir a representação de grupos de interesse específicos (participantes e/ou patrocinadores); ii) para reiterar o objetivo do conselho: o investimento de forma prudente; e iii) para garantir a eficácia do conselho e, por consequência, atingir os objetivos do fundo (MUSALEM; PALACIO, 2003).

Em relação aos Estados Unidos, os membros do conselho raramente têm tempo, conhecimento ou experiência para avaliar os gestores com qualquer rigor e, portanto, não tem condições efetivas de tomar decisões, seja sobre a própria avaliação da gestão, seja sobre a política de investimentos ou mesmo avaliar criticamente as decisões dos seus pares. A tomada de decisão é prejudicada quando os diretores e membros do conselho não possuem compreensão adequada dos princípios de financiamento, investimento e organização (MUSALEM; PALACIO, 2003; DOL, 2004).

A OECD, no documento *Core Principles of Private Pension Regulation* de 2016, menciona que algumas das piores falhas de governança poderiam ser evitadas através de níveis mais altos de conhecimento entre os membros do corpo diretivo. A falta de conhecimento dos membros pode instigar riscos morais (OECD, 2016). Os gestores dos Fundos de Pensão deverão obedecer a padrões mínimos e adequados para garantir um alto nível de integridade, competência, experiência e profissionalismo na governança do Fundo de Pensão.

O corpo diretivo deve, coletivamente, ter as habilidades e o conhecimento necessários para supervisionar todas as funções desempenhadas pelo Fundo de Pensão e para monitorar quaisquer partes externas a quem tais funções tenham sido delegadas, como auditores, gestores externos e atuários. Deve também procurar melhorar a sua competência e conhecimento, através de formação adequada (CLARK; CAERLEWY-SMITH; MARSHALL, 2006; OECD, 2016).

De acordo com a IOPS, um levantamento feito pelo órgão regulador dos Fundos de Pensão do Reino Unido em abril de 2007 conclui que a educação deve ser o foco principal da sua abordagem para melhorar os padrões de governança. Para o

IOPS (2008), a qualificação, conhecimento e experiência profissional do corpo diretivo é um critério básico de adequação à governança dos Fundos de Pensão. É necessário garantir que os administradores sejam adequadamente formados e treinados. Esse apoio educacional para os gestores dos Fundos de Pensão é viabilizado por meio do fornecimento de educação continuada voluntária com orientações de boas práticas publicadas pelo regulador (IOPS, 2008).

A legislação brasileira também percorre este caminho dos organismos internacionais. O Guia Previc (PREVIC, 2012) sugere que o Fundo de Pensão deve adotar práticas que tenham como objetivo o aperfeiçoamento da capacitação profissional dos membros dos órgãos estatutários e da equipe técnica. Os diretores e conselheiros devem ser selecionados com base em critérios técnicos, com vistas a garantir profissionais qualificados para o desempenho de suas funções. O treinamento e a capacitação constituem requisitos fundamentais para mantê-los aptos a exercerem as suas atividades, conscientes das suas atribuições e responsabilidades, sobretudo relativas ao dever fiduciário.

A organização também menciona que investir na qualificação dos gestores é uma forma de se buscar a competência técnica e gerencial desejada. O conhecimento técnico é imprescindível para que se possa avaliar, controlar e mitigar os riscos aos quais as organizações e planos de benefícios estão expostos. Além disso, a profissionalização, mediante aprimoramento constante de capacitação técnica, constitui fator preponderante para fortalecer a relação de confiança entre o Fundo de Pensão e seus participantes, patrocinadores e instituidores (PREVIC, 2012).

No entendimento do órgão fiscalizador brasileiro, cabe aos próprios membros dos conselhos, comitês e da diretoria, a constante busca em promover a sua educação e permanente atualização técnica, com o objetivo de ampliar a qualidade da contribuição de cada um deles nas discussões e deliberações dos Fundos de Pensão (PREVIC, 2010). Nota-se no texto legal da LC n. 109 a expressa exigência de formação mínima de nível superior para a diretoria executiva (BRASIL, 2001b). Na mesma linha, foi aprovada a Resolução MPS/CNPC n. 19, de 30 de março de 2015 e a Instrução MTPS/PREVIC n. 28, de 12 de maio de 2016, que dispõem sobre os processos de certificação, habilitação e qualificação para investidura nos cargos de conselheiro e diretoria executiva, no âmbito das EFPC. Os arts. 2º e 3º da Resolução (BRASIL, 2015; PREVIC, 2016) estabelecem que:

I) **certificação** é processo realizado por instituição autônoma certificadora, reconhecida pela Previc para comprovação de atendimento e verificação de conformidade com os requisitos técnicos necessários para o exercício de determinado cargo ou função. Esses requisitos incluem: a) comprovada experiência no exercício de atividades nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização ou de auditoria; b) não ter sofrido condenação criminal transitada em julgado; e c) não ter sofrido penalidade administrativa por infração da legislação da seguridade social, inclusive da previdência complementar, ou como servidor público. A certificação será exigida para os cargos titulares e suplentes da diretoria-executiva, membros titulares e suplentes dos conselhos fiscal e deliberativos, Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado (AETQ)¹³, membros dos comitês de assessoramento que atuam na avaliação e aprovação de investimentos e demais empregados do fundo diretamente responsáveis pela aplicação dos recursos garantidores dos planos (BRASIL, 2015; PREVIC, 2016).

II) **habilitação** é o processo realizado pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) para confirmação do atendimento aos requisitos condicionantes ao exercício de determinado cargo ou função (BRASIL, 2015). Assim, de posse da certificação realizado por instituição autônoma, o gestor faz a solicitação da sua habilitação à Previc. A Previc, por sua vez, confirma a documentação enviada pelo gestor e emite portaria de habilitação (BRASIL, 2015; PREVIC, 2016).

III) **qualificação** é o processo continuado pelo qual o gestor ou profissional envolvido na gestão dos planos de benefícios aprimoram seus conhecimentos e sua capacitação para o exercício de suas atribuições no Fundo de Pensão (BRASIL, 2015). O processo de qualificação deve estar associado, preferencialmente, às áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, atuarial, previdenciária, de fiscalização ou de auditoria (PREVIC, 2016).

A comprovada experiência nas áreas financeira, administrativa, contábil ou jurídica para o processo de certificação dos gestores não são necessariamente ligadas a atividades desenvolvidas em Fundos de Pensão. Assim como ainda não foram estabelecidas diretrizes específicas quanto aos procedimentos de

¹³ O Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado (AETQ) é um membro da Diretoria Executiva, responsável pelos investimentos dos planos de benefícios (PREVIC, 2010).

qualificação¹⁴. No entanto, nota-se que a legislação brasileira vem ampliando as exigências para o exercício dos cargos de gestão nos Fundos de Pensão.

Diante do exposto e considerando as mudanças normativas ocorridas ao redor do mundo e que privilegiam o conhecimento e a capacitação de gestores de Fundos de Pensão, é possível estabelecer uma relação entre a capacitação dos gestores, o *disclosure* dessas organizações e a assimetria de informação. Destaca-se nesse sentido, que as adversidades ocorridas nos fundos de pensão podem não se restringir a problemas de risco moral. Mas podem estar relacionadas a problemas de capacitação do seu corpo diretivo, levando à má gestão.

A título de exemplo tem-se o Processo nº 35352-77.2016.4.01.3400 de 2016, denominado Operação Greenfield, de origem do Ministério Público Federal (MPF). Segundo o MPF, a petição está ancorada em dez casos revelados a partir do exame das causas de déficits bilionários apresentados por Fundos de Pensão, em 2015 (BRASIL, 2016). A investigação, ainda em andamento, analisa alguns dos maiores fundos brasileiros: Fundação dos Economiários Federais (FUNCEF), Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) e Instituto de Seguridade dos Correios e Telégrafos (POSTALIS). De acordo com o MPF, entre os dez casos, oito “são relativos a investimentos realizados (de forma temerária ou fraudulenta) pelas EFPC em empresas por meio de Fundos de Investimento em Participações (FIPs)” (BRASIL, 2016, p. 3-4).

Considerando-se o que foi narrado, apresenta-se a hipótese de pesquisa no item a seguir.

2.5 FORMULAÇÃO DA HIPÓTESE

Esta seção apresenta a formulação da hipótese explicativa da decisão dos gestores de Fundos de Pensão brasileiros, em divulgar informações econômico-

¹⁴ Especificamente quanto ao processo de qualificação, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) e a Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC) criaram um grupo de trabalho multidisciplinar, em 2015, para elaborar e implementar cursos na modalidade de ensino à distância, com o objetivo de oferecer informações essenciais para qualificação de dirigentes. Disponível em <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/Noticias/previc-e-sppc-ofertarao-qualificacao-de-dirigentes>. Acesso em 26 fev. 2019.

financeiras nos RAIs. A hipótese é formulada a partir do pressuposto teórico e estudos empíricos revisados, estabelecendo um diálogo que a fundamente.

A transformação das contribuições em renda de aposentadoria é impulsionada por princípios organizacionais, de financiamento e de investimento, mas nem sempre são adequadamente entendidos pelos gestores e pelo corpo diretivo (MUSALEM; PALACIO, 2003). Indivíduos encontram-se em conselhos de Fundos de Pensão por uma série de razões: representação de partes interessadas, indicação do patrocinador, status ou perícia profissional, mas poucas dessas razões garantem que eles tenham compreensão adequada do funcionamento de um Fundo de Pensão (MUSALEM; PALACIO, 2003; STEWART; YERMO, 2008).

É comum que os membros dos conselhos aceitem a posição por indicação do seu empregador (patrocinador), mesmo sabendo que não tem conhecimento suficiente das questões organizacionais, financeiras e de investimento. Mesmo aqueles membros nomeados por sua expertise e experiência muitas vezes estão menos preparados para a responsabilidade, porque seu entendimento é datado, estreito ou não se traduz bem no mundo especializado da administração de pensões (MUSALEM; PALACIO, 2003; GÜLLÜ, 2016; ANDONOV; HOCHBER; RAUCH, 2017). Vale destacar que no Brasil, não há instituição de ensino superior que ofereça cursos de graduação específicos em gestão de Fundos de Pensão.

De outra parte, o volume crescente de ativos geridos pelos Fundos de Pensão traz consigo a complexidade de serviços e produtos financeiros à disposição dos fundos. Assim, aumenta a necessidade de gestores com maior nível de capacitação (CLARK; CAERLEWY-SMITH; MARSHALL, 2006; STEWART; YERMO, 2008; ROZANOV, 2015).

O conhecimento técnico é essencial para que se possa avaliar, controlar e mitigar os riscos de investimentos aos quais os Fundos de Pensão estão expostos. A capacitação constitui requisito fundamental para que gestores estejam aptos a exercer suas atividades (PREVIC, 2012). Para a *International Organisation of Pension Supervisors* (IOPS), a educação deve ser o cerne das abordagens dessas organizações, como forma de melhorar seus padrões de governança (IOPS, 2008).

No mesmo sentido dos órgãos fiscalizadores e reguladores, estudos empíricos também demonstram a influência da capacitação nas decisões tomadas pelos gestores. Em levantamento realizado por Ambachtsheer, Capelle e Lum (2006), com 88 executivos de Fundos de Pensão da Austrália, Nova Zelândia, Europa e Estados

Unidos, sobre quais são os problemas de supervisão mais importantes enfrentados pelo corpo diretivo do Fundo de Pensão, mencionou-se que o maior obstáculo está justamente na educação e treinamento dos novos membros do corpo diretivo, especialmente aqueles com até dois anos no cargo.

O estudo de Clark (2007), com relação a Fundos de Pensão ingleses, identificou que muitos gestores não possuíam conhecimentos básicos sobre estratégias de investimento. Stewart e Yermo (2008) relatam que o treinamento básico para gestores atribui melhorias nos níveis de déficit dos Fundos de Pensão do Reino Unido e fortalecem sua governança. O estudo de Bamber, Jiang e Wang (2010) aponta que gestores desenvolvem estilos únicos ao *disclosure* e suas decisões refletem determinadas características como a educação. Já o estudo de Güllü (2016), apontou que a capacitação de gestores tem impacto positivo no retorno do investimento do setor bancário turco. Estudo realizado por Andonov, Hochber e Rauh (2017), em Fundos de Pensão norte-americanos identificou que a falta de experiência financeira contribui para o mau desempenho dos conselheiros desses fundos.

No que se refere à legislação brasileira, destaca-se que esta não faz exigência de experiência anterior específica em Fundos de Pensão, assim como não exige capacitação formal típica das atividades a serem desempenhadas pelos gestores. Apenas formação superior em qualquer área do conhecimento (BRASIL, 2001b, 2015). Melhores decisões e melhores resultados, por consequência, podem afetar o julgamento dos gestores acerca do que deve ou não ser divulgado.

Cita-se, como exemplo, a recomendação do Guia Previc (PREVIC, 2012) para divulgação das atas de reuniões dos conselhos deliberativo e fiscal e das reuniões da diretoria executiva. A literatura (CLARK, 2000; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; HESS, 2005; DEMERJIAN et al., 2013) indica que melhores níveis de capacitação dos gestores leva a melhoria no julgamento e na tomada de decisão e, portanto, gestores não temem que suas ações e decisões, constantes nas atas, sejam avaliadas por assistidos e participantes. Pelo contrário, preferem expor o bom trabalho executado como forma de construir reputação externa e facilitar eventual recolocação no mercado.

Pesquisa promovida pelo Tesouro do Reino Unido e realizado pela consultoria Myners, com gestores de 1580 Fundos de Pensão daquele país identificou que a maioria desses profissionais não eram especializados em investimentos e não possuíam qualificações profissionais em finanças e investimentos, além de

apresentarem conhecimentos rudimentares sobre instrumentos financeiros avançados (UNITED KINGDOM, 2004; 2008). O estudo apontou que as habilidades e o conhecimento dos gestores são elementos críticos para o sucesso da gestão dos Fundos de Pensão e mostrou que gestores dispunham de pouco treinamento inicial para o exercício dos seus cargos¹⁵ (UNITED KINGDOM, 2004; 2008).

O poder outorgado aos gestores pelo saber, aqui entendido pelo seu nível de capacitação formal atribuído pela pós-graduação *stricto sensu* (mestrado e/ou doutorado) pode auxiliar os gestores na compreensão da complexidade das operações e das relações que formam o contexto dos Fundos de Pensão, tornando-os mais preparados, inclusive, para acompanhar e supervisionar as atividades de especialistas como auditor e atuária e demais consultorias externas (CLARK, 2004; REISH; FAUCHER, 2004; STEWART; YERMO, 2008; HEWITT; LA GRANGE, 2017; FALEYE; HOITASH; HOITASH, 2018). Essa é a concepção do que Foucault denomina “poder-saber”, isto é, ser capaz de fazer algo somente à medida que seja capaz de compreendê-lo (FEDER, 2018). Em outras palavras, o poder-saber atribuído aos gestores pela informação se traduz na capacidade de compreensão do ambiente que o cerca e o torna apto a agir de forma mais adequada, ampliando a qualidade da informação (DASS *et al.*, 2014) e, por consequência, reduzindo a assimetria.

Assim, esse estudo analisa especificamente a capacitação formal dada pela pós-graduação *stricto sensu*. Pois, essa capacitação determina que gestores façam parte de uma elite social e empresarial que valoriza a conformidade e a padronização (BAMBER; JIANG; WANG, 2010). Gestores que possuem conhecimento acadêmico são treinados para serem pensadores independentes e críticos, com suas próprias opiniões e julgamentos (JIANG; MURPHY, 2007). Esses gestores possuem características únicas e tendem a olhar para os problemas de maneira diferente do que os gestores não acadêmicos e podem fornecer perspectivas de análise diferenciadas (FRANCIS; HASAN; WU, 2015). Provavelmente também estejam mais cientes das penalidades quando a organização não cumpre suas próprias previsões de resultados (BAMBER; JIANG; WANG, 2010). Situações essas que podem influenciar diretamente nas decisões de *disclosure* dos fundos que administram. Além

¹⁵ O estudo da consultoria Myners foi um dos pioneiros sobre o tema da capacitação de gestores de Fundos de Pensão suscitando, inclusive, alterações na legislação do Reino Unido. Tal estudo foi citado por diversos artigos científicos, como Clark (2004); Hess (2005); Clark, Caerlewy-Smith e Marshall (2006).

disso, a capacitação formal em nível de graduação já é requisito mínimo para investidura no cargo, conforme estabelece a Lei Complementar n.109 (BRASIL, 2001b).

Maior nível de capacitação também pode minimizar eventuais preocupações futuras de recolocação no mercado. Estudo de Graham, Harvey e Rajgopal (2005), aponta que as preocupações com a carreira e a reputação externa são importantes impulsionadores de informações reportadas em relatórios financeiros. A capacitação é dispendiosa e o gestor somente investirá na sua própria à medida que identificar vantagens, como o aumento da reputação externa (SPENCE, 1973).

Assim, considerando que a capacitação dos gestores (conselheiros deliberativos, conselheiros fiscais e diretoria executiva) afeta sua capacidade de compreensão e interpretação do ambiente geral dos Fundos de Pensão; considerando que o *disclosure* depende da discricionariedade desses gestores; e considerando ainda a relação que se pode estabelecer entre a capacitação dos gestores, o *disclosure* dos Fundos de Pensão e a assimetria de informação, mesmo não se tendo identificado na revisão da literatura estudos prévios sobre a temática, a hipótese estabelecida para esta tese assim se configura:

H1: Há relação positiva entre o grau de capacitação dos gestores e o nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão.

O capítulo a seguir apresenta o detalhamento dos procedimentos metodológicos adotados na tese.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesse capítulo se abordam os procedimentos metodológicos desenvolvidos para a realização da pesquisa. Inicialmente apresenta-se o modelo econométrico e o detalhamento das variáveis explicativas.

No segundo momento apresentam-se a construção e sistemática utilizada para mensuração de indicadores, que possibilitaram o cálculo do índice representativo do nível de *disclosure* de informações econômico-financeiras dos Fundos de Pensão (variável dependente).

Na sequência, apresentam-se a descrição da população, amostra do estudo, fonte e coleta de evidências do estudo. Finaliza-se este capítulo com a apresentação das limitações relacionadas aos procedimentos metodológicos.

3.1 APRESENTAÇÃO DO MODELO ECONOMÉTRICO E DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVA E DE CONTROLE

A partir da hipótese construída, foi realizada revisão de literatura empírica sobre as variáveis utilizadas, o que deu origem ao modelo econométrico a seguir apresentado:

$$ND_i = \beta_0 + \beta_1(GESTORMESTRDOUT_i) + \sum_{k=1}^6 \{Y_k Control_{k,i}\} + \varepsilon_i$$

Sendo:

- a) **ND**: Variável Dependente. Nível de *Disclosure* (ND) dos Fundos de Pensão. É a relação percentual entre o número de pontos obtidos nos indicadores divulgados pelos fundos em relação ao total de indicadores existentes em cada relatório anual do Fundo de Pensão para 31.12.2015, formando um índice. O índice foi calculado de acordo com a fórmula: $I_{j,t} = \frac{\sum_{i=1}^n X_{ijt}}{n_{jt}}$. O detalhamento da construção e do cálculo do índice e os procedimentos de validação adotados para a construção da variável ND são apresentados no item 3.2;
- b) β_0 : Variável constante;
- c) **GESTORMESTRDOUT**: Variável explicativa. É o cálculo em percentual, resultado do somatório de todos os conselheiros fiscais, deliberativos e

diretoria executiva com mestrado e/ou doutorado (de cada Fundo de Pensão), dividido pelo total de conselheiros fiscais, deliberativos e diretoria executiva (do seu respectivo fundo), na posição 31.12.2015, conforme dados divulgados pela PREVIC. Optou-se por somar o corpo diretivo (diretoria executiva, conselho fiscal e conselho deliberativo) em primeiro lugar porque, de acordo com legislação brasileira, o poder de decisão e, portanto, de divulgação não está sob a égide de apenas um dos grupos, mas compartilhado entre os três (BRASIL, 2001a, 2001b). Nesse sentido, Tang, Crossan e Rowe (2011) e Halman (2013) mencionam que a influência do diretor presidente é moderada por forças de equilíbrio e poder dos demais conselhos e pela existência de outros diretores. Ainda assim, para além desta variável, e como teste de robustez, analisou-se a capacitação formal do principal gestor de cada fundo de pensão. Apenas 16 gestores principais, dos 209 Fundos que compõem a amostra, possuíam mestrado ou doutorado, não sendo possível uma variável com apenas esses dados;

- d) **LOGINVESTINDIV**: Variável de controle. Caracteriza o tamanho dos Fundos de Pensão. Representa o valor total do investimento do fundo, dividido pela sua população (assistidos e participantes), em escala logarítmica. Fórmula: $\text{Ln} \frac{\text{Investimento Total}}{\text{População Total}}$. Apresenta assim, o valor do investimento médio individual, ou seja, o valor médio que cada participante possui no respectivo Fundo de Pensão. Na medida que em a média de contribuição for maior, pode-se pressupor que os participantes exijam maior esclarecimento sobre as ações dos fundos uma vez que o risco do investimento individual é maior;
- e) **ASSISTPART**: Variável de controle. Caracteriza a população dos Fundos de Pensão. Representa a relação percentual entre o total de assistidos (aposentados) sobre o total de participantes (ativos) de cada Fundo de Pensão, em 31.12.2015. Fórmula: $\frac{\text{N}^\circ \text{ Total de Assistidos}}{\text{N}^\circ \text{ Total de Participantes}}$. Parte-se da hipótese de que quanto mais assistidos, em relação ao número de assistidos, menor o *disclosure*, pois, em tese, não haveria maior preocupação dos gestores em prestar contas para o público que já está em pleno gozo dos seus benefícios;

- f) **ROA**: Variável de controle. Caracteriza o desempenho dos Fundos de Pensão, medido pelo retorno sobre Ativo, de cada fundo, para o exercício de 2015. Fórmula: $\frac{\text{Resultado (superavit ou deficit)}}{\text{Ativo Total}}$. Representa o índice calculado pela divisão do resultado do Fundo de Pensão dividido pelo seu Ativo Total; Espera-se que quanto melhor o resultado, menos explicação se faz necessário. Logo, menor o *disclosure*;
- g) **AUDIT**: Variável de controle. Representa o tamanho da empresa de auditoria. Variável qualitativa e binária (*Dummy*) (0 se o fundo for auditado por uma empresa não *big four* e 1 se o fundo for auditado por uma *big four* (PWC, Deloitte, KPMG e Ernst & Young). Supõe-se que as empresas de auditoria mundiais, classificadas como *big four* apresentem maiores exigências e maior rigor nos processos de revisão, por conta de sua reputação internacional, o que levaria os fundos a divulgarem mais informação;
- h) **TEMPO**: Variável de controle. Indica a quantidade de anos de existência do Fundo de Pensão, desde a sua fundação até a data de corte da pesquisa (31.12.2015). Parte-se da hipótese de que quanto mais velho o fundo, mais adaptado e ajustado às novas demandas legais por *disclosure*;
- i) **PATROCIBL**: Variável de controle, qualitativa e binária (*Dummy*). Atribui-se a nota zero (0) se o Fundo de Pensão for patrocinado por uma organização privada e nota um (1) se o fundo for patrocinado por um órgão público. A tendência é que fundos com patrocínio público possuem maiores níveis de exigências legais (BRASIL, 2001a, 2001b) e, portanto, apresentariam maior *disclosure*;
- j) ε : Erro aleatório;
- k) i : representação de cada Fundo de Pensão;
- l) k : representação das variáveis de controle.

O Quadro 3 apresenta o resumo das variáveis de controle utilizadas no modelo, bem como as referências empíricas que embasaram a sua utilização:

Quadro 3 – Resumo das variáveis de controle

Variável	Notação	Base
Investimento médio individual	LOGINVESTINDIV	(SCOTT, 1991; BIANCHI; DREW; WALK, 2010; KLUMPES, 2011, 2012; BAUMAN; SHAW, 2014; CHANG; DUKE; HSIEH, 2014; CHEN et al., 2017)
Número de assistidos em relação ao número de participantes	ASSISTPART	(MITCHELL; HSIN, 1994; KLUMPES, 2011)
Retorno sobre Ativo	ROA	(SCOTT, 1991; ROSE, 2014; CHEN et al., 2017)
Auditoria <i>big four</i>	AUDIT	(BAUMAN; SHAW, 2014; CHANG; DUKE; HSIEH, 2014)
Tempo de existência do fundo	TEMPO	(CHEN; DEFOND; PARK, 2002; MACAGNAN, 2007)
Patrocínio Público	PATROCPUBL	(QUEISSER, 1998; RIBEIRO FILHO et al., 2008; KLUMPES, 2011; PASQUALETO, 2015; TEIXEIRA, 2015; CHEN et al., 2017)

Fonte: elaborado pela autora.

Na sequência são apresentados os procedimentos metodológicos para a construção do índice de *disclosure* que compõe a variável dependente (ND).

3.2 VARIÁVEL DEPENDENTE: NÍVEL DE *DISCLOSURE* (ND)

A variável dependente: Nível de *Disclosure* dos Fundos de Pensão (ND) foi estabelecida mediante a mensuração de indicadores representativos do nível de evidenciação dos Fundos de Pensão. O nível de *disclosure* não é uma medida objetiva. Para tanto, fez-se necessário primeiramente a construção de indicadores representativos de informações econômicas-financeiras. A partir destes indicadores e de sua análise, foi calculado o nível de *disclosure*, o que resultou em um índice de *disclosure* para cada Fundo de Pensão. A próxima seção aborda as etapas desenvolvidas para a construção destes indicadores e, por fim, a fórmula de cálculo do índice que quantifica o nível de *disclosure*.

3.2.1 Indicadores Representativos de Informações Econômico-Financeiras

O *disclosure*, tanto o voluntário como o obrigatório, é um conceito abstrato que não pode ser medido diretamente, já que não possui características inerentes pelas quais se pode determinar sua intensidade ou qualidade (GARCÍA MECA; MATÍNEZ

CONESA, 2004; MACAGNAN, 2009; SEIBERT, 2017). Por esta razão, sua medição configura-se como uma tarefa complexa. A pesquisa desenvolvida na área contábil utiliza-se de índices de *disclosure* (GARCÍA MECA; MARTÍNEZ CONESA, 2004; URQUIZA; NAVARRO; TROMBETTA, 2009) formados por conjuntos de indicadores que representam as informações que se desejam analisar em termos de *disclosure*.

Os primeiros estudos com o uso de indicadores para a determinação do nível de *disclosure* remontam à década de 1970, como: Singhvi e Desai (1971); Choi (1973); Buzby (1975). Mais recentemente, Cesar (2015); Forte *et al.* (2015); Herrera-Rodríguez; Macagnan, (2015); Afonso (2016); Pacheco; Macagnan; Seibert (2016); Searcy; Dixon; Neumann (2016); Almeida; Callado, (2017); Seibert (2017) e Seibert; Macagnan (2019) fizeram uso de indicadores representativos de informações.

Indicador é a representação de um fenômeno. É uma medida ou componente a partir do qual se podem inferir conclusões sobre este. São frequentemente referidos como parâmetros, medidas, pontos de medição, ou variáveis (HEINK; KOWARIK, 2010).

Os indicadores trazem consigo certo nível de subjetividade do pesquisador. Para reduzir tal subjetividade o seu processo de construção deve ser pautado por algumas propriedades, como: a relevância do indicador; a validade de representação do conceito; a confiabilidade da medida; a transparência metodológica da sua construção; a factibilidade operacional para sua obtenção; a sua periodicidade de atualização; e a sua comparabilidade histórica (JANNUZZI, 2005).

O critério de relevância implicaria em reconhecer a capacidade descritiva do que está a ser representado. Validade significa dizer que o indicador precisa representar o conceito que pretende representar. A confiabilidade está ligada à robustez das informações, o que legitimaria o indicador. A factibilidade operacional relaciona-se à disponibilidade do acesso da equipe de pesquisa sobre a evidência informacional (MACAGNAN, 2009). Além disso, é importante ser rigoroso e transparente na definição dos critérios metodológicos para construção destes indicadores, de forma a permitir a existência dos demais critérios.

Neste sentido, o tópico seguinte apresenta os passos desenvolvidos para a construção dos indicadores representativos das informações econômico-financeiras dos Fundos de Pensão Brasileiros.

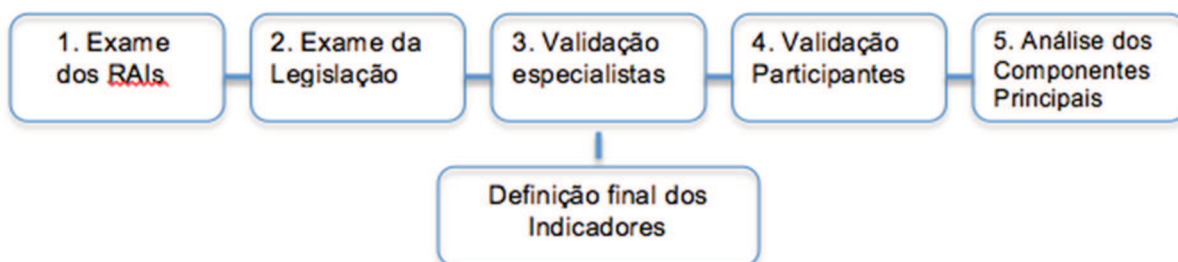
3.2.2 Etapas para Construção dos Indicadores de *Disclosure* de Fundos de Pensão

A revisão de literatura empírica possibilitou identificar a necessidade de construir indicadores representativos de informações econômico-financeiras de Fundos de Pensão, por não se ter encontrado estudos que apresentassem os mesmos. Constatando essa situação, partiu-se para a construção dos indicadores respeitando as seguintes etapas principais:

1. Exame dos Relatórios Anuais de Informação (RAI) publicado pelos Fundos de Pensão;
2. Exame da legislação específica sobre *disclosure* de Fundos de Pensão;
3. Validação dos indicadores junto a especialistas;
4. Validação dos indicadores junto a participantes;
5. Análise dos Componentes Principais;

A Figura 5 apresenta o resumo das etapas:

Figura 5 – Resumo das etapas de construção dos indicadores de *Disclosure*



Fonte: Elaborado pela autora.

A seguir, descreve-se o detalhamento de cada uma das etapas.

3.2.2.1 Etapa 1 – Exame dos Relatórios Anuais de Informação (RAI)

Para o exame dos RAIs dos Fundos de Pensão foi necessário a obtenção de uma listagem com os nomes dos Fundos de Pensão brasileiros e o endereço da página eletrônica dos mesmos. A listagem foi obtida na página eletrônica oficial da

Previc publicada na Internet em 29.04.2016, na qual constavam 317 Fundos de Pensão¹⁶ (Anexo 1).

Na sequência foi realizada a busca dos RAIs nas páginas eletrônicas de cada Fundo. Foram examinados os Relatórios do ano-base 2015, não sendo possível estender a 2016, uma vez que um número significativo de relatórios anuais ainda não estava disponível no período da coleta de dados, em 09 dezembro de 2016 e concluído em 22 julho de 2017. A amostra final totalizou a leitura de 216 Relatórios Anuais, conforme detalha a Seção 3.4.

Inicialmente procedeu-se à leitura de dez relatórios com o intuito de familiarizar-se com o documento. As definições mínimas obrigatórias de elaboração e divulgação do RAI para Fundos de Pensão estão contidas na Resolução MPS/CGPC n. 23, 06 de dezembro de 2006. Tal resolução destaca um conteúdo mínimo a ser divulgado, porém não define padrões de publicação, especialmente quanto à ordem, o formato e à extensão das informações. Ressalta-se que os indicadores obrigatórios foram incluídos na análise porque desde o início do exame verificou-se o baixo nível de divulgação dessas informações. É possível que a não divulgação completa das informações obrigatórias resida em uma percepção de leniência dos órgãos de fiscalização brasileiros¹⁷. A tendência é que haja mudança de comportamento dos gestores se estes perceberem a efetiva aplicação de penalidades legais em razão da não divulgação de informações obrigatórias (CATALAN, 2004).

Dada a irregularidade de publicação do conteúdo e a escassez de elementos normativos, elaborou-se uma planilha eletrônica para controle e levantamento de tipos de informações econômico-financeiras divulgadas. A primeira listagem foi criada após a leitura do primeiro RAI. Em cada relatório seguinte, confirmava-se na listagem as informações divulgadas, incluindo novos indicadores na planilha de controle, se necessário. Os resultados são descritos na seção 4.1.

¹⁶ Disponível em: <http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-1/relacao-de-efpc.pdf>. Acesso em: 29 abr. 2016.

¹⁷ O processo administrativo bem como as sanções previstas por infração à legislação dos Fundos de Pensão, realizadas por seus gestores estão previstos no Decreto n. 4.942 de 2003 (BRASIL, 2003). As decisões da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) estão disponíveis em: <http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc>.

3.2.2.2 Etapa 2 – Exame da Legislação Específica sobre *Disclosure* de Fundos de Pensão

No que concerne à *disclosure*, há que se fazer distinção entre o que é de adoção obrigatória e o que é de divulgação recomendada. A divulgação obrigatória ocorre por força de lei ou normas emitidas pelo Governo Federal e pelos órgãos reguladores. A divulgação recomendada provém, geralmente, de manuais publicados pela PREVIC ou outras organizações ligadas ao tema. O Apêndice 2 apresenta a listagem da legislação analisada na presente etapa, bem como dos manuais de divulgação recomendada.

No Brasil a divulgação obrigatória de informações das EFPC (Fundos de Pensão) é inspirada na norma internacional IAS 26 – *Accounting and Reporting by Retirement Benefit Plans* e tem como norteadores principais as Leis Complementares n. 108 e 109 de 29 de maio de 2001. Complementam tais legislações as resoluções emitidas pelo CGPC, pelo CNPC, pelo Banco Central e pelo Conselho Federal de Contabilidade, conforme disposto no Apêndice 2.

Quanto ao *disclosure* voluntário, a análise tomou por base os guias com recomendações emitidos pelo próprio órgão fiscalizador (PREVIC). Destacam-se: o Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão (PREVIC, 2010); o Guia Previc Melhores Práticas em Investimento (PREVIC, 2011); e o Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (PREVIC, 2012).

O detalhamento da análise da legislação no que se refere ao *disclosure* obrigatório, bem como sobre as recomendações de *disclosure* voluntário, encontra-se na seção 4.1.

3.2.2.3 Etapa 3 – Validação dos Indicadores Junto a Especialistas

Para a avaliação de especialistas sobre cada um dos indicadores constituído pela etapa anterior, elaborou-se um questionário contendo os mesmos em forma de pergunta (Apêndice 5). Os respondentes deveriam escolher uma alternativa entre 1 e 5, sendo 1 para discordo plenamente e 5 para concordo plenamente. Ao final de cada pergunta havia espaço para comentários, caso desejassem. Os especialistas que integraram esta etapa foram: pesquisadores sobre o tema, contadores e auditores de

Fundos de Pensão, os quais avaliaram cada indicador manifestando seu grau de concordância com a divulgação do mesmo.

Esse processo foi realizado em três fases: a primeira consistiu no envio do questionário a onze professores e pesquisadores de temas relacionados a Fundos de Pensão, no dia 15 de agosto de 2017. Tais professores e pesquisadores brasileiros foram identificados através de consulta às plataformas Lattes, *Research Gate* e *Google Scholar*, pela palavra-chave “fundo de pensão”. Os questionários foram enviados por *e-mail* ou diretamente pelo contato da plataforma Lattes.

No dia 25 de setembro de 2017 houve o reenvio para aqueles que ainda não haviam respondido. Dado o baixo número de retornos, deu-se início à segunda fase: ampliação da amostra de especialistas. Realizou-se nova busca às plataformas Lattes, *Research Gate* e *Google Scholar*, pelas palavras-chave “fundo de pensão” e/ou “*disclosure*”. No dia 02 de outubro de 2017 o questionário foi enviado para mais 25 professores-pesquisadores do tema. Obteve-se sete respostas, sendo duas enviadas como parecer, por escrito.

A terceira fase consistiu na validação dos indicadores junto a contadores e auditores dos maiores Fundos de Pensão, pelo critério tamanho do Ativo. A representatividade dos fundos selecionados alcançou um total de 68% dos ativos totais dos Fundos de Pensão. O detalhamento desta amostragem encontra-se no Apêndice 6. Assim, foram enviados questionários para 40 especialistas, entre auditores e contadores dessas organizações, no período de 17 e 22 de agosto de 2017. Tal procedimento resultou em 12 questionários respondidos, sendo sete de professores-pesquisadores e cinco de contadores e auditores. Os resultados são apresentados na seção 4.1.

3.2.2.4 Etapa 4 – Validação dos Indicadores Junto aos Assistidos e aos Participantes

Para a validação dos indicadores junto aos assistidos e aos participantes contou-se com o auxílio da Associação Nacional de Participantes de Fundos de Pensão (ANAPAR). A ANAPAR fundada em 24 de maio de 2001 tem como objetivo lutar pelos interesses de todos os participantes de Fundos de Pensão brasileiros,

ativos e aposentados.¹⁸ Inicialmente foram realizadas reuniões presenciais e por telefone com diretores da ANAPAR, no sentido de contar com o apoio e acesso aos dados de contatos dos associados. Correspondências via correio eletrônico também foram trocadas, especialmente com o presidente da Associação, Sr. Antonio Braulio de Carvalho.

A definição do questionário enviado aos participantes passou por diversas etapas. No primeiro momento a versão enviada aos especialistas (Apêndice 5) foi apresentada aos senhores José Joaquim Fonseca Marchisio e Itamar Prestes Russo, diretores da ANAPAR no Rio Grande do Sul, além do senhor Antonio Braulio de Carvalho, presidente. Conhecedores do perfil dos associados, os dirigentes apresentaram sugestões, no sentido de estabelecer melhor entendimento por assistidos e participantes, evitando terminologias técnicas contábeis-financeiras que dificultassem o entendimento, o que resultou em nova versão de questionário, com linguagem mais acessível ao público em questão.

Ainda por sugestão dos mesmos, alterou-se a proposição de resposta as questões de: “discordo plenamente” até “concordo plenamente” para questões mais diretas, como: “o Fundo não fornece” a informações questionada; se a “informação é desnecessária”; se a “informação é suficiente”; ou se a “informação é insuficiente”, além do campo “outros”, para resposta descritiva. A avaliação da terceira versão pelos dirigentes da ANAPAR foi no sentido de que o questionário estava muito extenso. Então, optou-se por excluir a maioria dos itens de divulgação obrigatória, conforme disposto na etapa seguinte, chegando-se à versão final do questionário enviado aos participantes dos Fundos de Pensão brasileiros (Apêndice 7).

O questionário foi construído na plataforma *Google Forms*. Uma correspondência com explicação da pesquisa e *link* para resposta foi encaminhado pela ANAPAR aos seus associados – aproximadamente 9000 assistidos e participantes. A mesma correspondência foi disponibilizada na página eletrônica da Associação (Anexo 2). O informativo também foi encaminhado pela Associação via aplicativo *Whatsapp*. A divulgação inicial ocorreu no dia 14 de dezembro de 2017. Como forma de estimular as respostas foram realizados três sorteios de mil reais aos que responderam a pesquisa, conforme regulamento (Apêndice 8). O objetivo inicial seria coletar respostas até o dia 28 de dezembro de 2017. Porém, dado o baixo

¹⁸ Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão. Disponível em: http://www.anapar.com.br/?page_id=162

número de questionários respondidos até aquela data, optou-se por prorrogar o prazo final até o dia 15 de janeiro de 2018, enviando nova correspondência aos associados (Anexo 3). Informativos adicionais também foram encaminhados pela ANAPAR para o correio eletrônico e *Whatsapp* dos associados, entre os dias 26 de dezembro de 2017 e 12 de janeiro de 2018. Ao todo, obteve-se 178 respostas.

Como procedimento suplementar, correspondências foram enviadas para os correios eletrônicos de presidentes e secretárias de presidentes de treze Fundos de Pensão (Apêndice 9), solicitando o envio do questionário a seus assistidos e participantes, entre os dias 09 e 13 de janeiro de 2018. Os treze Fundos são: Fundação Itaú-Unibanco, Valia, Sias, Banesprev, Fundo Paraná de Previdência, Fundação São Francisco, MendesPrev, Faceal, Mongeral, Previnor, Fundação Bannrisul, CBS e Eletros. Os endereços de *e-mail* foram extraídos na página eletrônica do Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (SINDAPP)¹⁹. Não se obteve retorno destas solicitações.

Os resultados dessa etapa estão descritos no item 4.1.

3.2.2.5 Etapa 5 – Análise dos Componentes Principais

A Análise de Componentes Principais (ACP) ou *Principal Component Analysis* é uma técnica da estatística multivariada que consiste em transformar um conjunto de variáveis originais em outro conjunto de variáveis de mesma dimensão denominadas de componentes principais. A importância de um componente principal é avaliada por meio de sua contribuição, isto é, pela proporção de variância total explicada pelo componente. É uma técnica que agrupa os indivíduos de uma população segundo a variação de suas características. Está associada à ideia de redução de massa de dados, com menor perda possível da informação (VARELLA, 2008).

Esta técnica permite selecionar os indicadores que explicam a maior quantidade de variância a partir do menor número possível de variáveis (MENDONÇA et al., 2016). O uso da técnica de componentes principais auxilia na redução do grau de subjetividade na definição dos indicadores que compõem o nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão brasileiros. A técnica também permite uma análise simultânea do

¹⁹ Disponível em: <http://www.sindapp.org.br/SitePages/Home.aspx>.

comportamento de vários indicadores, possibilitando a visualização do efeito de uns sobre os outros (VARELLA, 2008; SILVA, 2009).

Nesse sentido, optou-se pelo uso da ACP como instrumento objetivo na definição dos indicadores voluntários, representativos da realidade econômico-financeira dos Fundos de Pensão brasileiros e que, por conseguinte, compuseram o índice de *disclosure* detalhado na seção seguinte. Inicialmente, antes da análise propriamente dita, foram efetuados os testes de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) e Teste de Esfericidade de Bartlett para avaliar a adequação de utilização desta técnica, na avaliação dos indicadores propostos.

A base de dados utilizada para a ACP são as respostas dos participantes ao questionário descrito na Etapa 4. A análise não envolve os indicadores obrigatórios porque sobre estes não há opção de escolha ou de exclusão, já que são exigidos pela legislação. O *software* utilizado para a análise dos dados foi o programa computacional *Statistical Package for Social Science* (SPSS). Os resultados são apresentados na seção 4.1.

3.2.3 Mensuração do Nível de *Disclosure*

Uma das formas de divulgar as informações das organizações de um determinado setor ou país é medi-la através de um índice de *disclosure*, observando a divulgação econômico-financeira obrigatória ou voluntária que essas organizações apresentam (GARCÍA MECA; MARTÍNEZ CONESA, 2004). Assim, o conceito de *disclosure* é operacionalizado por meio de um índice de divulgação, quantificando os tipos de dados divulgados nos relatórios considerados relevantes para as partes interessadas (CHOI, 1973).

O cálculo de um índice de divulgação baseado nos relatórios das organizações tem sido um instrumento bastante utilizado na literatura (AHMED; COURTIS, 1999; MARSTON; SHRIVES, 1991). O índice visa mostrar o nível de *disclosure* de um conjunto de informações divulgadas pelas organizações. Pode incluir uma mistura de indicadores obrigatórios, exigidos pela regulamentação e indicadores voluntários. Pode ser usado para mostrar a conformidade com os regulamentos ou o nível de divulgação voluntária (AHMED; COURTIS, 1999; MARSTON; SHRIVES, 1991). Se poderia questionar a subjetividade dos indicadores, mas não se pode ignorar sua

importância para a construção de índices que possibilitam o uso de técnicas estatísticas (MACAGNAN, 2009).

O primeiro passo na construção de um índice de *disclosure* é a seleção de indicadores. Como o número de itens que podem ser divulgados é muito grande, se faz necessário a definição de critérios para a determinação destes indicadores (MARSTON; SHRIVES, 1991). Nesse sentido, a definição e quantificação dos indicadores deu-se por meio dos critérios detalhados nas etapas 1 a 5, seção 3.2.2.

O uso de indicadores na construção de um índice de *disclosure*, bem como a fórmula de cálculo apresentada já foi utilizada por diversos autores (CHOI, 1973; BUZBY, 1975; KAHL; BELKAOUI, 1981; COOKE, 1989; HOSSAIN; REAZ, 2007; MACAGNAN, 2007; URQUIZA; NAVARRO; TROMBETTA, 2009; NISTOR; PREDESCU, ISTUDOR, 2011; AFONSO, 2016; SEIBERT, 2017) e está assim definida:

$$I_j = \frac{\sum_{i=1}^n X_{ij}}{n_j}$$

Onde:

“*n*” corresponde ao número de indicadores esperados para cada Fundo de Pensão;

“*j*” corresponde a cada Fundo de Pensão;

“*i*” representa a quantidade de indicadores verificados em cada divulgação;

“*x_{i,j}*” corresponde ao indicador *i* medido para o fundo *j*;

Quando o indicador *X_{ij}* é divulgado, recebe o valor um (1) e, quando não é, valor zero (0).

Na mensuração do nível de evidenciação assume-se o valor (1) quando o fundo divulgar a informação referente ao indicador. Caso contrário, zero (0). É comum projetar um índice medido em termos de variáveis *dummy*, considerando as duas possibilidades de divulgação: valor (1) para itens divulgados *versus* valor (0) para não divulgados (URQUIZA; NAVARRO, TROMBETTA, 2009). O propósito de usar um índice não ponderado, presente ou não presente (dicotômico), é reduzir a subjetividade na determinação de pesos. Esta abordagem tornou-se padrão nos

estudos de relatórios anuais (COOKE, 1989; AHMED; COURTIS, 1999; KLUMPES, 2012).

O resultado é um valor entre 0 e 1 para cada Fundo de Pensão, sendo zero (ou zero por cento) quando o fundo não divulgou qualquer informação relativa aos indicadores selecionados e 1 (ou 100%) quando o fundo divulgou informações para a totalidade dos indicadores especificados. Tais valores compõem a variável dependente Nível de *Disclosure* (ND).

3.3 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população definida é a listagem dos Fundos de Pensão: EFPC, conforme banco de dados da PREVIC, sendo composta por 317 (trezentos e dezessete) Fundos de Pensão, conforme listagem disponibilizada em 14 de outubro de 2016²⁰, Anexo 1.

Para definição da amostra, foram necessárias algumas exclusões, conforme a seguir:

Quadro 4 – Composição final da amostra

317	POPULAÇÃO TOTAL
(-) 20	Informações disponíveis apenas mediante uso de senha do participante
(-) 3	Não publica o Relatório Anual de Informações "consolidado", apenas informações separadas por Plano.
(-) 23	Fundo baixado, em liquidação, ou com gestão e ativos incorporados a outro fundo.
(-) 42	Fundo não possui página eletrônica
(-) 7	Último Relatório Anual de Informações (RAI) publicado era anterior a 2015
(-) 6	Relatório Anual de Informação não disponível no site
(=) 216	(=) Amostra utilizada na Etapa 1 (exame dos Relatórios Anuais)
(-) 3	<i>outliers</i>
(-) 4	Fundos que não apresentavam dados para todas as variáveis
(=) 209	(=) Amostra Final

Fonte: Elaborado pela autora.

A amostra de 209 Fundos de Pensão foi utilizada para análise da regressão linear. Considera-se a amostra satisfatória, pois representa 71% dos fundos ativos. A listagem completa dos Fundos de Pensão que compuseram a amostra encontra-se no Apêndice 11.

²⁰ Disponível em: <http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-1>

3.4 FONTE, COLETA DE EVIDÊNCIAS E TÉCNICAS DE ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS

Além dos RAIs utilizados na formação do índice de Nível de *Disclosure* (ND), item 3.2, a coleta de dados foi realizada com base nas informações disponibilizadas pela PREVIC, seção “Dados Abertos”²¹.

Os primeiros dados coletados na seção “Dados Abertos” referem-se à base cadastral das EFPC²², da qual foram extraídas todas as informações relativas ao cadastro dos Fundos de Pensão, como data de início das atividades, situação de funcionamento (normal ou encerrado), tipo de patrocínio predominante (privado, instituidor ou público federal, público estadual e público municipal), quantidade de planos ativos, quantidade de patrocinadores, quantidade de assistidos e quantidade de participantes. Especificamente dessa seção foram extraídos os dados para as variáveis ASSISTPART, TEMPO E PATROCPUBL.

Para a variável GESTORMESTRDOUT foram coletados os dados referentes ao cadastro de gestores²³ disponibilizada pela Previc. Dessa base foram utilizadas informações como: tipo de gestores (membro da diretoria executiva, do conselho deliberativo ou do conselho fiscal), principal gestor, se representante do patrocinador ou participante, datas de início e fim de mandato e, principalmente, a formação de cada gestor. Para esse caso, foram examinados todos os gestores com mandatos ativos em 31 de dezembro de 2015, data-base da pesquisa.

Também foi utilizada a base de dados consolidada dos balancetes contábeis da EFPC, para a data-base de 31 de dezembro de 2015, também disponível na seção “Dados Abertos” da Previc²⁴. Nessa base, foram extraídas todas as informações financeiras necessárias à análise, como valores de ativos totais, patrimônio líquido, composição dos investimentos, distribuição por tipo de plano (BD ou CD).

Por fim, as informações relativas ao nome do auditor dos Fundos de Pensão foram extraídas dos próprios relatórios anuais, especificamente nos Relatórios do

²¹ Disponível em: <http://www.previc.gov.br/acesso-a-informacao/dados-abertos>.

²² Disponível em: http://www.previc.gov.br/acesso-a-informacao/sobre-a-lei-de-acesso-a-informacao/dados-abertos/demonstracoes-contabeis/base_cadastral_entidades-1.xlsx/view. Acesso em: 22 abr. 2018.

²³ Disponível em: <http://www.previc.gov.br/acesso-a-informacao/sobre-a-lei-de-acesso-a-informacao/dados-abertos/cadastro-de-entidades-e-planos-cadprevic/2017-12/cadastro-dirigentes-2017-12.csv/view>. Acesso em: 22 abr. 2018.

²⁴ Idem nota 21.

Auditor Independente, para o ano de 2015. Assim, foi possível a identificação se o fundo era ou não auditado por empresa *big four*.

A análise econométrica foi realizada com a utilização do *software Eviews* versão 9. Empregou-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para a análise da regressão linear múltipla. Inicialmente foi analisada a possibilidade de existência de *outliers* nos dados da amostra. Assim, procedeu-se à winsorização dos dados. Esse procedimento foi originalmente proposto por C. P. Winsor e consiste em aparar os valores extremos da distribuição, substituindo-os pelos valores maiores e menores remanescentes (OLIVARES, 2009).

Assim, o pesquisador tem a opção de excluir os *outliers* da distribuição ou suavizá-los (winsorização). “O tratamento de amostras em estudos nas ciências sociais aplicadas é subjetivo e cabe ao pesquisador escolher o método que menos interfira no fenômeno investigado” (ALMEIDA *et al.*, 2012, p. 69). E, nesse caso, verificou-se que a winsorização distorceu os resultados, optando-se, assim, pela não utilização desta técnica. Foram excluídos, na sequência, três casos de *outliers*, conforme descrito no tópico 4.2.

A seguir, foi analisada a adequação do modelo para utilização da regressão linear múltipla, pelo método dos MQO. Verificou-se a normalidade dos resíduos com os testes de Shapiro-Wilk e Kolgomorov-Smirnov. Após, foi verificada a possibilidade de existência de problemas de heterocedasticidade dos dados, com os testes de Breusch-Pagan-Godfrey e White. Os resultados são apresentados na seção 4.2.

Na sequência, procedeu-se à análise descritiva dos dados, seguido pela análise de correlação das variáveis. Após tais análises, procedeu-se efetivamente a equação linear múltipla. Também foi analisada a possibilidade de multicolinearidade entre as variáveis que compõem o modelo, através do teste *Variance Inflation Factor* (VIF), ou fator de inflação da variância. Os resultados das referidas análises, bem como testes adicionais, são apresentados na seção 4.2.

Por fim, a título de verificação de robustez dos resultados apresentados na regressão linear múltipla, optou-se pela análise da equação logística LOGIT. Para tanto, a amostra foi disposta em ordem crescente, de acordo com o nível de *disclosure*. A seguir, foi dividida em três grupos, cujo objetivo foi comparar o primeiro grupo, representando fundos com baixo nível de *disclosure* com o último grupo, com fundos de mais alto nível de *disclosure*.

Ao primeiro grupo atribuiu-se nota zero (0) para a variável ND, considerando o baixo nível de *disclosure* apresentado. Para o último grupo atribuiu-se nota um (1), considerando o alto nível de *disclosure*. Desconsiderou-se, assim, Fundos de Pensão com nível intermediário de *disclosure*. Os resultados são apresentados na seção 4.4.

3.5 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

O cientista trabalha dentro de uma área delimitada ditada por um paradigma, que apresenta um conjunto de problemas definidos com os procedimentos metodológicos que acredita serem adequados para a sua solução. Ocorre que todos os procedimentos possuem limitações (CHALMERS, 1993). Assim, entende-se que os procedimentos metodológicos escolhidos para auxiliar na elucidação do problema de pesquisa apresentado foram os mais adequados para o caso. No entanto, cumpre destacar suas principais limitações.

- a) a definição do nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão, apesar de utilizar-se de procedimentos consagrados pela literatura, como a identificação de indicadores através de informações publicadas, atendeu aos passos de validação definidos pela pesquisadora. Tais etapas podem envolver designações subjetivas, embora a escolha de cinco etapas de validação de indicadores diferentes (seção 3.2) tenham sido executadas justamente para minimizar esse grau de subjetividade;
- b) na etapa 1: análise dos relatórios anuais, salienta-se que nem todos os relatórios estavam disponíveis;
- c) nas etapas 3 e 4: a validação dos indicadores junto a especialistas e participantes envolveu a aplicação de questionário. Significa que a análise dessas etapas foi baseada na percepção dos respondentes, não sendo, necessariamente, a representação da realidade;
- d) também salienta-se que os indicadores foram analisados sob a perspectiva de especialistas, de assistidos e participantes, não incluindo as demais partes interessadas, como, por exemplo, os patrocinadores;
- e) as evidências coletadas e analisadas referem-se ao ano de 2015. Logo, podem ter sofrido a influência de algum fator macroeconômico específico desse período. Em outras palavras, é possível que algum fator econômico

do ano de 2015 tenha levado alguns gestores a divulgar mais ou menos informações e isso tenha distorcido as análises apresentadas;

- f) na hipótese de pesquisa optou-se por analisar a capacitação dos gestores sob o ponto de vista formal, isto é, mestrado e doutorado, sem considerar especificamente a área de formação. Além disso, não foi considerada a capacitação informal, resultado de experiências e habilidades adquiridas pelos gestores fora da educação formalmente estabelecida e estruturada.

Não obstante as limitações descritas, acredita-se que as possíveis distorções tenham sido minimizadas pelos procedimentos apresentados no Capítulo 3, não enviesando os resultados de maneira significativa. Os resultados das análises são apresentados no capítulo a seguir.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS

Este capítulo apresenta a descrição dos resultados das etapas de construção do índice de *disclosure*, seguido pela análise descritiva das evidências e análise de correlação das variáveis. Após, são apresentados os resultados da regressão linear múltipla, conforme o modelo econométrico demonstrado no capítulo anterior, em conjunto com a discussão teórico-empírica dos mesmos. Por fim, apresentam-se os resultados da regressão logística, como teste de robustez dos resultados.

4.1 NÍVEL DE *DISCLOSURE*

A determinação do índice de *disclosure* que compõe a variável dependente considerou cinco etapas distintas, conforme detalhado na seção 3.1. Tais etapas incluíram: a análise dos RAI publicados pelos Fundos de Pensão; análise da legislação específica sobre *disclosure* de Fundos de Pensão; validação dos indicadores junto a especialistas; validação dos indicadores junto a assistidos e participantes; e, por fim, a determinação final dos indicadores pelo método da análise dos componentes principais. Esta seção, portanto, apresenta os resultados dessas etapas.

Etapa 1: exame dos Relatórios Anuais de Informação (RAI)

O Relatório Anual de Informações (RAI) é o principal veículo de divulgação de informações dos Fundos de Pensão. As informações apresentadas podem ser tanto obrigatórias como voluntárias. As informações divulgadas no relatório anual consistem em dados qualitativos e quantitativos. Os dados quantitativos são financeiros e não financeiros. Além disso, muitos relatórios anuais contêm ilustrações, diagramas e representações gráficas (MARSTON; SHRIVES, 1991).

Após a leitura dos RAIs de 216 Fundos de Pensão, foi possível a identificação de 55 indicadores representativos de informações econômico-financeiras. Os indicadores encontram-se no Apêndice 1, incluindo descrição e frequência apontadas pela análise. Os 55 indicadores constituem-se na listagem inicial que passou pelas etapas de análise e validação junto a especialistas e participantes para, então, formar-se a listagem final dos indicadores que compõem o índice de *disclosure*. Optou-se por

deixar relacionados os indicadores com poucas citações nos relatórios, para que os mesmos fossem avaliados nas etapas seguintes.

Etapa 2: exame da legislação específica sobre *disclosure* de Fundos de Pensão

Nessa etapa optou-se pela segregação do *disclosure* obrigatório e do *disclosure* voluntário. O *disclosure* obrigatório é dado principalmente pelas Leis Complementares n. 108 e 109 de 2001. Já o voluntário, considera os guias de recomendação emitidos pela PREVIC.

A LC n. 108 não define diretrizes específicas para a divulgação de informações. Estabelece, apenas, assuntos relativos aos planos de benefícios, custeio do Fundo, estrutura organizacional e fiscalização. Já a LC n. 109, em seu artigo 3º estabelece que a ação do Estado será exercida com o objetivo de, dentre outros, assegurar aos assistidos e participantes o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos de benefícios. Também refere no artigo 7º que os planos de benefícios atenderão a padrões mínimos fixados pelo órgão regulador e fiscalizador, com o objetivo de assegurar transparência, solvência, liquidez e equilíbrio econômico-financeiro e atuarial (BRASIL, 2001a, 2001b).

Além das leis complementares referidas, se faz necessário mencionar algumas resoluções emitidas pelo CGPC e pelo CNPC. Destaca-se, assim, a Resolução CGPC n. 13/2004 que estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelos Fundos de Pensão. Em seu art. 16 estabelece especificamente a divulgação das políticas de investimento e das premissas e hipóteses atuariais aos patrocinadores, instituidores, empregados, assistidos e participantes do Fundos de Pensão.

Além disso, o art. 17 determina que a comunicação com os assistidos e participantes deve ser em linguagem clara e acessível, com informações circunstanciadas sobre a saúde financeira e atuarial do plano, os custos incorridos e os objetivos traçados (CGPC, 2004). Cabe destacar, também, que o participante ou assistido pode requerer, a qualquer tempo, informações adicionais que forem de seu interesse, através de formalização de pedido ao Fundo de Pensão. As informações serão disponibilizadas em, no máximo, trinta dias (BRASIL, 2006b).

No que se refere especificamente aos procedimentos de divulgação, a LC 109, art. 24, estabelece que “a divulgação aos participantes, inclusive aos assistidos, das informações pertinentes aos planos de benefícios dar-se-á ao menos uma vez ao ano,

na forma, nos prazos e pelos meios estabelecidos pelo órgão regulador e fiscalizador” (BRASIL, 2001b).

Já a Resolução CGPC n. 23 de 06 de dezembro de 2006 (BRASIL, 2006b), em conjunto com a Resolução CNPC n. 8 de 31 de outubro de 2011, dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelos Fundos de Pensão na divulgação de informações e definem as diretrizes de elaboração e divulgação do RAI. A divulgação do RAI ocorrerá de duas formas, conforme estabelecido na Res. CGPC n. 23: i) resumo impresso a ser encaminhado aos assistidos e participantes até o dia 30 de abril do ano subsequente; e ii) relatório completo disponibilizado ao participante ou assistido, por meio eletrônico, ou encaminhado mediante solicitação (por meio físico ou eletrônico) (BRASIL, 2006b).

Além das normas mencionadas, a listagem completa da legislação analisada encontra-se no Apêndice 2. Com base nesse exame, definiu-se 15 indicadores obrigatórios, detalhados no Apêndice 3. Do rol inicial nenhum indicador foi acrescentado, pois todos já estavam contemplados. Apenas foi excluído o indicador “Demonstração das Obrigações Atuariais do Plano de Benefícios (DOAP), por ter sido substituído pela Demonstração das Provisões Técnicas (DPT), conforme a Resolução CNPC n. 12 de 2013, totalizando assim quatorze indicadores obrigatórios na relação, após essa etapa.

Já o *disclosure* voluntário de Fundos de Pensão é incentivado pelo próprio órgão regulador. A PREVIC, responsável pela regulação dessas organizações publicou quatro guias que incluem aspectos operacionais, estratégicos, de gestão e de divulgação. São eles:

- a) Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão (PREVIC, 2010);
- b) Guia Previc Melhores Práticas em Investimento (PREVIC, 2011);
- c) Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (PREVIC, 2012).

Os guias tem por objetivo promover a adoção de boas práticas de gestão, de forma que, realizadas de maneira prudente, ética e diligente, tenham como foco o gerenciamento de risco e o pleno exercício do dever fiduciário. Tem a finalidade de orientar os gestores, participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores, e seus próprios servidores quanto ao dia-a-dia da gestão dos Fundos de Pensão, incluindo a

divulgação de informações. A ação do Estado, nesse momento, ultrapassa o papel de órgão de coerção ou de fiscalização (PREVIC, 2010).

O Guia Previc Melhores Práticas Contábeis para Entidades Fechadas de Previdência Complementar destina-se a oferecer diretrizes para o processo de elaboração das demonstrações contábeis e das notas explicativas dessas organizações, tendo como foco a qualidade e a transparência dessas informações. Destaca que é recomendável que os Fundos de Pensão formalizem uma política de divulgação das informações como prática de transparência. Para tanto, os principais documentos de comunicação interna e externa relacionados à contabilidade são as demonstrações contábeis, as notas explicativas e o relatório anual, sendo que esse último, apresenta maior flexibilidade dos temas abordados e das análises, permitindo a exposição de informações mais detalhadas (PREVIC, 2014).

O Apêndice 4 apresenta a listagem de 17 indicadores voluntários recomendados pelos Guias PREVIC de melhores práticas em Fundos de Pensão, em investimentos e em Governança de Fundos de Pensão. Salieta-se que nenhum indicador voluntário foi excluído ou acrescentado. Todos já estavam previstos ao final da etapa 1. Portanto, a relação ficou com 54 indicadores no final dessa etapa.

Etapa 3: validação dos indicadores junto a especialistas

Essa etapa consistiu na validação da listagem inicial de indicadores por professores pesquisadores dos temas relacionados a Fundos de Pensão e *disclosure*, bem como por contadores e auditores dessas organizações. O procedimento resultou em doze questionários respondidos, sendo sete de professores-pesquisadores e cinco de contadores e auditores. Procedeu-se, então, a uma análise qualitativa das respostas, destacando-se a seguir, os pontos mais importantes.

Da listagem de 55 indicadores constantes do questionário, advindos da relação inicial (Apêndice 5), 36 obtiveram resposta de “concordo” e “concordo plenamente” acima de 70%. Também, os respondentes fizeram comentários, tais como: “a listagem está bem completa”. Se a informação “for preparada, e revisada de modo apropriado pela administração antes de sua liberação, para garantir consistência, será uma grande fonte de informação e análise para os participantes e reguladores”.

Alguns indicadores apresentaram avaliações intermediárias, isto é: 50% de avaliações “concordo” e “concordo plenamente” e, outros 50%, com avaliações entre “discordo plenamente” e “não concordo, nem discordo”. Destaca-se o indicador

“Organograma” do Fundo de Pensão, “Número de atendimentos” realizados pelos Fundos, aos seus associados, “Balanço Social”, “Prazo de Mandato da Diretoria Executiva”, “Atas das Reuniões Ordinárias da Diretoria Executiva, Conselho Deliberativo e Conselho Fiscal”.

Por outro lado, alguns indicadores foram avaliados como não relevantes para o *disclosure* de informações econômico-financeiras dos Fundos de Pensão, pois computaram mais de 60% de opiniões entre “discordo plenamente” e “não concordo, nem discordo”. Pode-se destacar os indicadores “Relatório Específico sobre Controles Internos”, “Parecer da Auditoria Interna”, “Certificação de Dirigentes”, “Mini-Currículo da Diretoria Executiva”, “Educação Financeira”, “Quantidade de Recursos Humanos”, “Glossário” e “Relação de Contratos de Prestação de Serviços”. Nas palavras de um dos respondentes, algumas das informações “são de uso interno e não faz muito sentido ter *disclosure*”. Outro especialista menciona que “há que se ter cuidado ao divulgar esse tipo de informação para leigos”, referindo-se aos relatórios sobre controles internos e auditoria interna.

Um dos avaliadores refere que “falta algo sobre a política de investimentos e a questão da governança”. Outro avaliador também mencionou a ampliação das questões sobre governança e reporta a necessidade de verificação para o uso de indexadores diferentes para ativos e passivos, o que pode acarretar em desequilíbrio e distorções ao longo do tempo.

Os pontos mencionados pelos avaliadores já estavam contidos em outros indicadores, como, por exemplo, Resumo das Políticas de Investimento. Para esta etapa não foram excluídos ou inseridos novos indicadores visto que os apontados pelos especialistas já faziam parte da listagem, permanecendo a relação com 54 indicadores. Quanto àqueles apontados como “discordo totalmente”, optou-se por manter na listagem até serem avaliados pelos participantes, conforme aponta a etapa seguinte.

Etapa 4: validação dos indicadores junto aos assistidos e aos participantes

Após envio de questionário a participantes dos Fundos de Pensão, conforme detalhado na seção 3.4, obteve-se 178 respostas. Excluindo-se os que responderam em duplicidade, tem-se um total de 168 questionários respondidos, entre os dias 14 de dezembro de 2017 e 15 de janeiro de 2018. É possível que o baixo número de respostas dos participantes se deva ao distanciamento entre o assistido e o

participante e o seu Fundo de Pensão e a uma expectativa de comportamento paternalista. Em outras palavras, participantes não procuram acompanhar as informações do seu fundo (ou mesmo se envolverem em questões próprias do fundo, como a resposta a questionário sobre a divulgação de informações), na expectativa de que seus recursos sejam investidos da melhor forma. Assim, seguem no aguardo do pagamento do benefício por ocasião de sua aposentadoria. Além disso, esperam a eficácia da legislação e seu poder de controle sobre as ações, decisões e divulgações feitas pelos gestores. Ou, ainda, pela fiscalização dos órgãos reguladores sobre as organizações. Esse comportamento também pode ser devido à falta de formação dos participantes sobre a aposentadoria e as questões financeiras (WILLETT, 2008).

As respostas aos 168 questionários foram analisadas qualitativamente e identificou-se que 61% dos respondentes se enquadram na categoria assistidos (aposentados que recebem o benefício), 36% são participantes ativos, 2% são beneficiários e outro respondente identificou-se como participante ativo e, também, membro do conselho fiscal.

Com relação ao tipo de plano que possuem, 67% responderam BD, 17% CD e 19% CV. Das sete respostas (equivalente a 4%) que escolheram a opção "Outros), 6 mencionaram benefício já salgado e uma última mencionou que possuía planos CD e BD simultaneamente.

No que se refere às questões específicas sobre os indicadores, a maioria apresenta percentual acima de 60% para as respostas "o Fundo **não fornece** essa informação" e "estas informações são **insuficientes**" somadas, conforme Quadro 5:

Quadro 5 – Indicadores assinalados ‘não fornecidos’ ou informação ‘insuficiente’

Indicador	% respostas “não fornece” ou “informações insuficientes”
Serviços contratados pelos Fundos	88%
Remuneração dos dirigentes do Fundo	86%
Sistema de tributação dos planos	86%
Demandas judiciais que o Fundo está envolvido	82%
Atas das reuniões ordinárias da Diretoria Executiva, Conselho Deliberativo e Conselho Fiscal	77%
Saúde financeira da patrocinadora	76%
Informação sobre Recursos Humanos que compõe o Fundo	74%
Principais decisões administrativas do Fundo	70%

Fonte: Elaborado pela autora.

O indicador “informação sobre remuneração de dirigentes do Fundo” recebeu alguns comentários adicionais. O Participante 22 diz que: “Esses valores foram vagamente revelados”. O participante 26 menciona que o Fundo simplesmente não divulga tal informação. Já o participante 29 afirma que: “Existe a informação, mas não sabemos se é compatível com o mercado”. A solicitação de divulgação da remuneração dos dirigentes também foi citada nos comentários finais do questionário pelos participantes 16 e 75.

A necessidade de divulgação de “Atas das reuniões ordinárias da Diretoria Executiva, Conselho Deliberativo e Fiscal” foi citada pelos Participantes 26, 35, 54, 57, 149, 152 e 156 nos comentários finais. O Participante 149 comenta que: “No nosso fundo vejo como outro grande problema a não publicação das Atas no site do Instituto”. Já o Participante 36 pondera a publicação de tais documentos ao afirmar que: “Tem informação sigilosa que envolve mercado, tem que ter cuidado”.

Para o indicador “principais decisões administrativas do Fundo” o Participante 89 comenta que: “As informações dadas não se mostram confiáveis”. O Participante 128 relata que gostaria que as decisões do fundo fossem tomadas com o aval dos seus participantes e que tivessem total transparência. Da mesma forma, o Participante 135 menciona que gostaria da divulgação “sobre a lisura das decisões tomadas pelos gestores”.

A alternativa “estas informações são **desnecessárias**” apresentou índice bastante baixo (em torno de 1% ou 2%) para todos os indicadores apresentados, exceto os indicadores “número de atendimentos” realizados pelo Fundo aos seus

participantes, com seis respostas (4%) e “Informações que auxiliam a educação financeira do participante”, com 5 respostas (3%).

Por outro lado, os indicadores que obtiveram maior número de respostas à questão “estas informações são **suficientes**” são: “composição da Diretoria Executiva e Conselhos Deliberativo e Fiscal”, 68%; “número total de participantes”, 68%; “Informações sobre o conselheiro: se é representante do patrocinador ou do participante”, 66%; “dados de contato e canais de comunicação com o Fundo”, 66%; “prazo de mandato dos Dirigentes do Fundo”, 58%; “processo eleitoral da diretoria do Fundo”, 57%; “Patrimônio do Fundo”, 55%; “valor e a quantidade de benefícios concedidos/pagos pelo Fundo”, 49%; e “rentabilidade do plano”, 48%.

Além dos indicadores apontados nas etapas anteriores, a análise qualitativa das respostas dos assistidos e participantes determinou a inclusão dos seguintes indicadores:

Quadro 6 – Indicadores incluídos na análise dos participantes

Indicador	Descrição
Sistema de Tributação do Plano	Especificação dos impostos e taxas incidentes sobre os benefícios a serem auferidos pelos participantes.
Remuneração de Dirigentes	Valores pagos aos Conselheiros (se houver) e Diretoria Executiva do Fundo
Informações sobre a saúde financeira da patrocinadora	Informações sobre o Patrimônio Líquido e índices de liquidez e endividamento da organização patrocinadora

Fonte: Elaborado pela autora.

Esses indicadores foram incluídos por apresentarem índices altos nas respostas “não fornece” ou “informação insuficiente”, conforme apresentado no Quadro 6. Além disso, os três indicadores receberam comentários dos participantes. Em relação ao sistema de tributação dos planos, participantes comentaram sobre a complexidade do assunto e a necessidade de maiores esclarecimentos sobre os tributos incidentes no seu respectivo plano. No que se refere à remuneração de dirigentes, foi mencionado que a informação não é divulgada ou divulgada de forma insuficiente. As informações sobre a saúde financeira da patrocinadora tornam-se relevantes principalmente para os participantes dos planos da modalidade BD, pois necessitam saber se, em eventual situação de perdas nos planos BD, as organizações patrocinadoras terão condições de fazer aportes para equalizar o valor dos benefícios pretendidos.

Também, alguns indicadores foram excluídos considerando que na análise qualitativa das respostas de especialistas e participantes (etapas 3 e 4), não se mostraram indicadores relevantes. Além disso, não constavam na lista de indicadores obrigatórios nem na lista de indicadores recomendados pelos guias Previc (Etapa 2). São eles:

- a) número de atendimentos;
- b) balanço social;
- c) parecer dos auditores internos;
- d) educação financeira.

Portanto, após as análises dessa fase a relação está composta por 53 indicadores, o que obrigou a se desenvolver a análise desse total de indicadores no total da amostra de Relatório Anuais de Informação pela segunda vez, já que alguns indicadores foram incluídos.

Etapa 5: análise dos componentes principais

Com a finalidade de identificar a adequação do uso da Análise dos Componentes Principais para a seleção dos indicadores foram realizados os testes de KMO e Teste de Esfericidade de Bartlett. Se a correlação entre as variáveis testadas pelo KMO for pequena, ou seja, o teste KMO for próximo de 0, a utilização dessa análise é inadequada. Por outro lado, se esse valor for próximo de 1, a análise poderá ser empregada. Já o Teste de Esfericidade de Bartlett indica se existe relação suficiente entre os indicadores para a aplicação da análise, isto é, de que a matriz de correlação dos dados não é a matriz identidade. Para que isso seja possível, recomenda-se o valor de significância menor que 0,05 (SILVA, 2009). Ambos os testes demonstraram a adequação desse tipo de análise.

Figura 6 – Teste de KMO e Bartlett

Medida Kaiser-Meyer-Olkin de adequação de amostragem.		,852
Teste de esfericidade de Bartlett	Aprox. Qui-quadrado	1956,641
	df	465
	Sig.	,000

Fonte: Elaborado pela autora.

Para extração dos componentes principais utilizou-se a matriz de correlação com base no autovalor (superiores a 1). Na rotação dos fatores foi utilizado o método Varimax, com exibição ortogonal rotacionada, com o objetivo de demonstrar os pesos significativos nos componentes principais e que todos os demais sejam próximos de zero. Para os indicadores apresentados não foram identificadas comunalidades menores do que 0,500.

Rodou-se a Matriz da Variância Total Explicada para os indicadores apresentados, constantes no questionário da etapa anterior. A matriz apresentou a extração de nove fatores iniciais e grau de explicação de 64,7% das variações totais.

Foi utilizado o teste da matriz anti-imagem para a escolha final dos indicadores. A matriz anti-imagem indica o *Measure of Sampling Adequacy* (MSA) para cada uma das variáveis (indicadores), ou seja, apresenta o poder de explicação dos fatores em cada uma das variáveis analisadas. A diagonal da parte inferior da tabela indica o MAS para cada uma das variáveis analisadas. Os valores inferiores a 0,5 são considerados muito pequenos para a análise e indicam variáveis que podem ser retiradas da análise (SILVA, 2009; MENDONÇA *et al.*, 2016).

De acordo com esse critério, oito indicadores apresentaram valores inferiores a 0,500. Destes, três não foram excluídos. Dois se tratavam de informações obrigatórias e o terceiro, principais decisões administrativas, foi identificado como relevante na etapa anterior, merecendo comentários adicionais de diversos participantes. Os indicadores excluídos foram: Cenário econômico atual e futuro do Fundo; Patrimônio do seu Fundo; Rentabilidade do plano que participa; Demandas judiciais que o Fundo está envolvido; e, Serviços contratados pelo fundo.

Justifica-se a exclusão desses indicadores por apresentarem informações de certa forma redundantes, como por exemplo: cenário econômico é normalmente abordado no indicador mensagem da diretoria; patrimônio e rentabilidade constam tanto no Balanço Patrimonial como no Demonstrativo de Investimento do Fundo, ambos de divulgação obrigatória. Quanto aos demais, geralmente são informações constantes nas Notas Explicativas, como é o caso das demandas judiciais que possuem nota explicativa específica.

De forma resumida, a etapa 1 foi concluída com 55 indicadores, na etapa 2 excluiu-se um (total 54) e na etapa 3 mantiveram-se os 54 indicadores. Na etapa 4 procedeu-se à exclusão de quatro indicadores e a inclusão de três, totalizando 53 indicadores. Por fim, cinco indicadores foram excluídos na etapa 5. Assim, a listagem

final é composta por 48 indicadores (Apêndice 10), sendo 15 obrigatórios, 15 recomendados pela Previc e 18 voluntários.

4.2 ANÁLISE DESCRITIVA E DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

A análise descritiva das variáveis que compõem o modelo econométrico da presente tese é apresentada na Tabela 1, na qual consta apenas as variáveis contínuas. As variáveis *dummies*, por possuírem resultados binários, não são apresentadas.

Tabela 1 – Análise descritiva das variáveis

	N	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio
ND	209	0,0625	0,6667	0,4559	0,0921
GESTORMESTRDOUT	209	0,0000	0,5833	0,04104	0,0807
LOGINVESTINDIV	209	4,86	14,42	11,1354	1,3844
ASSISTPARTIC	209	0,0000	16,6769	0,8703	2,1591
ROA	209	-1,1071	0,9346	0,0976	0,1420
TEMPO	209	2,0329	57,70	26,1627	11,4170
N válido (de lista)	209				

Fonte: Elaborada pela autora.

A análise descritiva da variável dependente: Nível de *Disclosure* (ND), aponta que os Fundos de Pensão divulgam, em média, 45,6% dos indicadores que compõem o índice. O Fundo de Pensão com menor nível de *disclosure* divulga três dos 48 indicadores, o que corresponde a 6,3%. Já o Fundo de Pensão com maior nível de *disclosure* publica 32 indicadores, equivalente a 66,7%. Essas evidências permitem inferir, em primeiro lugar, que não há padronização normativa para divulgação dos relatórios. As informações a serem divulgadas dependem da decisão dos gestores.

Em segundo lugar, nenhum dos Fundos de Pensão atingiu a totalidade do índice, isto é, nenhum divulgou todos os indicadores analisados, mesmo dentre os obrigatórios. Assim, aceitos os indicadores analisados, caberia aos Fundos de Pensão rever suas políticas de *disclosure* de forma a atender as demandas do seu público de interesse. Da mesma forma, indica aos órgãos reguladores a necessidade de melhoria da normatização sobre os Relatórios Anuais de Informação e as informações que devem ser divulgadas.

Em relação à variável independente GESTORMESTRDOUT, que corresponde a conselheiros deliberativos, conselheiros fiscais e diretores executivos que possuem mestrado e/ou doutorado, a Tabela 1 evidencia que, em média, os fundos possuem 4,1% do seu corpo diretivo com formação em mestrado e/ou doutorado. Há fundos que não possuem membros com essa formação em seu corpo diretivo e um dos fundos da amostra possui 58,3% do seu corpo diretivo com mestrado e/ou doutorado. Os dados mostram que a capacitação formal do corpo diretivo, em geral, restringe-se ao curso superior (requisito mínimo para o exercício do cargo).

Nota-se que a média de gestores com mestrado e/ou doutorado nos Fundos de Pensão é muito baixa, o que pode indicar que esses profissionais não possuem conhecimento suficiente para lidar com a complexidade das demandas de suas atividades, incluindo a gestão de recursos de terceiros, a característica de longo prazo dessas organizações e a diversificação das opções de investimento. Fatos que podem indicar a necessidade de melhoria das práticas de governança, especialmente quanto à contratação, formação e treinamento de gestores.

A variável LOGINVESTINDIV, representativa do tamanho dos Fundos de Pensão, expressa o valor médio do investimento individual de cada participante/assistido. É constituída pelo valor do investimento total de cada Fundo de Pensão, dividido pelo número da população do fundo (soma de assistidos e participantes).

A descrição da variável é apresentada em escala logarítmica neperiana. As evidências mostram que o valor médio do investimento do participante é R\$ 67.000,00 (log 11,13). O valor mínimo corresponde a um investimento médio de R\$ 128 (log 4,86). Já o valor máximo corresponde a R\$ 1.836.594 (log 14,42). Esses valores correspondem ao valor investido pelo participante desde o seu ingresso no plano.

Pode-se dizer que os riscos a patrocinadores, assistidos e participantes do Fundo com valor médio de R\$ 1.836.594 é maior do que o Fundo que possui valor de investimento médio de R\$ 128. Tal resultado pode indicar que a demanda por informação do primeiro seja superior ao segundo e pode demandar regulamentações diferenciadas para ambos os casos. Embora a PREVIC possua classificações diversas para o acompanhamento das atividades dos Fundos de Pensão, de acordo com o patrimônio, não há diferenças substanciais na legislação brasileira no que se refere a diferença de “tamanho” e, portanto, de risco associado.

A análise da Tabela 1 revela também que os Fundos de Pensão possuem em média 8,5 aposentados para cada dez participantes ativos, de acordo com a variável ASSISTPART. Essa variável representa o número total de pessoas recebendo o benefício (assistidos), em relação ao número total de participantes (ativos). Há diversos fundos que ainda não possuem aposentados (equivalente ao percentual 0%). Por outro lado, há um Fundo de Pensão com o percentual de 1667,7% de assistidos por participante, ou seja, 1084 assistidos para um total de 65 participantes ativos. Revela que tais fundos atingiram a maturidade.

Maturidade significa a fase de desembolso, isto é, a proporção maior do número de assistidos em relação aos participantes ativos, na qual o fundo pode pagar mais benefícios do que arrecada. Essa situação não deveria trazer risco maior porque são casos previstos nos cálculos atuariais e, portanto, os investimentos até então realizados, devem cobrir os pagamentos dos benefícios (RABELO; MACHRY, 2000; SARTOR, 2001). Por outro lado, pode indicar que para esses fundos a demanda por *disclosure* seja menor, considerando que os assistidos já estão em pleno gozo de seus benefícios (KLUMPES, 2011).

A análise descritiva da variável de Retorno Sobre Ativos (ROA) evidencia variação significativa nos resultados dos Fundos de Pensão. Em média, os Fundos de Pensão tiveram 9,6% de retorno sobre ativo. O valor mais baixo equivale a um resultado negativo 10,7% maior que o Ativo. Já o valor maior corresponde a um retorno de 93,4% sobre o Ativo. Essa variação pode ser decorrente dos déficits significativos de alguns Fundos de Pensão, em 2015, alvos da Operação Greenfield, com mencionado anteriormente. Os resultados negativos podem indicar que os Fundos precisem divulgar mais informação devido à necessidade de maiores explicações às partes interessadas (SCOTT, 1994; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; SIEVÄNEN; RITA; SCHOLTENS, 2013). Por outro lado, gestores tem a tendência de divulgar informações mais favoráveis (DYE, 2001).

A variável TEMPO representa o tempo total em quantidade de anos de existência do fundo, desde a sua fundação até 31 de dezembro de 2015, data-base dos dados. A Tabela 1 demonstra que, em média, os fundos possuem 26 anos de existência. O fundo mais novo possui 2 anos de fundação e o mais antigo 57,7 anos.

Na sequência, a Tabela 2 apresenta a matriz de correlação entre a variável dependente (ND), a variável de interesse (GESTORMESTRDOUT) e as demais variáveis de controle.

Tabela 2 – Matriz de correlação das variáveis

		Correlações						
		GESTORMES TRDOUT	LOGINVESTIN DIV	ASSISTPARTI C	ROA	AUDIT	TEMPO	PATROC PUBL
GESTORMESTRDOUT	Correlação de Pearson	1	0,108	-0,104	-0,045	0,017	0,037	0,100
	Sig. (2 extremidades)		0,119	0,136	0,521	0,807	0,593	0,149
	N	209	209	209	209	209	209	209
LOGINVESTINDIV	Correlação de Pearson	0,108	1	0,251**	0,002	0,193**	0,498**	0,179**
	Sig. (2 extremidades)	0,119		0,000	0,982	0,005	0,000	0,010
	N	209	209	209	209	209	209	209
ASSISTPARTIC	Correlação de Pearson	-0,104	0,251**	1	-0,120	-0,014	0,237**	0,036
	Sig. (2 extremidades)	0,136	0,000		0,084	0,839	0,001	0,605
	N	209	209	209	209	209	209	209
ROA	Correlação de Pearson	-0,045	0,002	-0,120	1	0,009	-0,311**	-0,006
	Sig. (2 extremidades)	0,521	0,982	0,084		0,896	0,000	0,936
	N	209	209	209	209	209	209	209
AUDIT	Correlação de Pearson	0,017	0,193**	-0,014	0,009	1	0,132	-0,427**
	Sig. (2 extremidades)	0,807	0,005	0,839	0,896		0,056	0,000
	N	209	209	209	209	209	209	209
TEMPO	Correlação de Pearson	0,037	0,498**	0,237**	-0,311**	0,132	1	0,232**
	Sig. (2 extremidades)	0,593	0,000	0,001	0,000	0,056		0,001
	N	209	209	209	209	209	209	209
PATROC PUBL	Correlação de Pearson	0,100	0,179**	0,036	-0,006	-0,427**	0,232**	1
	Sig. (2 extremidades)	0,149	0,010	0,605	0,936	0,000	0,001	
	N	209	209	209	209	209	209	209

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborada pela autora.

Na análise de correlação procura-se determinar o grau de relacionamento entre duas variáveis (HOFFMANN, 2016). A análise da Tabela 2 não indica correlações significativas (acima de 0,600) entre as variáveis independentes (de interesse e/ou de controle). Assim, não foi necessário excluir variáveis do modelo.

4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

Para proceder a análise de regressão linear múltipla, inicialmente realizou-se o diagnóstico de normalidade dos resíduos da variável dependente (ND), conforme Tabela 3.

Tabela 3 – Testes de normalidade						
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	gl	Sig.	Estatística	gl	Sig.
Resíduos não padronizados	0,041	209	0,200*	0,991	209	0,247

Resíduos padronizados	0,041	209	0,200*	0,991	209	0,247
-----------------------	-------	-----	--------	-------	-----	-------

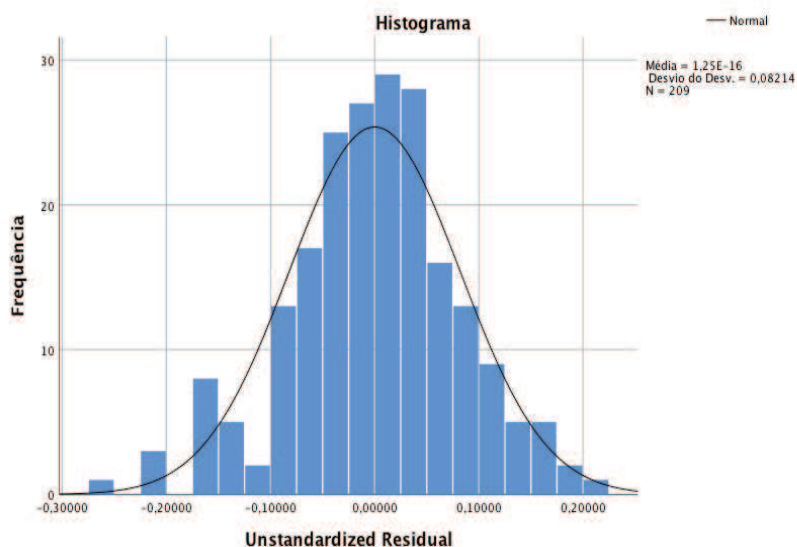
*. Este é um limite inferior da significância verdadeira.

a. Correlação de Significância de Lilliefors

Fonte: Elaborado pela autora.

Verifica-se que tanto pelo teste de Shapiro-Wilk como pelo teste de Kolmogorov-Smirnov os resultados apresentam significância maior do que 0,05 para 209 graus de liberdade, aceitando-se, então, a hipótese nula. Significa que os resíduos possuem distribuição normal. A normalidade dos resíduos é um pressuposto para que o modelo de regressão linear apresente resultados confiáveis. Para atender tal pressuposto, três casos (Gerdau, Quanta e Visão) necessitaram ser excluídos por serem *outliers* e distorcerem os resultados. O Gráfico 1 e o Gráfico 2 apresentam a distribuição normal dos resíduos e a reta de normalidade dos resíduos, respectivamente.

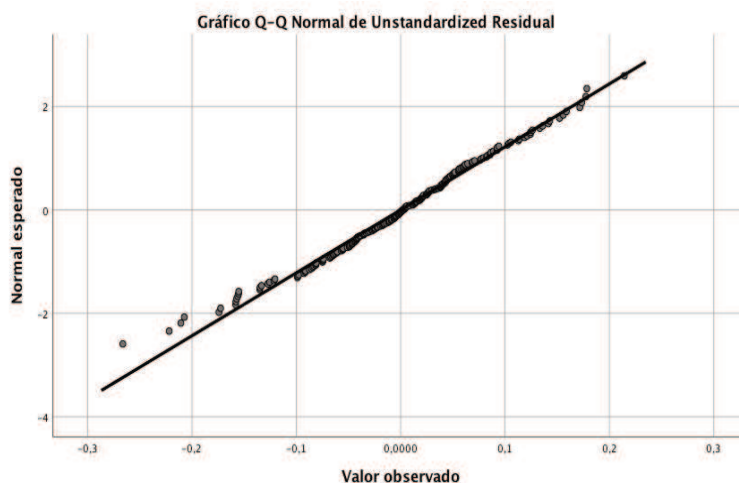
Gráfico 1 – Distribuição normal dos resíduos



Fonte: Elaborado pela autora.

No Gráfico 2 está ilustrada a reta de normalidade dos resíduos.

Gráfico 2 – Reta de normalidade dos resíduos



Fonte: Elaborado pela autora.

A verificação da possibilidade de existência de problemas de heterocedasticidade no modelo foi analisada pelos métodos de Breusch-Pagan-Godfrey e White, conforme Tabelas 4 e 5.

Tabela 4 – Teste de Breusch-Pagan-Godfrey para Heterocedasticidade

Teste de Heterocedasticidade: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-estatístico	1.871919	Prob. F(7,201)	0.0758
Obs*R-quadrado	12.79110	Prob. Qui-Quadrado(7)	0.0774
Scaled explained SS	14.04479	Prob. Qui-Quadrado(7)	0.0504

Fonte: Elaborada pela autora.

Tabela 5 – Teste de White para Heterocedasticidade

Teste de Heterocedasticidade: White			
F- estatístico	1.265009	Prob. F(33,175)	0.1691
Obs*R-Quadrado	40.25354	Prob. Qui-Quadrado(33)	0.1800
Scaled explained SS	44.19892	Prob. Qui- Quadradoa(33)	0.0921

Fonte: Elaborada pela autora.

O problema de heterocedasticidade na regressão ocorre quando as variâncias não são constantes entre as observações (GREENE, 2002; GUJARATI; PORTER, 2010). Os resultados indicam que o modelo não apresenta problemas de heterocedasticidade. Em outras palavras, se o valor de p for significativo ao nível de 95% ($< 0,05$), indica presença de heterocedasticidade (GUJARATI; PORTER, 2010). Nesse caso, como não houve significância nos valores de p , aceita-se o pressuposto de que os dados são homocedásticos.

Também verificou-se a possibilidade de problemas de colinearidade entre as variáveis que compõem o modelo, através do teste VIF, ou fator de inflação da variância, conforme Tabela 6. Duas variáveis são ditas colineares se todos os pontos estiverem sob uma linha reta. “Nesse sentido, se duas variáveis possuem determinado grau de colinearidade, é natural esperar que uma esteja influenciando a estimativa do coeficiente da outra” (MORAIS; STONA; SCHUCK, 2016, p. 130).

Tabela 6 – Teste do fator de inflação da variância

<i>Variance Inflation Factors (VIF)</i>			
Data: 12/18/18 Hora: 15:56			
Amostra: 1 209			
Observações incluídas: 209			
Variáveis	Coeficiente da Variância	VIF Não Centralizado	VIF Centralizado
C	0.002455	73.48173	NA
GESTORMESTRDOUT	0.005381	1.316444	1.045133
LOGINVESTINDIV	2.65E-05	99.85345	1.512846
ASSISTPARTIC	8.10E-06	1.309328	1.125566
AUDIT	0.000188	2.555760	1.394051
ROA	0.001948	1.726208	1.170224
TEMPO	4.22E-07	10.29728	1.640626
PATROCPUBL	0.000211	2.202651	1.433304

Fonte: Elaborada pela autora.

A Tabela 6 apresenta VIF inferior a 10 para todas as variáveis, indicando que essas variáveis não apresentam problemas de multicolinearidade entre si. Assim, se encerram as análises preliminares à análise de regressão linear múltipla, com seus pressupostos confirmados e atestando a validade e confiabilidade da regressão linear múltipla estimada pelos MQO.

A Tabela a seguir apresenta os resultados estimados para a regressão linear múltipla.

Tabela 7 – Resultados da Equação Linear Múltipla

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	t-Estatístico	Prob.
C	0.355058	0.049544	7.166463	0.0000
GESTORMESTRDOUT	0.154061	0.073355	2.100204	0.0370
LOGINVESTINDIV	0.005524	0.005147	1.073262	0.2844
ASSISTPARTIC	-0.013041	0.002847	-4.580744	0.0000
AUDIT	0.038829	0.013705	2.833231	0.0051
ROA	0.112555	0.044132	2.550414	0.0115
TEMPO	0.000431	0.000650	0.663437	0.5078
PATROCPUBL	0.012803	0.014514	0.882141	0.3788
R-Quadrado	0.205449	Média Var. Dependente		0.455941
R-Quadrado Ajustado	0.177778	Erro padrão Var Dependente		0.092148
Erro Padrão da Regressão	0.083556	Critério Akaike		-2.089070
Soma dos Quadrados dos Resíduos	1.403307	Critério Schwarz		-1.961134
Log <i>likelihood</i>	226.3078	Critério Hannan-Quinn		-2.037345
F-Estatístico	7.424742	Estatística Durbin-Watson		2.045213
Prob (F-Estatístico)	0.000000			

Fonte: Elaborada pela autora.

Os resultados apresentados na Tabela 7 mostram que o modelo apresenta R^2 de 20,5%. Já o R^2 ajustado é de 17,8% indicando o nível de explicação do modelo. Significa dizer que 17,8% do nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão é explicado pelas variáveis apresentadas no modelo. Considera-se o percentual de explicação do modelo significativo, tendo em consideração a amostra e as variáveis do modelo. Já o teste F apresenta resultado de 7,4247. O índice maior do que 5,000 indica que ao menos uma variável do modelo ajuda a explicar o Nível de *Disclosure* dos Fundos de Pensão. Já a significância de 0,000 indica que o modelo é altamente significante, conforme demonstra a Tabela 7.

Os resultados do modelo econométrico indicam que a variável explicativa GESTORMESTRDOUT possui relação positiva com o nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão. A Tabela 7 apresenta significância estatística nessa variável. Seu coeficiente demonstra que, para cada incremento percentual de membros do corpo diretivo do fundo (conselheiro deliberativo, conselheiro fiscal e diretoria-executiva) com mestrado e/ou doutorado, aumenta em 0,15 pontos percentuais o nível de

disclosure do Fundo de Pensão. Resultado este que não permite refutar a hipótese previamente estabelecida.

O estudo de Stewart e Yermo (2008), ressalta que as falhas mais sérias na governança dos Fundos de Pensão poderiam ser resolvidas por níveis mais altos de especialização do corpo diretivo. Isso poderia ser alcançado, dentre outras medidas, por meio de treinamento e capacitação dos gestores. Para os autores, muitas vezes o corpo diretivo não possui o conhecimento, a experiência ou o treinamento adequados, o que os impede de compreender e até defrontar sugestões e orientações que recebem de especialistas externos, como atuários e auditores.

Características pessoais, como a educação, desempenham um papel significativo na gestão e na consequente decisão de *disclosure* dessas organizações (BAMBER; JIANG; WANG, 2010; FALEYE; HOITASH; HOITASH, 2018). Bamber, Jiang e Wang (2010) comentam que pesquisas devem estar mais atentas aos efeitos dessas características, que podem ser mais elucidativas do que variáveis já testadas anteriormente como, por exemplo, a personalidade do gestor. A melhoria na habilidade e conhecimento dos gestores pode contribuir positivamente para o *disclosure* (KRISHNAN; WEN; ZHAO, 2011; DASS et al., 2014).

Demanda-se ao nível de conhecimento, responsabilidade e capacitação dos gestores de Fundos de Pensão, se forem consideradas as características do “produto” que operam: recursos de terceiros e em perspectiva de longo prazo (REISH; FAUCHER, 2004; CLARK, 2007; STEWART; YERMO, 2008; ROZANOV, 2015; HEWITT; LA GRANGE, 2017). E, em muitos casos, os gestores não estão devidamente capacitados para tal (FALEYE; HOITASH; HOITASH, 2018). O estudo de Andonov, Hochberg e Rauh (2017) apontou que a falta de conhecimento financeira teve como consequência o mau desempenho dos fundos estudados, por exemplo. Por outro lado, melhores níveis de capacitação melhoram os níveis de julgamento dos gestores no processo de tomada de decisão (CLARK, 2000; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005; HESS, 2005; DEMERJIAN ET AL., 2013).

Em estudo realizado com Fundos de Pensão da África do Sul, os autores identificaram quatro limitações relacionadas ao corpo diretivo, que impactam na boa governança dessas organizações: falta de conhecimento, falta de experiência, falta de independência e falta de capacidade (HEWITT; LA GRANGE, 2017). Tais limitações afetam as decisões de *disclosure* dos fundos e aumentam a assimetria de informação. Por outro lado, o estudo de Francis, Hasan e Wu (2015) apontou que a

presença na gestão de pessoas com conhecimento acadêmico, atribui melhorias significativas na governança e nos resultados das organizações. O que pode contribuir no aumento dos níveis de *disclosure*.

Ilustra-se, por exemplo, que o melhor nível de capacitação dos gestores levaria, provavelmente, a melhores níveis na divulgação de indicadores como “Políticas de Investimento”, “Demonstrativo de Investimento” e “Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA)”. Tais indicadores demandam alto grau de conhecimento técnico sobre a atividade e resumem o resultado das ações desses gestores, de forma que deixariam aparente a eventual falta de habilidade e conhecimento na condução do negócio. Além disso, esses indicadores relacionam-se diretamente às exigências legais dos cargos que ocupam.

Note-se que o art. 13 da LC 108, dentre outros, menciona que compete ao conselho deliberativo a definição da política geral da administração da entidade e de seus planos de benefícios (inciso I) e a gestão de investimentos e plano de aplicação de recursos (inciso III) (BRASIL, 2001a). Essas atribuições são evidenciadas através do indicador “Política de Investimentos” que envolve a divulgação do planejamento para a alocação dos ativos, geralmente para o prazo de cinco anos e do indicador “Demonstrativo de Investimento” que trata-se do detalhamento dos investimentos realizados pelo Fundo, por tipo de investimento, rentabilidade e sua evolução ao longo do tempo. Também a Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA), que explica a atividade administrativa do Fundo de Pensão, suas receitas e despesas e, por consequência, os atos da gestão.

Tais indicadores, embora obrigatórios e essenciais para que as partes interessadas acompanhem os resultados dos Fundos e o cumprimento legal das funções dos gestores, nem sempre são divulgados pelas organizações, o que pode demonstrar o desconhecimento, a incapacidade ou a insegurança do corpo diretivo.

Nesse sentido, torna-se recomendável que os diretamente responsáveis pela gestão do patrimônio, como a diretoria executiva, bem como aqueles que deliberam sobre os principais rumos dessas organizações e aqueles que as fiscalizam (conselhos deliberativo e fiscal) disponham de conhecimentos específicos para que compreendam adequadamente suas atividades, bem como as tarefas daqueles que a eles se reportam (MITCHELL; HSIN, 1994; STEWART; YERMO, 2008; DASS et al., 2014; OECD, 2016).

Os resultados apontam que o maior nível de formação dos gestores também aumenta o *disclosure* dos Fundos de Pensão e, por consequência, reduzem a assimetria de informação. Sem um entendimento adequado das qualidades como conhecimento e capacitação, necessárias para o desempenho das funções de gestão, por parte de todo o sistema que envolve os fundos de pensão, incluindo órgãos reguladores, pessoas não qualificadas e sem a compreensão completa da extensão de suas responsabilidades continuarão a ocupar esses cargos (HEWITT; LA GRANGE, 2017). E é nessa linha que órgãos reguladores ao redor do mundo tem atuado, como no caso do *The Pension Regulator* (TPR), no Reino Unido, do *Department of Labor* (DOL), nos Estados Unidos e do *The Pension Board* (TPB), na Irlanda (DOL, 2004; TPB, 2006; TPR, 2007).

Para a *International Organisation of Pension Supervisors* (IOPS), diversos países utilizam o processo de certificação para que o órgão regulador possa garantir a competência necessária do corpo diretivo dos Fundos de Pensão. No requerimento de habilitação, normalmente o dirigente é obrigado a apresentar uma série de documentos às autoridades competentes, dentre os quais, a qualificação acadêmica e profissional (IOPS, 2008).

Conforme já mencionado, no Brasil também há o processo de certificação de membros da diretoria executiva e conselheiros deliberativos e fiscais pela Previc, conforme disposto na Resolução CNPC n. 19, de 30 de março de 2015 e Instrução PREVIC n. 28, de 12 de maio de 2015. No entanto, no entendimento da organização internacional o monitoramento pós-licenciamento é tão importante quanto a avaliação de pré-licenciamento. A esse respeito, as autoridades de supervisão podem conduzir pro-ativamente inspeções *in loco* para verificar se os membros continuam atendendo aos critérios "apropriados e adequados".

A título de exemplo, no Reino Unido e na Austrália, foram feitos esforços para educar os gestores com vistas a aprimorar suas habilidades e conhecimentos de forma contínua. No Reino Unido há, inclusive, um método de treinamento aos administradores – um programa de *e-learning* que cobre todo o escopo de temas que podem preencher as lacunas em seus conhecimentos. O programa fornece o conteúdo para o aprendizado e o kit de ferramentas. Como o material foi escrito pelo regulador, é evidente que, usando essas ferramentas, os treinadores cobrirão os pontos de aprendizado que o regulador acredita que os administradores devem

conhecer e entender. Além disso, o regulador realizou um programa de treinamento prévio com os instrutores no uso do kit de ferramentas²⁵ (TPR, 2007; IOPS, 2008).

Na mesma linha, o órgão regulador dos Fundos de Pensão irlandês enfatizou a importância do treinamento para os gestores e membros do conselho destas organizações. A legislação daquele país foi alterada para introduzir o treinamento obrigatório para gestores, em até seis meses após sua nomeação e, pelo menos, a cada dois anos a partir de então. As opções de treinamento devem incluir *e-learning*, treinamento presencial de atualização e um fórum de administradores.

Também os cursos oferecidos pelo *Irish Institute of Pension Managers* oferecem aos participantes a oportunidade de receber uma qualificação formal como parte de seu regime de treinamento. O órgão regulador irlandês avalia a atualização dos cursos, o conteúdo dos treinamentos, bem como a qualidade dos instrutores (TPB, 2006). Também nos casos de Portugal e Espanha, membros da diretoria e dos conselhos devem cumprir requisitos básicos em matéria de qualificação profissional e experiência para exercer seus cargos (STEWART; YERMO, 2008).

Ocorre que, no caso brasileiro, não há especificamente educação continuada para o corpo diretivo, apenas a renovação da habilitação conforme §3º do art. 9º da Instrução Previc n. 06, de 29 de maio de 2017: “Os dirigentes habilitados que permanecerem ou forem reconduzidos para o mesmo cargo terão validade do atestado de habilitação prorrogada automaticamente por trinta dias, período no qual deverão solicitar renovação da habilitação” (PREVIC, 2017b, p. 2). E, nesse caso, a busca por capacitação formal fica a cargo de cada gestor.

Como descrito no capítulo anterior, para fins de análise, também verificou-se a capacitação formal do principal gestor do Fundo de Pensão. Identificou-se que apenas 16 gestores principais possuíam mestrado e/ou doutorado, conforme apresenta a Tabela 8.

²⁵ Maiores informações sobre o processo de *e-learning* utilizado pelo órgão regulador dos fundos de pensões do Reino Unido, bem como sobre o *kit* ferramental pode ser acessado através do endereço eletrônico: <https://www.thepensionsregulator.gov.uk/en/trustees/21st-century-trusteeship/4,-d,-,-trustee-training-and-improving-your-knowledge>. Acesso em: 15 nov. 2018

Tabela 8 – Capacitação formal do principal gestor

FUNDO	ND	GESTOR PRINCIPAL COM MESTRADO E/OU DOUTORADO
91	0,38	Sim
116	0,42	Sim
166	0,42	Sim
94	0,46	Sim
100	0,46	Sim
201	0,46	Sim
11	0,48	Sim
15	0,48	Sim
161	0,48	Sim
6	0,50	Sim
206	0,50	Sim
111	0,52	Sim
151	0,54	Sim
60	0,56	Sim
35	0,63	Sim
96	0,67	Sim

Fonte: Elaborada pela autora.

A Tabela 8 corrobora os resultados da regressão linear referentes à variável *GESTORMESTRDOUT* pois percebe-se que nenhum Fundo de Pensão em que o principal dirigente possui mestrado e/ou doutorado apresenta nível de *disclosure* menor que 38%. Tais resultados indicam a não rejeição da hipótese proposta no estudo, no sentido de que gestores com maior nível de capacitação formal contribuem na elevação dos níveis de *disclosure* e, por consequência, na redução da assimetria de informação.

Além da variável de interesse, as variáveis de controle *ASSISTPARTIC*, *AUDIT* e *ROA* também apresentaram significância estatística. A variável de controle *ASSITPARTIC* apresenta significância estatística, porém, está negativamente relacionada à variável *ND*. Os resultados indicam que, quanto maior o número de assistidos (aposentados) do Fundo de Pensão em relação aos participantes (ativos), menor o nível de *disclosure* do fundo. Para cada aumento de um ponto percentual de assistidos sobre participantes, há uma redução de 0,013% no nível de *disclosure* do fundo. Isto significa que os assistidos já estão em gozo de seus benefícios e, portanto, não há preocupação maior com *disclosure* ou com o monitoramento das ações dos gestores, ou maiores cobranças quanto a metas, por exemplo (KLUMPES, 2011).

A significância estatística também foi identificada na variável de controle AUDIT, representada pelos fundos que são auditados por empresas de auditoria *big four*. Há relação positiva entre auditoria *big four* e o nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão. Os resultados demonstram que o fato de o Fundo de Pensão ser auditado por uma das empresas de auditoria *big four* (PwC, Ernst & Young, KPMG e Deloitte) aumenta em 0,038% o seu nível de *disclosure*.

A complexidade e características próprias da contabilidade previdenciária a tornam mais suscetível a divulgação de relatórios inadequados e exigem o envolvimento de especialistas capazes de avaliar as operações dos fundos (ANANTHARAMAN, 2017). Nesse sentido, a auditoria é um método para o exercício do monitoramento e acompanhamento das ações dos gestores pelos proprietários (JENSEN; MECKLING, 1976; WATTS; ZIMMERMAN, 1983). O monitoramento dessas ações é importante, senão crucial, para a formação e manutenção das organizações. Além disso, os auditores externos talvez sejam os profissionais com maior nível de conhecimento técnico, tempo e recursos necessários para analisar as decisões tomadas pela gestão (CLARK, 2004).

Os estudos de Bauman e Shaw (2014) e Chang, Duke e Hsieh (2014) apontaram a auditoria como determinante para o *disclosure* dos Fundos de Pensão. Para Bauman e Shaw (2014), o fato de a organização ser auditada por uma *big four* está positivamente relacionado às decisões de *disclosure* do fundo. É possível que uma empresa de auditoria global, em especial uma *big four*, imponha ao Fundo de Pensão padrões mais elevados de controle, governança e conformidade, levando-o a maior *disclosure*.

Já a variável de controle ROA apresenta significância estatística ao nível de 5% e está positivamente relacionada com a variável dependente ND. Para cada ponto de acréscimo no ROA, há um aumento de 0,11% no nível de *disclosure* do Fundo de Pensão. Na visão de Dye (2001), o fato de a organização não divulgar adequadamente o seu desempenho pode levar à inferência de que os seus resultados não são bons, isto é, de que se está omitindo uma 'má notícia'.

A literatura sobre *disclosure* de empresas participantes do mercado indica que, em geral, quando há um resultado negativo, essas precisam divulgar maior número de informações para explicar tal resultado às partes interessadas e manter uma gestão transparente (SKINNER, 1994; GRAHAM; HARVEY; RAJGOPAL, 2005;

HEBB, 2006). A divulgação de desempenho ruim reduz o risco de litígio (HEALY; PALEPU, 2001).

Os resultados deste estudo contrariam essa lógica, demonstrando que quanto maior o retorno sobre o ativo, maior é o nível de divulgação dos Fundos de Pensão. Uma das razões se dá porque a divulgação de informações sobre o desempenho, incluindo indicadores de liquidez e rentabilidade contribui para a redução da assimetria de informação entre gestores e as demais partes interessadas (CAMFFERMAN; COOKE, 2002). No caso dos Fundos de Pensão, reduz a assimetria entre gestores e participantes, gerando uma relação de confiança entre estes e o fundo, criando um cenário para que mais empregados sejam participantes dos Fundos de Pensão.

Além disso, na visão de Tan e Cam (2013), a divulgação do resultado positivo amplia o *disclosure* porque tal resultado aumenta o tamanho do fundo. E fundos maiores possuem mais estrutura e conseguem minimizar os custos de produção da informação, gerando, assim, mais *disclosure*.

As variáveis de controle LOGINVESTINDIV (investimento médio individual), representativa de tamanho, bem como TEMPO de existência do fundo e PATROCPUBL (fundos com patrocínio público) não apresentaram significância estatística.

4.4 APRESENTAÇÃO DOS DADOS DA REGRESSÃO LOGÍSTICA LOGIT

Conforme descrito na seção 3.4, optou-se pela realização da regressão logística LOGIT como teste de robustez. A amostra foi dividida em três partes e foram utilizadas a primeira e a última parte na regressão, desconsiderando-se os fundos com nível intermediário de *disclosure*. Ao primeiro terço, atribuiu-se nota zero para a variável Nível de *Disclosure*, considerando o baixo nível de *disclosure* apresentado. Para o último terço atribuiu-se nota um, considerando o alto nível de *disclosure*. Os resultados são dispostos nas Tabelas 9 e 10.

Tabela 9 – Resumo do Modelo Logit

Etapa	Verossimilhança de log -2	R quadrado Cox & Snell	R quadrado Nagelkerke
1	180,659 ^a	,108	,144

Fonte: Elaborada pela autora.

A Tabela 9 demonstra que o R² calculado pelo método Cox & Snell apresenta o resultado de 10,8%. Significa dizer que o modelo testado é capaz de explicar 10,8% das variações registradas na variável dependente Nível de *Disclosure* (ND). Já no método de Nagelkerke o poder explicativo das variações registradas na variável ND é de 14,4%.

Tabela 10 – Tabela de classificação^a

Observado		Previsto			
		ND		Porcentagem correta	
		0	1		
Etapa 1	ND	0	47	24	66,2
		1	26	45	63,4
Porcentagem global					64,8

a. O valor de recorte é ,500

Fonte: Elaborada pela autora.

A Tabela de Classificação 10 apresenta um resultado de classificação satisfatória (64,8%) quanto ao uso das variáveis independentes como estimadores do Nível de *Disclosure*. Em outras palavras, apresenta o poder preditivo dos resultados.

Tabela 11 – Testes de coeficientes de modelo Omnibus

		Qui-quadrado	df	Sig.
Etapa 1	Etapa	16,194	7	,023
	Bloco	16,194	7	,023
	Modelo	16,194	7	,023

Fonte: Elaborada pela autora.

A tabela 11 apresenta o teste da razão de verossimilhança (LR) para avaliar o efeito dos fatores na variável Nível de *Disclosure*. Nota-se que a significância estatística demonstra o efeito relevante dos fatores, para a predição dos resultados.

Já a Tabela 12 apresenta a significância das variáveis incluídas na equação.

Tabela 12 – Variáveis na equação

		B	Erro Padrão	Wald	df	Sig.
Etapa 1ª	GESTORMESTRDOUT	4,906	2,810	3,048	1	,081
	LOGINVESTINDIV	,144	,152	,894	1	,344
	ASSISTPARTIC	-,103	,090	1,300	1	,254
	ROA	1,138	1,466	,602	1	,438
	AUDIT	,893	,423	4,461	1	,035
	TEMPO	,001	,019	,001	1	,972
	PATROCPUBL	,104	,446	,054	1	,816
	Constante	-2,263	1,510	2,245	1	,134

a. Variável(is) inserida(s) na etapa 1: GESTORMESTRDOUT, LOGINVESTINDIV, ASSISTPARTIC, ROA, AUDIT, TEMPO, PATROCPUBL.

Fonte: Elaborada pela autora.

Destacam-se as variáveis GESTORMESTRDOUT, com significância estatística ao nível de 10% e maior beta (4,91) e a variável AUDIT, com alta significância e beta de 0,89. As demais variáveis não apresentaram significância estatística. Nesse sentido, pode-se dizer que a variável GESTORMESTRDOUT e AUDIT contribuem significativamente para a previsão do Nível de *Disclosure*. Tais respostas confirmam os resultados da regressão linear múltipla, apresentada no item 4.2.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa tese teve por objetivo analisar a relação entre o nível de capacitação formal dos gestores e o nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão Brasileiros. Os resultados obtidos não rejeitam a hipótese estabelecida, ou seja, gestores com maiores níveis de capacitação formal, mais especificamente com mestrado e doutorado, impactam positivamente o *disclosure* dos Fundos de Pensão, contribuindo para a redução da assimetria de informação. Considera-se que esse seja um dos principais aportes dessa tese, no sentido de que, diferente da literatura tradicional (AKERLOF, 1970; VERRECCHIA, 1983, 1990; WAGENHOFER, 1990; STIGLITZ, 2000; DYE, 2001; ARROW, 2012) que discorre sobre a seleção adversa e o risco moral e seus efeitos sobre o *disclosure*, esse estudo mostrou que outros fatores, como a capacitação dos gestores, podem impactar na discricionariedade do gestor e na sua decisão sobre o que deve ser divulgado.

Evidencia-se, assim, que questões ligadas ao impróprio gerenciamento dos recursos e ao baixo nível de *disclosure* não se restringem a problemas de risco moral e de seleção adversa, mas podem também estar ligadas aos níveis de capacitação formal do corpo diretivo do fundo.

Há poucas informações sobre o perfil dos gestores dos fundos. Órgãos reguladores poderiam atuar na melhoria da transparência dos perfis dos gestores, bem como sua estrutura de seleção e de avaliação de desempenho, além do direcionamento de capacitação adequada, levando-os, conseqüentemente, a melhores decisões e maior nível de *disclosure*.

Tal fato é confirmado pelo indicador “mini-currículo da diretoria”, divulgado por apenas 2,4% dos Fundos de Pensão analisados. Já os indicadores referentes ao processo de contratação, eleição e indicação de membros da diretoria executiva e dos conselhos, são divulgados por 7% e 21% dos fundos, respectivamente. Essas informações auxiliariam na redução da assimetria de informação na medida em que se divulgaria o nível de formação do corpo diretivo.

Stewart e Yermo (2008) mencionam boas práticas que poderiam ser melhoradas nos Fundos de Pensão. Algumas dessas são aplicáveis à realidade brasileira e contribuiriam sobremaneira na melhoria do nível de *disclosure* e, por consequência, na redução da assimetria de informação. Podem-se citar: melhor orientação, por ocasião dos processos eletivos, do nível e dos tipos de conhecimentos

necessários aos membros da diretoria executiva e dos conselhos; incentivo à capacitação de gestores de forma regular e contínua, em especial a formação em *stricto sensu* (mestrado e/ou doutorado); fornecimento de treinamentos gratuitos, inclusive *online* e apoio financeiro na capacitação formal de gestores. Além disso, sugere-se que essas medidas sejam divulgadas nos relatórios anuais dos fundos.

Outra contribuição da tese refere-se à construção do índice de *disclosure* com base em indicadores representativos das informações econômico-financeiras dos Fundos de Pensão. Esse processo considerou diversas etapas, como o exame dos relatórios anuais divulgados pelas organizações, a percepção de pesquisadores no tema, contadores e auditores de Fundos de Pensão, além da aplicação de questionário junto a assistidos e de participantes, o que possibilitou a captura das informações demandadas pelo principal público de interesse dessas organizações. Também considerou a verificação da legislação vigente e a análise dos componentes principais.

Esse processo permitiu a triangulação entre as informações divulgadas pelos Fundos de Pensão em comparação àquelas exigidas e recomendadas pelos órgãos de fiscalização, além de evidenciar as informações demandadas por assistidos e participantes, originando-se, então, a listagem final dos indicadores que compõem o índice de *disclosure* dos Fundos de Pensão. E, nesse sentido, sugere-se aos órgãos reguladores a ampliação das normas sobre divulgação de informações, de forma que contemple aquelas demandadas pelas partes interessadas e pelas boas práticas de governança. Pois, conforme demonstrado, nenhuma das organizações estudadas divulgou a totalidade desses indicadores nos seus Relatórios Anuais. Também sugere-se aos Fundos de Pensão que adotem por prática a divulgação desses indicadores, ainda que de forma voluntária. Tais ações reduziriam a assimetria de informação e, como consequência, reduziriam também o risco moral.

Ademais, os resultados também indicam que as variáveis de controle AUDIT, representada pelos fundos que são auditados por empresas de auditoria do perfil *big four* e o indicador ROA (retorno sobre ativo) também apresentaram significância estatística ao nível de 5%. Os coeficientes mostram que o resultado positivo dos fundos e o fato de serem auditados por empresas globais de auditoria, impactam positivamente no nível de *disclosure* dessas entidades.

Por outro lado, a variável de controle ASSISTPART, representando a quantidade de assistidos em relação ao número de participantes ativos possui

significância estatística ao nível de 5%, mas coeficiente negativo. Significa que, quanto maior o número de assistidos (pessoas que estão recebendo o benefício), em relação aos participantes ativos, menor o nível de *disclosure*. Tal fato se explica porque a demanda por informação por parte de assistidos talvez seja menor porque estes já estão em pleno gozo de seus benefícios. Diversamente ocorre no universo dos participantes ativos: há expectativa de recebimento e, ao mesmo tempo, desembolso em curso, o que gera maior atenção e interesse do participante.

Como limitações do estudo, ressaltam-se aquelas descritas na seção 3.5, como por exemplo: o grau de subjetividade envolvido na definição dos indicadores; a não disponibilidade dos relatórios anuais de todos os Fundos de Pensão; as etapas de construção de indicadores que envolveram aplicação de questionário e, portanto, baseado na percepção dos respondentes; a coleta e a análise de evidências restritas ao ano de 2015 e o fato de se ter considerado apenas a capacitação formal dos gestores.

Nesse sentido, sugere-se como futuros estudos a análise da capacitação informal dos gestores como fator explicativo no nível de *disclosure* dos Fundos de Pensão, bem como a segregação por área do conhecimento, no caso da capacitação formal, com especial atenção às áreas de formação específica como Contabilidade, Gestão, Atuária e Finanças. Também sugere-se a investigação de outras características do corpo diretivo que possam influenciar no *disclosure*, como idade, gênero, remuneração e tempo no cargo.

REFERÊNCIAS

ADAMS, C. A. The ethical, social and environmental reporting-performance portrayal gap. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, [s.l.], v. 17, 2004.

AFONSO, P. **A relevância dos níveis de divulgação da informação das empresas cotadas portuguesas**. 2016. 50 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais) - Lisbon School of Economics & Management, Universidade de Lisboa, Lisboa, 2016.

AHMED, K.; COURTIS, J. K. Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. **British Accounting Review**, [s.l.], v. 31, p. 35-61, 1999. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0890838998900828>>. Acesso em: 7 maio 2018.

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970. Disponível em: <<https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.2307/1879431>>. Acesso em: 27 fev. 2017

ALMEIDA, J. E. F. de et al. Effects of income smoothing practices on the conservatism of public companies listed on the BM & FBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 23, n. 58, p. 65-75, jan./abr. 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772012000100005&lng=en&nrm=iso&tlng=en>. Acesso em: 19 dez. 2018.

ALMEIDA, K. K. N.; CALLADO, A. L. C. Indicadores de desempenho ambiental e social de empresas do setor de energia elétrica brasileiro: uma análise realizada a partir da ótica da teoria institucional. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Senhor do Bonfim, v. 7, n. 1, p. 222-239, 2017. Disponível em: <<https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/view/2683>>. Acesso em: 16 maio 2018.

AMBACHTSHEER, K.; CAPELLE, R.; LUM, H. Pension fund governance today: strengths, weaknesses and opportunities for improvement. **Financial Analysts Journal**, Charlottesville, v. 20, p. 383-403, Oct. 2006.

ANANTHARAMAN, D. The role of specialists in financial reporting: evidence from pension accounting. **Review of Accounting Studies**, New York, v. 22, n. 3, p. 1261-1306, 2017.

ANDONOV, A.; EICHHOLTZ, P.; KOK, N. Intermediated investment management in private markets: evidence from pension fund investments in real estate. **Journal of Financial Markets**, [s.l.], v. 22, p. 73-103, 2015.

ANDONOV, A.; HOCHBERG, Y. V.; RAUH, J. D. Political representation and governance: evidence from the investment decisions of public pension funds. **SSRN Electronic Journal**, Rochester, p. 1-59, 2017. Disponível em: <<https://www.ssrn.com/abstract=2754820>>. Acesso em: 21 jan. 2019.

ANDREWS, V. L. Investment practices of corporate pension funds. **The Journal of Finance**, New York, v. 14, n. 3, p. 423-424, Sept. 1959. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2976816>>. Acesso em: 21 jan. 2019.

ARROW, K. J. Economic theory and the financial crisis. **Information Systems Frontiers**, New York, v. 14, n. 5, p. 967-970, 2012.

ARROW, K. J. Economic welfare and the allocation of resources for invention. In: *The rate and direction of inventive activity: economic and social factors*. [s.l.]: Princeton University Press, 1962. p. 609-626.

ARROW, K. J. Uncertainty and the welfare economics of medical care. **The American Economic Review**, [Baltimore], v. 53, n. 5, p. 941-973, 1963.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Consolidado estatístico**. São Paulo: Abrapp, 2015. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%20C3%ADstico_12_2015.pdf>. Acesso em: 12 jun. 2018.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Brazilian pension system**. São Paulo, 2017. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/Paginas/Brazilian-Pension-System.aspx>>. Acesso em: 28 nov. 2018.

BALAKRISHNAN, S.; KOZA, M. P. Information asymmetry, adverse selection and joint-ventures. **Journal of Economic Behavior & Organization**, Amsterdam, v. 20, n. 1, p. 99-117, 1993. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0167268193900832>>. Acesso em: 3 out. 2018.

BAMBER, L. S.; JIANG, J.; WANG, I. Y. What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. **Accounting Review**, [s.l.], v. 85, n. 4, p. 1131-1162, 2010.

BAUMAN, M. P.; SHAW, K. W. An analysis of critical accounting estimate disclosures of pension assumptions. **Accounting Horizons**, [s.l.], v. 28, n. 4, p. 819-845, Dec. 2014. Disponível em: <<http://aaajournals.org/doi/abs/10.2308/acch-50823>>. Acesso em: 12 abr. 2017.

BERGSTRESSER, D.; DESAI, M.; RAUH, J. Earnings manipulation, pension assumptions, and managerial investment decisions. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, p. 157-195, Feb. 2006.

BERLE, A.; MEANS, G. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1932.

BIANCHI, R. J.; DREW, M. E.; WALK, A. N. On the responsible investment disclosure practices of the world's largest pension funds. **Accounting Research Journal**, Bingley, v. 23, n. 3, p. 302-318, 2010. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/10309611011092619>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

BLAKE, D. et al. Pension fund performance and risk-taking under decentralized investment management. **ICPM Sponsored Research**, Toronto, p. 1-41, July, 2009.

BLAKE, D.; LEHMANN, B.; TIMMERMANN, A. Asset allocation dynamics and pension fund performance. **Journal of Business**, New York, v. 72, n. 4, p. 429-461, 1999. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/10.1086/209623>>. Acesso em: 28 maio 2016.

BODIE, Z. et al. **NBER working paper**: funding and asset allocation in corporate pension plans: an empirical investigation. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1984. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w1315.pdf>>. Acesso em: 23 jun. 2018.

BRADLEY, D.; PANTZALIS, C.; YUAN, X. The influence of political bias in state pension funds. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 119, n. 1, p. 69-91, Jan. 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.017>>. Acesso em: 10 ago. 2016.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acesso em: 13 nov. 2018.

BRASIL. **Decreto n. 4.942, de 30 de dezembro de 2003**. Regulamenta o processo administrativo para apuração de responsabilidade por infração à legislação no âmbito do regime da previdência complementar, operado pelas entidades fechadas de previdência complementar, de que trata o art. 66 da Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001, a aplicação das penalidades administrativas, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2003/D4942.htm>. Acesso em: 13 nov. 2018.

BRASIL. **Lei Complementar n. 108 de 29 de maio de 2001a**. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp108.htm>. Acesso em: 13 nov. 2018.

BRASIL. **Lei Complementar n. 109 de 29 de maio de 2001b**. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp109.htm>. Acesso em: 13 nov. 2018.

BRASIL. **Lei n. 12.618, de 30 de abril de 2012.** Institui o regime de previdência complementar para os servidores públicos federais titulares de cargo efetivo, inclusive os membros dos órgãos que menciona; fixa o limite máximo para a concessão de aposentadorias e pensões pelo regime de previdência de que trata o art. 40 da Constituição Federal; autoriza a criação de 3 (três) entidades fechadas de previdência complementar, denominadas Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo (Funpresp-Exe), Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Legislativo (Funpresp-Leg) e Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário (Funpresp-Jud); altera dispositivos da Lei nº 10.887, de 18 de junho de 2004; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2012/Lei/L12618.htm>. Acesso em: 13 nov. 2018.

BRASIL. **Lei n. 8.213, de 24 de julho de 1991.** Dispõe sobre os Planos de Benefícios da Previdência Social e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8213cons.htm>. Acesso em: 13 nov. 2018.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **A Previdência Social brasileira:** Seminário Conjunto da Comissão de Ciência, Tecnologia, Inovação, Comunicação e Informática do Senado com Comissões da Câmara. Brasília, DF: MPS, 2009.

BRASIL. **Anuário estatístico da previdência social 2006.** Brasília, DF: MPS, 2006a.

BRASIL. **Reforma da previdência:** garantia dos benefícios no futuro. Brasília, DF: Presidência da República, [2017].

BRASIL. Resolução MPS / CGPC n. 16 de 22 de novembro de 2005. Normatiza os planos de benefícios de caráter previdenciário nas modalidades de benefício definido, contribuição definida e contribuição variável, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 7 dez. 2005.

BRASIL. **Resolução MPS/CGPC n. 23, de 06 de dezembro de 2006.** Dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos assistidos e participantes dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências. Brasília, DF: MPS, 2006b.

BRASIL. Resolução MPS/CGPC nº 18, de 28 de março de 2006. Estabelece parâmetros técnico-atuariais para estruturação de plano de benefícios de entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Brasília, 2006. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 5 abr. 2006c.

BRASIL. Resolução MPS/CNPC nº 19, de 30 de março de 2015. Dispõe sobre os processos de certificação, habilitação e qualificação no âmbito das entidades fechadas de previdência complementar. 2015. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 16 abr. 2015.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Secretaria de Previdência Complementar. **Previdência complementar**: cartilha do participante. Brasília, DF: MPS, 2008.

BRASIL. Ministério Público Federal. **Operação Greenfield**. Brasília, DF, 5 de julho de 2016. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/greendfield-doc-10>>. Acesso em: 6 abr. 2017.

BUZBY, S. L. Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure. **Journal of Accounting Research**, Hoboken, v. 13, n. 1, p. 16, 1975. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/10.2307/2490647?origin=crossref>>. Acesso em: 7 maio 2018.

CAAMAÑO, P. C. **Práticas de governança corporativa em Fundo de Pensão**: estudo de um caso brasileiro. 2007. 134 f. Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão) - Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2007.

CAMFFERMAN, K.; COOKE, T. E. An analysis of disclosure in the annual reports of U.K and Dutch Companies. **Journal of International Accounting Research**, [s.l.], v. 1, n. 1, p. 3-30, 2002.

CATALAN, M. Pension funds and corporate governance in developing countries: what do we know and what do we need to know? **Journal of Pension Economics and Finance**, Cambridge, v. 3, n. 2, p. 197-232, 2004.

CESAR, A. M. R. V. C. Medidas de desempenho da área de recursos humanos e seu relacionamento com indicadores de desempenho econômico. **Revista de Gestão**, São Paulo, v. 22, n. 1, p. 97-114, jan./mar. 2015. Disponível em: <www.revistas.usp.br/rege/article/download/102626/100893/>. Acesso em: 16 maio 2018.

CHALMERS, A. F. **O que é ciência afinal?** Brasília: Brasiliense, 1993.

CHANG, C.-C.; DUKE, J. C.; HSIEH, S.-J. Improving the disclosure basis of pension accounting. **The Journal of Corporate Accounting and Finance**, [s.l.], p. 63-70, 2014.

CHEN, J. J. et al. Implications of political patronage and political costs for corporate disclosure: evidence from the Shanghai pension corruption scandal. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, Thousand Oaks, v. 32, n. 1, p. 92-122, 2017.

CHEN, S.; DEFOND, M. L.; PARK, C. W. Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 33, n. 2, p. 229-251, 2002.

CHOI, F. D. S. Financial disclosure and entry to the european capital market. **Journal of Accounting Research**, Hoboken, v. 11, n. 2, p. 159-175, 1973.

CHUK, E. C. Economic consequences of mandated accounting disclosures: evidence from pension accounting standards. **Accounting Review**, [s.l.], v. 88, n. 2,

p. 395-427, 2013.

CLARK, G. L. Expertise and representation in financial institutions: UK legislation on pension fund governance and US regulation of the mutual fund industry. **Twenty-First Century Society**, [s.l.], v. 2, n. 1, p. 1-24, 2007.

CLARK, G. L. Pension fund capitalism: a casual analysis. **Geografiska Annaler**, New York, v. 80, n. 3, p. 139-157, 1998. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/491080>>. Acesso em: 19 jun. 2018.

CLARK, G. L. Pension fund governance expertise and organizational form. **Journal of Pension Economics and Finance**, Cambridge, v. 3, n. 2, p. 233-253, 2004.

CLARK, G. L. Pension systems: a comparative perspective. **SSRN Electronic Journal**, Rochester, Feb. 2000. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=228948>>. Acesso em: 19 jun. 2018.

CLARK, G. L.; CAERLEWY-SMITH, E.; MARSHALL, J. C. Pension fund trustee competence decision making in problems relevant to investment practice. **Journal of Pension Economics and Finance**, Cambridge, v. 5, n. 1, p. 91-110, 2006.

CLARK, G. L.; MONK, A. H. B. Partisan politics and bureaucratic encroachment: the principles and policies of pension reserve fund design and governance. **SSRN Electronic Journal**, Rochester, May 2011. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=1854343>>. Acesso em: 16 jun. 2016.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento conceitual básico (R1)**. Brasília: CPC, 2011. Disponível em: <http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em: 20 out. 2018.

CONSELHO DE GESTÃO DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (CGPC). Resolução CGPC n. 13, de 01 de outubro de 2004. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar - EFPC. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 6 out. 2004.

COOKE, T. E. Voluntary corporate disclosure by swedish companies. **Journal of International Financial Management and Accounting**, Hoboken, v. 1, n. 2, p. 171-195, 1989.

COPELAND, R. M.; INGRAM, R. W. Municipal bond market recognition of pension reporting practices. **Journal of Accounting and Public Policy**, Amsterdam, v. 2, n. 3, p. 147-165, 1983.

CRAMER, J. J.; NEYHART, C. A. A conceptual framework for accounting and reporting by pension plans. **Abacus**, Sidney, v. 16, n. 1, p. 3-16, 1980.

DASS, N.; KINI, O.; NANDA, V.; ONAL, B.; WANG, J. Board Expertise: Do Directors from Related Industries Help Bridge the Information Gap? **The Review of Financial**

Studies, [s.l.], v. 27, n. 5, p. 1533-1592, 2014.

DELOITTE. **In the dark: what boards and executives don't know about the health of their businesses**. New York: Deloitte LLP and the Economist Intelligence Unit, 2004. Disponível em <<https://www.gigshowcase.com/EndUserFiles/40266.pdf>>. Acesso em: 4 abr. 2019.

DEMERJIAN, P. R. et al. Managerial ability and earnings quality. **Accounting Review**, [s.l.], v. 88, n. 2, p. 463-498, 2013.

DEPARTMENT OF LABOR (DOL). Responsibilities of an ERISA Fiduciary. **The Pension Benefits**. [s.l.], [s.v.], p. 11-12, 2004.

DIAS, L. P. Governance of brazilian pension funds. **Bepress Legal Repository**, Berkeley, July 2006.

DORSA, L.; POVLOSKI, D. Reporting and disclosure: not just form 5500. **Plan Compliance**, [s.l.], p. 60-62, 2004.

DREW, M. E.; STANFORD, J. D. Principal and agent problems in superannuation funds. **The Australian Economic Review**, [s.l.], v. 36, n. 1, p. 98-107, 2003.

DYE, R. A. An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 2001, p. 181-235, Mar. 2001. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.461.5598&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em: 1 mar. 2017.

EATON, T. V.; NOFSINGER, J. R.; VARMA, A. Institutional investor ownership and corporate pension transparency. **Financial Management**, [s.l.], v. 43, n. 3, p. 603-630, 2014.

FALEYE, O.; HOITASH, R.; HOITASH, U. Industry expertise on corporate boards. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, [s.l.], v. 50, n. 2, p. 441-470, 2018.

FEDER, E. K. Poder-saber. In: TAYLOR, D. (ed.). **Michel Foucault: conceitos fundamentais**. Petrópolis: Vozes, 2018.

FORTE, L. M. et al. Determinants of voluntary disclosure: a study in the brazilian banking sector. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Senhor do Bonfim, v. 5, n. 2, p. 23-37, 2015.

FOUCAULT, M. **A arqueologia do saber**. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

FOUCAULT, M. **As palavras e as coisas: uma arqueologia das ciências humanas**. 6. ed. São Paulo: Martins Fontes, 1992.

FOUCAULT, M. **História da sexualidade: a vontade de saber**. 13. ed. Rio de Janeiro: Edições Graal, 1988.

FRANCIS, B.; HASAN, I.; WU, Q. Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance. **Journal of Financial Management**, [s.l.], n. Fall, p. 547-581, 2015.

FREEMAN, R. E.; REED, D. L.; Stakeholders and Stakeholders: a new perspective on Corporate Governance. **California Management Review**, Los Angeles, v. 25, n. 3, p. 88-106, 1983.

GARCÍA MECA, E.; MARTÍNEZ CONESA, I. Divulgación voluntaria de información empresarial: índices de revelación. **Partida Doble: Revista de Contabilidad, Auditoría y Empresas**, Madrid, n. 157, p. 66-77, 2004.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R.; RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 40, n. 1-3, p. 3-73, 2005.

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2002.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometría**. 5. ed. Cidade do México: McGraw-Hill, 2010.

GÜLLÜ, T. Impact of training and development programs on motivation of employees in banking sector. **International Journal of Economics, Commerce and Management**, Rochester, v. 4, n. 6, p. 90-99, 2016.

HAKANSSON, N. H. Essays in the Theory of Risk-Bearing by Kenneth J . Arrow. **The Journal of Finance**, New York, v. 27, n. 5, p. 1193-1196, 1972.

HALMAN, R. M. Equity agency costs in payouts, pension plan manipulation and firm performance. **Managerial Finance**, Bngley, v. 39, n. 11, p. 1056-1076, 2013.

HARBRECT, P. P.; MURRAY, R. F. Impact of pension funds: discussion. **The Journal of Finance**, New York, v. 16, n. 2, p. 351-358, 1961. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2977985>>. Acesso em: 28 maio 2016.

HEALY, P.; PALEPU, K. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 31, p. 405-440, 2001.

HEBB, T. The economic inefficiency of secrecy: pension fund investors' corporate transparency concerns. **Journal of Business Ethics**, Berlin, v. 63, n. 4, p. 385-405, 2006.

HEINK, U.; KOWARIK, I. What are indicators? On the definition of indicators in ecology and environmental planning. **Ecological Indicators**, [s.l.], v. 10, n. 3, p. 584-593, 2010.

HERRERA-RODRÍGUEZ, E. E.; MACAGNAN, C. B. Bancos en Brasil y España: factores explicativos de revelación del capital relacional. **Cuadernos de**

Contabilidade, Bogotá, v. 16, n. 40, p. 151-178, 2015. Disponível em: <<http://revistas.javeriana.edu.co/index.php/cuacont/article/view/13096>>. Acesso em: 16 maio 2018.

HERTZBERG, A. A theory of disclosure in speculative markets. **Management Science**, Catonsville, v. 64, n. 12, p. 5787-5806, Dec. 2018. Disponível em: <<http://pubsonline.informs.org/doi/10.1287/mnsc.2017.2822>>. Acesso em: 14 dez. 2017.

HESS, D. Protecting and politicizing public pension fund assets: empirical evidence on the effects of governance structures and practices. **Law Review**, [s.l.], v. 39, n. 187, p. 187-227, 2005. Disponível em: <https://lawreview.law.ucdavis.edu/issues/39/1/articles/DavisVol39No1_HESS.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2018.

HEWITT, L. M. M.; LA GRANGE, F. Servant as leader: critical requirements for the appointment and training of retirement fund trustees. **South African Journal of Human Resource Management**, Durbanville, v. 15, n. 1, p. 1-12, 2017.

HOFFMANN, R. **Análise de regressão**: uma introdução à econometria. Piracicaba: Portal de Livros Abertos da USP, 2016.

HOLMSTROM, B. Moral hazard and observability. **The Bell Journal of Economics**, New York, v. 10, n. 1, p. 74, 1979. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3003320?origin=crossref>>. Acesso em: 13 mar. 2017.

HOSSAIN, M.; REAZ, M. The determinants and characteristics of voluntary disclosure by banking companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, [s.l.], v. 14, p. 274-288, July 2007.

HOWELL, P. P. A Re-examination of pension fund investment policies. **The Journal of Finance**, New York, v. 13, n. 2, p. 261-274, 1958. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2978998>>. Acesso em: 28 maio 2016.

HWANG, S.; SARATH, B. Disclosure of Pension asset allocation and expected rate of return management. **SSRN Electronic Journal**, Rochester, p. 1-55, 2015. Disponível em: <<http://www.ssrn.com/abstract=2715199>>. Acesso em: 5 abr. 2017.

INTERNATIONAL ORGANISATION OF PENSION SUPERVISORS (IOPS). **Supervisory oversight of pension fund governance**: mandatory provident fund schemes authority, Hong Kong, China. [S.l.]: IOPS, 2008. n. 8.

JANNUZZI, P. D. M. Indicadores para diagnóstico, monitoramento e avaliação de programas sociais no Brasil. **Revista do Serviço Público**, Brasília, DF, v. 56, n. 2, p. 137-160, 2005.

JARDIM, M. A. C. A Previdência Social e o mercado de previdência privada: um olhar sociológico. **Revista da ABET**, [s.l.], v. 3, n. 2, p. 77-113, 2003.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency

costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, p. 305-360, 1976.

JIANG, B.; MURPHY, P. J. Do business school professors make good executive managers? **Academy of Management Perspectives**, Briarcliff Manor, v. 21, p. 29-51, 2007.

KAHL, A.; BELKAOUI, A. Bank annual report disclosure adequacy internationally. **Accounting and Business Research**, [s.l.], v. 11, n. 43, p. 189-196, 1981.

KANAGARETNAM, K.; LOBO, G. J.; WHALEN, D. J. Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements? **Journal of Accounting and Public Policy**, Amsterdam, v. 26, n. 4, p. 497-522, 2007.

KLUMPES, P. J. M. Incentives and disincentives for voluntary disclosure by pension funds: international evidence. **Accounting and Business Research**, [s.l.], v. 30, n. 4, p. 287-298, Feb. 2012. Disponível em: <<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00014788.2000.9728946>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

KLUMPES, P. J. M. The changing political economy of pension fund accounting regulation: a comparative study of four Anglo-American countries. **Pensions**, Berlin, v. 16, n. 3, p. 140-150, Aug. 2011.

KOTHARI, S. P.; LI, X.; SHORT, J. E. The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 84, n. 5, p. 1639-1670, 2009. Disponível em: <http://ebusiness.mit.edu/research/papers/195__ShortKothari_Disclosures.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2019.

KOWALEWSKI, O. Corporate governance and pension fund performance. **Contemporary Economics**, Warsaw, v. 6, n. 1, p. 14-44, 2012.

KRISHNAN, J.; WEN, Y.; ZHAO, W. Legal expertise on corporate audit committees and financial reporting quality. **Accounting Review**, [s.l.], v. 86, n. 6, p. 2099-2130, 2011.

LAMBERT, R. A.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, E. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. **Review of Finance**, [s.l.], v. 16, n. 1, p. 1-29, 2011.

LANG, M. H. et al. Voluntary disclosure and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock? **Contemporary Accounting Research**, Hoboken, v. 17, n. 4, p. 623-662, 2000. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1506/9N45-F0JX-AXVW-LBWJ>>. Acesso em: 10 mar. 2017.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, Hoboken, v. 38, n. 2000, p. 91-124, 2000. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2672910?origin=crossref>>. Acesso em:

em: 10 mar. 2017.

LYNCH, R. A teoria do poder de Foucault. In: TAYLOR, D. (ed.). **Michel Foucault: conceitos fundamentais**. Petrópolis: Vozes, 2018.

MACAGNAN, C. B. **Condicionantes e implicación de revelar activos intangibles**. 2007. 248 f. Tesis (Doctorado en Creación, Estrategia y Gestión de Empresas) - Departamento de Economía de la Empresa, Universitat Autònoma de Barcelona, Barcelona, 2007. Disponível em: <<http://ddd.uab.cat/pub/tesis/2007/tdx-0229108-163700/cbm1de1.pdf>>. Acesso em: 19 set. 2016.

MACAGNAN, C. B. Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. (Portuguese). **Voluntary disclosure: factors explaining the extent of information on intangible resources. (English)**, [s.l.], n. 50, p. 46-61, 2009.

MARQUARDT, C. A.; WIEDMAN, C. I. Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings. **Contemporary Accounting Research**, Hoboken, v. 15, n. 4, p. 505-533, 1998. Disponível em: <<http://doi.wiley.com/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00570.x>>. Acesso em: 10 mar. 2017.

MARSTON, C. L.; SHRIVES, P. J. The use of disclosure indices in accounting research: a review article. **British Accounting Review**, [s.l.], v. 23, p. 195-210, 1991.

MENDALES, R. E. Fitting an old tiger with new teeth: protecting public employee funds investing in complex financial instruments. **Marquette Law Review**, Milwaukee, v. 96, p. 241-313, 2012.

MENDONÇA, D. J. et al. Utilização da análise fatorial para identificação dos principais indicadores de avaliação de desempenho econômico-financeiro: uma aplicação em instituições financeiras bancárias. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 16., 2016, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2016.

MILLER, E. Trends in private pension funds. **The Journal of Finance**, New York, v. 16, n. 2, p. 313-327, 1961. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2977983>>. Acesso em: 28 maio 2016.

MILNE, M. J. Positive accounting theory, political costs and social disclosure analyses: a critical look. **Critical Perspectives on Accounting**, Amsterdam, v. 13, n. 3, p. 369-395, 2002.

MITCHELL, O. S.; HSIN, P. L. Public pension governance and performance. **National Bureau of Economic Research**, Cambridge, n. 4632, Jan. 1994. . Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w4632>>. Acesso em: 19 nov. 2018.

MITCHELL, O. S.; PIGGOTT, J.; KUMRU, C. Managing public investment funds: best practices and new questions. **Journal of Pension Economics and Finance**,

Cambridge, v. 7, n. 3, p. 321-356, 2008.

MITCHELL, R. K.; AGLE, B. R.; WOOD, D. J. Toward a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts. **Academy of Management Review**, [s.l.], v. 22, n. 4, p. 853-886, 1997.

MORAIS, I.; STONA, F.; SCHUCK, G. **Econometria aplicada no eviews**. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística, 2016.

MURRAY, R. F. Pension funds in the american economy. **The Journal of Finance**, New York, v. 23, n. 2, p. 331-336, 1968. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2325397>>. Acesso em: 28 maio 2016.

MUSALEM, A. R.; PALACIO, R. J. **Public pension fund management: governance, accountability and investment policies**. Washington: World Bank, 2003.

NGAKA, W.; OPENJURU, G.; MAZUR, R. E. Exploring formal and non-formal education practices for integrated and diverse learning environments in Uganda. **The International Journal of Diversity in Organizations, Communities, and Nations**, [s.l.], v. 11, n. 6, p. 109-122, 2012. Disponível em: <<https://cgscholar.com/bookstore/works/exploring-formal-and-nonformal-education-practices-for-integrated-and-diverse-learning-environments-in-uganda>>. Acesso em: 9 dez. 2018.

NISTOR, N.; PREDESCU, L.; ISTUDOR, I. I. Analysis of the voluntary disclosure of companies' performance indicators. In: INTERNATIONAL DAAAM SYMPOSIUM, 22., 2011, Viena. **Annals of DAAAM for 2011 & Proceedings...** [s.l.: s.n], 2011. Disponível em: <http://www.daaam.info/Downloads/Pdfs/proceedings/proceedings_2011/1499_Nistor.pdf>. Acesso em: 8 out. 2017.

OLIVARES, V. da S. **A curva ROC e suas aplicações**. 2009. 84 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Matemática Aplicada Computacional) - Instituto de Matemática e Estatística, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD guidelines for the protection of rights of members and beneficiaries in occupational pension plans**. [S.l.]: OECD, 2003.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD guidelines for pension fund governance**. [S.l.]: OECD, 2009.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD principles of corporate governance**. Paris: G20: OECD, 2015.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD core principles of private pension regulation**. [S.l.]: OECD, 2016. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Core-Principles-Private-Pension-Regulation.pdf>>. Acesso em: 10 abr. 2017.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Pension markets in focus**. [S.l.]: OECD, 2018.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD); INTERNATIONAL ORGANISATION OF PENSION SUPERVISORS (IOPS). **OECD/IOPS good practices for pension funds' risk management systems**. [S.l.]: OECD: IOPS, 2011.

PACHECO, R. R.; MACAGNAN, C. B.; SEIBERT, R. M. Fatores explicativos do nível de evidencição de informações de organizações do terceiro setor. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Senhor do Bonfim, v. 6, n. 2, p. 72-93, 2016. Disponível em: <<http://www.bibliotekevirtual.org/index.php/2013-02-07-03-02-35/2013-02-07-03-03-11/1913-rgfc/v06n02/19882-fatores-explicativos-do-nivel-de-evidenciacao-de-informacoes-de-organizacoes-do-terceiro-setor.html>>. Acesso em: 5 mar. 2017.

PASQUALETO, J. C. M. **Os fatores impactantes dos custos administrativos nos Fundos de Pensão brasileiros**. 2015. 81 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2015.

PINHEIRO, R. P. **Riscos demográficos e atuariais nos planos de benefício definido e de contribuição definida num Fundo de Pensão**. 2005. 320 f. Tese (Doutorado em Demografia) - Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2005. Disponível em: <http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/MCCR-6W9PQK/ricardo_pena_pinheiro.pdf?sequence=1>. Acesso em: 14 ago. 2018.

QUEISSER, M. Regulation and supervision of pension funds: principles and practices. **International Social Security Review**, Hoboken, v. 51, n. 2, p. 6-7, 1998.

RABELO, F. M.; MACHRY, M. S. Custeio dos Fundos de Pensão no Brasil. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 7., 2000, Recife. **Anais...** Recife: [s.n.], 2000.

REISH, F.; FAUCHER, J. The fiduciary duty to ask for help: fiduciaries are held to the highest legal standard. Where they are unsure of their expertise, fiduciaries must seek the advice of experts and carefully evaluate the advice given. **Journal of Pension Benefits**. [s.l.], v. 12, p. 80-83, Autumn, 2004. Disponível em: <<http://link.galegroup.com/apps/doc/A124641883/AONE?u=capes&sid=AONE&xid=4a73e400>>. Acesso em: 12 jan. 2019.

RIBEIRO FILHO, J. F. et al. F. Composição do ativo de investimentos em entidades fechadas de previdência complementar (EFPC): uma análise exploratória focada no tipo de patrocínio. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 10, n. 27, p. 175-188, 2008.

ROSE, P. A disclosure framework for public fund investment policies. **Investment**

Policy Disclosure, [s.l.], n. 19, p. 1-15, Dec. 2014.

ROZANOV, A. Public pension fund management: best practice and international experience. **Asian Economic Policy Review**, [s.l.], v. 10, n. 2, p. 275-295, 2015.

SARTOR, N. The long-run effects of the Italian pension reforms. **International Tax and Public Finance**, Berlin, v. 8, n. 1, p. 83-111, 2001.

SCHIPPER, K. Required disclosures in financial reports. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 82, n. 2, p. 301-326, 2007.

SCOTT, T. W. Incentives and disincentives for financial disclosure: voluntary disclosure of defined benefit pension plan information by canadian firms. **Accounting Review**, [s.l.], v. 69, n. 1, p. 26-43, 1994. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/248259>>. Acesso em: 11 jun. 2018.

SCOTT, T. W. Pension disclosures under SFAS No. 87: theory and evidence. **Contemporary Accounting Research**, Hoboken, v. 8, n. 1, p. 62-81, 1991.

SEARCY, C.; DIXON, S. M.; NEUMANN, P. W. The use of work environment performance indicators in corporate social responsibility reporting. **Journal of Cleaner Production**, Amsterdam, v. 112, p. 2907-2921, Jan. 2016. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.10.081>>. Acesso em: 8 out. 2017.

SEIBERT, R. M. **Determinantes da evidenciação de informações representativas de responsabilidade social: um estudo em instituições de ensino superior filantrópicas**. 2017. 208 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), 2017.

SEIBERT, R. M.; MACAGNAN, C. B. Social responsibility disclosure determinants by philanthropic higher education institutions. **Meditari Accountancy Research**, v. 27, n. 2, p. 258-286, 2019.

SIEVÄNEN, R.; RITA, H.; SCHOLTENS, B. The drivers of responsible investment: the case of european pension funds. **Journal of Business Ethics**, Berlin, v. 117, n. 1, p. 137-151, 2013.

SIEW, R. Y. J.; BALATBAT, M. C. A.; CARMICHAEL, D. G. The impact of ESG disclosures and institutional ownership on market information asymmetry. **Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics**, [s.l.], v. 23, n. 4, p. 432-448, 2016.

SILVA, V. F. e. Performance de indicadores financeiros de seguradoras no Brasil: uma análise de componentes principais. In: CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 9., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2009.

SINGHVI, S. S.; DESAI, H. B. An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. **The Accounting Review**, [s.l.], v. 46, n. 1, p. 129-138, 1971.

SKINNER, D. J. Why firms voluntarily disclose bad news. **Journal of Accounting Research**, Hoboken, v. 32, n. 1, p. 38-60, 1994. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/10.2307/2491386?origin=crossref>>. Acesso em: 2 fev. 2019.

SPENCE, M. Job market signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 87, n. 3, p. 355-375, 1973.

STADLER, I. M.; CASTRILLO, D. P. **Introducción a la Economía de la Información**. Barcelona: Editorial Ariel, 1994.

STEWART, F.; YERMO, J. Pension fund governance: challenges and potential solutions. **Pensions**, [s.l.], n. 18, p. 36, 2008.

STIGLITZ, J. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. **The Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 115, n. 4, p. 1441-1478, 2000. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/2586930>>. Acesso em: 13 mar. 2017.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Guia PREVIC**: melhores práticas contábeis para entidades fechadas de previdência complementar. Brasília, DF: Previc, 2014.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Guia PREVIC**: melhores práticas em Fundos de Pensão. Brasília, DF: PREVIC, 2010.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Guia PREVIC**: melhores práticas de governança para entidades fechadas de previdência complementar. Brasília, DF: PREVIC, 2012.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Guia PREVIC**: de melhores práticas em investimento. Brasília, DF: PREVIC, 2011.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). Instrução Previc nº 28, de 12 de maio de 2016. Estabelece procedimentos para certificação, habilitação e qualificação dos membros da diretoria-executiva, do conselho deliberativo, do conselho fiscal e dos demais profissionais de que trata a Resolução CNPC nº 19, de 30 de março de 2015, e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, ed. 91, 13 maio 2016. Seção 1, p. 183.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Informe estatístico trimestral**: dezembro de 2017. Brasília, DF: Previc, 2017a.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). Instrução Previc n. 6, de 29 de maio de 2017. Estabelece procedimentos para certificação e habilitação de dirigentes das entidades fechadas de previdência

complementar. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 30 maio 2017b. Disponível em: <<http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/37/MF-PREVIC/2017/6.htm>>. Acesso em: 14 nov. 2018.

TAN, M. G. S.; CAM, M. A. Does governance structure influence pension fund fees and costs? An examination of Australian not-for-profit superannuation funds. **Australian Journal of Management**, Thousand Oaks, v. 40, n. 1, p. 114-134, 2015.

TAN, M. G. S.; CAM, M. A. Explaining pension fund product and governance disclosure in Australia. **Australasian Accounting Business & Finance Journal**, [s.l.], v. 7, n. 3, p. 49-67, 2013.

TANG, J.; CROSSAN, M.; ROWE, W. G. Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: the moderating role of a powerful board. **Journal of Management Studies**, [s.l.], v. 48, n. 7, p. 1479-1503, 2011.

TAYLOR, D. Poder, liberdade e subjetividade. In: TAYLOR, D. (ed). **Michel Foucault: conceitos fundamentais**. Petrópolis: Vozes, 2018.

TEIXEIRA, B. de M. **Fatores explicativos da adesão às práticas de governança de entidades fechadas de previdência complementar brasileiras**. 2015. 104 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, 2015.

THAMOTHERAM, R.; WILDSMITH, H. Increasing Long-Term Market Returns: realising the potential of collective pension fund action. *Corporate Governance: an International Review*. v. 15, n. 3, p. 438-454, 2007.

THE PENSIONS BOARD (TPB). **Report of the pension board**. Dublin: TPB, 2006.

THE PENSIONS REGULATOR (TPR). **Annual report and accounts 2006-2007**. London: TPR, 2007.

TONKS, I. Performance persistence of pension fund managers. **The Journal of Business**, Chicago, v. 78, n. 5, p. 1917-1942, 2005.

UNITED KINGDOM. **Myners Principles for Institutional Investment Decision-making**: review of progress. London, HM Treasury, 2004. Disponível em: <<http://uksif.org/wp-content/uploads/2012/12/MYNERS-P.-2004-Myners-principles-for-institutional-Investment-decision-making-review-of-progress.pdf>>. Acesso em: 21 fev. 2019.

UNITED KINGDOM. **Updating the Myners Principles**: a consultation. HM Treasury, London: The Pension Regulator (TPR), 2008. Disponível em <https://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_myner_310308.pdf>. Acesso em: 21 fev. 2019.

URQUIZA, F. B.; NAVARRO, M. C. A.; TROMBETTA, M. Disclosure indices design: does it make a difference? **Revista de Contabilidad**, [s.l.], v. 12, n. 2, p. 253-277,

2009.

VARELLA, C. A. A. **Análise multivariada aplicada às Ciências Agrárias**: análise de componentes principais. Seropédica: Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <[http://www.ufrj.br/institutos/it/deng/varella/Downloads/multivariada aplicada as ciencias agrarias/Aulas/analise de componentes principais.pdf](http://www.ufrj.br/institutos/it/deng/varella/Downloads/multivariada%20aplicada%20as%20ciencias%20agrarias/Aulas/analise%20de%20componentes%20principais.pdf)>. Acesso em: 10 abr. 2017.

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 5, p. 179-194, 1983.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

VERRECCHIA, R. E. Information quality and discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 12, n. 4, p. 365-380, 1990.

VITTAS, D. **Policies to promote saving for retirement**: a synthetic overview. Washington: The World Bank, 2002. Disponível em: <<https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14840> >. Acesso em: 11 jan. 2017.

WAGENHOFER, A. Voluntary disclosure with a strategic opponent. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 12, p. 341-363, 1990.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Agency problems, auditing, and the theory of the firm: some evidence. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 26, n. 3, p. 613-633, 1983. Disponível em: <<http://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/467051>>. Acesso em: 11 jan. 2017.

WELKER, M. Disclosure policy , information asymmetry , and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, Hoboken, v. 11, n. 2, p. 801-827, 1995.

WILLETT, M. A new model for retirement education and counseling. **Financial Services Review**, Amsterdam, v. 17, p. 105-130, 2008.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets, relational contracting. Beijing: ChengCheng Books, 1985.

ANEXOS

ANEXO 1 – LISTAGEM DE FUNDOS DE PENSÃO

Listagem de Entidades Fechadas de Previdência Complementar conforme divulgado Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), disponibilizada em 14 de outubro de 2016²⁶.

1	ABBOTTPREV	160	INFRAPREV
2	ABBPREV	161	INSTITUTO AMBEV
3	ABRILPREV	162	ISBRE
4	ACEPREV	163	ITAU UNIBANCO
5	ACIPREV	164	ITAUSAINDL
6	AEROS	165	JOHNSON
7	AERUS	166	JUSPREV
8	AGROS	167	KPMG PREV
9	ALBAPREV	168	KRAFT PREV
10	ALCOA PREVI	169	LILLYPREV
11	ALEPEPREV	170	MAIS VIDA PREV
12	ALLERGAN PREV	171	MAPPIN
13	ALPAPREV	172	MARCOPREV
14	ALPHA	173	MAUA PREV
15	ANABBPREV	174	MBPREV
16	APCDPREV	175	MENDESPREV
17	ARUS	176	MERCAPREV
18	AVONPREV	177	MERCERPREV
19	BANDEPREV	178	METRUS
20	BANESES	179	MM PREV
21	BANESPREV	180	MONGERAL
22	BANORTE	181	MSD PREV
23	BANRISUL/FBSS	182	MULTIPENSIONS
24	BASES	183	MULTIPLA
25	BASF PC	184	MULTIPREV
26	BB PREVIDENCIA	185	MÚTUOPREV
27	BCO. SUMITOMO	186	NUCLEOS
28	BOMPREV	187	OABPREV-GO
29	BOTICARIO PREV	188	OABPREV-MG
30	BP PREV	189	OABPREVNORDESTE
31	BRASILETROS	190	OABPREV-PR
32	BRASLIGHT	191	OABPREV-RJ
33	BRASPREV	192	OABPREV-RS
34	BRF PREVIDÊNCIA	193	OABPREV-SC

²⁶ Disponível em: <<http://www.precic.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-1>>

35	BRISTOL-MYERS	194	OABPREV-SP
36	BUNGEPREV	195	ODEPREV
37	CABEA	196	ORIOUS
38	CABEC	197	P&G PREV
39	CAEMI	198	PARSE
40	CAFBEF	199	PEIXOTO
41	CAGEPREV	200	PETROS
42	CAPAF	201	PFIZER PREV
43	CAPEF	202	PHILIP MORRIS
44	CAPESESP	203	PLANEJAR
45	CAPOF	204	PORTOPREV
46	CARBOPREV	205	PORTUS
47	CARFEPE	206	POSTALIS
48	CARGILLPREV	207	POUPREV
49	CARREFOURPREV	208	PRECE
50	CASANPREV	209	PREV PEPISCO
51	CASFAM	210	PREVBEP
52	CAVA	211	PREVCHEVRON
53	CBS	212	PREVCUMMINS
54	CELOS	213	PREVDATA
55	CELPOS	214	PREVDOW
56	CENTRUS	215	PREVEME
57	CENTRUS/MT	216	PREVEME II
58	CEPLUS	217	PREVES
59	CERES	218	PREVHAB
60	CIASPREV	219	PREVI - FIERN
61	CIBRIUS	220	PREVI - SIEMENS
62	CIFRAO	221	PREVI INCEPA
63	CITIPREVI	222	PREVI NOVARTIS
64	CNBPREV	223	PREVI/BB
65	COHAPREV	224	PREVI-BANERJ
66	COMPESAPREV	225	PREVIBAYER
67	COMSHELL	226	PREVIBOSCH
68	CP PREV	227	PREVICAT
69	CREDIPREV	228	PREVICEL
70	CYAMPREV	229	PREVICOKE
71	DANAPREV	230	PREVIDÊNCIA USIMINAS
72	DATUSPREV	231	PREVIDEXXONMOBIL
73	DERMINAS	232	PREVI-ERICSSON
74	DESBAN	233	PREVIG
75	DUPREV	234	PREVI-GM
76	EATONPREV	235	PREVIHONDA
77	ECONOMUS	236	PREVIKODAK
78	ECOS	237	PREVILEAF
79	EDS PREV	238	PREVILLOYDS

80	ELETRA	239	PREVIM
81	ELETROCEEE	240	PREVIMA
82	ELETROS	241	PREVINDUS
83	ELOS	242	PREVINOR
84	EMBRAER PREV	243	PREVINORTE
85	ENERPREV	244	PREVIP
86	ENERSUL	245	PREVIPLAN
87	FABASA	246	PREVIRB
88	FACEAL	247	PREVISC
89	FACEB	248	PREVISCANIA
90	FACEPI	249	PREVISTIHL
91	FACHESF	250	PREVMON
92	FACOPAC	251	PREVSAN
93	FAECES	252	PREVTOKIO
94	FAELBA	253	PREVUNIAO
95	FAELCE	254	PREVUNISUL
96	FAPA	255	PREVYASUDA
97	FAPECE	256	PRHOSPER
98	FAPERS	257	PROMON
99	FAPES	258	PSS
100	FAPIEB	259	QUANTA
101	FASASS	260	RAIZPREV
102	FASC	261	RANDONPREV
103	FASCEMAR	262	RBS PREV
104	FASERN	263	REAL GRANDEZA
105	FATL	264	RECKITTPREV
106	FBEMGEPREV	265	REDEPREV
107	FECOMÉRCIO/FPA	266	REFER
108	FFMB	267	REGIUS
109	FGV-PREVI	268	RJPREV
110	FIBRA	269	ROCHEPREV
111	FIOPREV	270	SABESPREV
112	FIPECQ	271	SANPREV
113	FMCPREV	272	SANTANDER BANES
114	FORD	273	SANTANDERPREVI
115	FORLUZ	274	SAO BERNARDO
116	FUCAE	275	SAO FRANCISCO
117	FUCAP	276	SAO RAFAEL
118	FUMAC	277	SARAHPREV
119	FUMPRES	278	SBOTPREV
120	FUNASA	279	SEBRAE PREVIDENCIA
121	FUNBEP	280	SEGURIDADE
122	FUNCASAL	281	SERGUS
123	FUNCEF	282	SERPROS
124	FUNCESP	283	SIAS

125	FUND. BRASILSAT	284	SICOOB PREVI
126	FUNDAÇÃO COPEL	285	SILIUS
127	FUNDAÇÃO CORSAN	286	SISTEL
128	FUNDAÇÃO LIBERTAS	287	SOMUPP
129	FUNDAMBRAS	288	SP-PREVCOM
130	FUNDIAGUA	289	STEIO
131	FUNDO PARANA	290	SUL PREVIDÊNCIA
132	FUNEPP	291	SUPRE
133	FUNPADEPAR	292	SUPREV
134	FUNPRESP-EXE	293	SYNGENTA PREVI
135	FUNPRESP-JUD	294	TECHNOS
136	FUNSEJEM	295	TELOS
137	FUNSSSEST	296	TETRA PAK PREV
138	FUNTERRA	297	TEXPREV
139	FUSAN	298	TOYOTA PREVI
140	FUSESC	299	TRAMONTINAPREV
141	FUTURA II	300	UASPREV
142	FUTURA PREV	301	UBB-PREV
143	GAROTO	302	ULTRAPREV
144	GASIOUS	303	UNILEVERPREV
145	GEAPPREVIDÊNCIA	304	UNIMED FUNDO DE PENSÃO
146	GEBSA-PREV	305	UNIPREVI
147	GEIPREV	306	UNISYS-PREVI
148	GERDAU	307	URANUS
149	GOODYEAR	308	UTC PREV
150	GZM PREVI	309	VALIA
151	HP PREV	310	VBPP
152	HSBC	311	VIKINGPREV
153	HSBCINSTITUIDOR	312	VISÃO PREV
154	IAJA	313	VOITH PREV
155	IBM	314	VULCAPREV
156	ICATUFMP	315	VWPP
157	IFM	316	WEG
158	INDUSPREVI	317	WYETH PREV
159	INERGUS		

ANEXO 2 – CORRESPONDÊNCIA ANAPAR DISPONIBILIZADA EM SUA PÁGINA ELETRÔNICA

21/03/2018

Unisinos realiza pesquisa com participantes | Anapar



ANAPAR
ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES DE FUNDOS DE PENSÃO

Institucional »
Inscrições
Boletins
Agenda »
Contato

UNISINOS REALIZA PESQUISA COM PARTICIPANTES

14 de dezembro de 2017 em Boletins, Sem categoria

[f](#) Compartilhar
 [T](#) Tweetar
 [G+](#) Compartilhar
 [W](#) Compartilhar
 [V](#) Ver mais

Um bom conhecimento sobre Fundos de Pensão é essencial para o desenvolvimento do setor. A necessidade de aprofundar estudos na área é constante e, entendendo que os níveis de informações fornecidos nos Relatórios Anuais de cada fundação de previdência complementar são muito importantes para esse desenvolvimento, a doutoranda Letícia Medeiros da Silva, da Universidade Unisinos, de Porto Alegre (RS), decidiu averiguar os níveis de informação fornecidos aos participantes nos anuários. Esse é o objetivo da pesquisa Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais.

Por considerar a iniciativa científica de interesse setorial e que poderá render informações benéficas a todas as pessoas ligadas aos fundos de pensões, a associação contribui com a pesquisadora da Unisinos, disponibilizando seus canais institucionais para a realização da pesquisa. "A relação entre academia e sociedade a partir da produção de conhecimento é sempre positiva para os dois lados", explica o presidente da Anapar, Antônio Braulio de Carvalho.

O estudo é parte da tese de doutorado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Unisinos e é orientado pela Professora Dr. Clea Beatriz Macagnan. A partir da averiguação dos níveis de informação, será possível apontar as falhas existentes nos relatórios anuais, identificar os pontos que precisam ser mais detalhados e/ou explicados e trazer credibilidade à nossa cobrança por novas políticas de divulgação.

O questionário contém 33 perguntas objetivas sobre as questões que devem estar presentes nos relatórios anuais. O tempo médio de preenchimento é de apenas cinco minutos. A Unisinos informa que as respostas são sigilosas e seu nome NÃO será divulgado. Por fim, para estimular ainda mais o interesse dos respondentes, a universidade comunica que fará três sorteios de R\$ 1.000 (hum mil reais) cada aos que participarem da pesquisa até às 15h do dia 28 de dezembro/17.

Segundo as informações da pesquisadora, o sorteio será realizado no próprio dia 28, às 19h, por meio do site sorteador.com.br. Para mais informações, leia o regulamento.

Para responder a pesquisa clique aqui.

ASSOCIE-SE

Juntos somos mais fortes

Venha para a ANAPAR fortalecer ainda mais a nossa luta.

[CLIQUE AQUI E PREENCHA A FICHA DE FILIAÇÃO](#)



ARTIGOS RELACIONADOS

<p>Últimos dias para participar da ação coletiva pela dedução das contribuições extraordinárias no IR</p> <p>20 de março de 2018</p>	<p>Regional da Anapar qualifica centenas de participantes</p> <p>14 de março de 2018</p>	<p>Assembleia extraordinária da Anapar ocorre a partir desta quarta-feira (14)</p> <p>13 de março de 2018</p>
--	--	---

CURTA NOSSA PÁGINA



Anapar
1,3 mil curtidas

[CURTIR PÁGINA](#)

Seja o primeiro de seus amigos a curtir isso.



BLOGS PARCEIROS

- ▶ [Blog do Jesus](#)
- ▶ [Vida de um aposentado em Telecom](#)
- ▶ [AAPT](#)

ANAPARPREV

ANAPARPREV

- ▶ [Inscrição](#)
- ▶ [Regulamento](#)
- ▶ [Guia](#)
- ▶ [Simulação](#)
- ▶ [Rentabilidade](#)

FATOR PREVIDENCIÁRIO

- ▶ Saiba como o Fator Previdenciário interfere no cálculo de sua aposentadoria.

<http://www.anapar.com.br/?p=29700>

1/2

ANEXO 3 – CORRESPONDÊNCIA ANAPAR COM PRORROGAÇÃO DO PRAZO DA PESQUISA

21/03/2018

Pesquisa Unisinos é prorrogada até 15 de janeiro | Anapar



Institucional »
Inscrições
Boletins
Agenda »
Contato

PESQUISA UNISINOS É PRORROGADA ATÉ 15 DE JANEIRO

28 de dezembro de 2017 em Boletins

 Compartilhar
  Tweetar
  Compartilhar
  Compartilhar
  Ver mais

A pesquisa que está sendo realizado pela Unisinos com os participantes de fundos de pensão para verificar o quanto eles se consideram informados sobre a situação de suas fundações foi prorrogada até 15 de janeiro.

O estudo é parte da tese de doutorado do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Unisinos. A partir da averiguação dos níveis de informação, será possível apontar as falhas existentes nos relatórios anuais, identificar os pontos que precisam ser mais detalhados e/ou explicados e trazer credibilidade à nossa cobrança por novas políticas de divulgação.

O questionário contém 33 perguntas objetivas sobre as questões que devem estar presentes nos relatórios anuais. O tempo médio de preenchimento é de apenas cinco minutos. A Unisinos informa que as respostas são sigilosas e seu nome NÃO será divulgado. Por fim, para estimular ainda mais o interesse dos respondentes, a universidade comunica que fará três sorteios de R\$ 1.000 (hum mil reais) cada aos que participarem da pesquisa até o dia 15 de janeiro.

Segundo as informações da pesquisadora, o sorteio será realizado por meio do site sorteador.com.br. Para mais informações, leia o regulamento.

Para responder a pesquisa clique aqui.

https://docs.google.com/forms/d/e/1FAIpQLScBC7nFhOesYcGCmIKLSo_ZComMdVT39-ET9-R05EK5ctrHg/viewform

ASSOCIE-SE

Juntos somos mais fortes

Venha para a ANAPAR fortalecer ainda mais a nossa luta.

CLIQUE AQUI E PREENCHA A FICHA DE FILIAÇÃO



CURTA NOSSA PÁGINA



Anapar
1,3 mil curtidas

JORNAL VEZES DO APOSENTADO E PÓS-REFORMA

Curtir Página

Seja o primeiro de seus amigos a curtir isso.



BLOGS PARCEIROS

- [▶ Blog do Jesus](#)
- [▶ Vida de um aposentado em Telecom](#)
- [▶ AAPT](#)

ANAPARPREV



- [▶ Inscrição](#)
- [▶ Regulamento](#)
- [▶ Guia](#)
- [▶ Simulação](#)
- [▶ Rentabilidade](#)

FATOR PREVIDENCIÁRIO

- [▶ Saiba como o Fator Previdenciário interfere no cálculo de sua aposentadoria.](#)

ARTIGOS RELACIONADOS

<p>Últimos dias para participar da ação coletiva pela dedução das contribuições extraordinárias no IR</p> <p style="font-size: 8px;">20 de março de 2018</p>	<p>Regional da Anapar qualifica centenas de participantes</p> <p style="font-size: 8px;">14 de março de 2018</p>	<p>Assembleia extraordinária da Anapar ocorre a partir desta quarta-feira (14)</p> <p style="font-size: 8px;">13 de março de 2018</p>
--	--	---

APÊNDICES

APÊNDICE 1 – INDICADORES IDENTIFICADOS NA ANÁLISES DOS RELATÓRIOS ANUAIS

Etapa 1

N.	INDICADOR	FREQ.
1	Mensagem da Diretoria: Mensagem inicial da diretoria apresentando o relatório e, em geral, os principais números e principais ações do Fundo no Exercício.	206
2	Balanco Patrimonial (BP): Balanco Patrimonial do Fundo, constituído por Ativo, Passivo e Patrimônio Social.	204
3	Relatório dos Auditores Independentes: Relatório elaborado por auditoria independente, contendo opinião sobre o conjunto das demonstrações contábeis do Fundo de Pensão.	195
4	Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA) – consolidada: Explica a atividade administrativa da EFPC, evidenciando as alterações do fundo administrativo.	194
5	Demonstração das Mutações do Patrimônio Social (DMPS) – consolidada: Apresenta as destinações dos Planos de Benefícios Previdenciais e assistenciais geridos pela organização e da Gestão Administrativa, cuja soma resulta valores que aumentam ou diminuem o Patrimônio Social da organização através das adições (entradas) e deduções (saídas) de recursos.	193
6	Demonstração das Mutações do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DMAL): A Demonstração da Mutações do Ativo Líquido (DMAL) consolidada destina-se à evidenciação das alterações do ativo líquido da EFPC, no exercício a que se referir, por plano de benefício.	191
7	Demonstração do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DAL): A Demonstração do Ativo Líquido (DAL) destina-se a evidenciar os componentes patrimoniais do plano de benefícios, no exercício a que se referir	191
8	Demonstração das Provisões Técnicas do Plano de Benefícios (DPT): Demonstração obrigatória que apresenta a composição das provisões técnicas de cada Plano de Benefícios Previdenciais administrados pela Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPC).	185
9	Parecer Atuarial: Inclui as hipóteses atuariais e respectivos fundamentos, bem como informações circunstanciadas sobre a situação atuarial do plano de benefícios, dispendo, quando for o caso, sobre superávit e déficit do plano, bem como sobre suas causas e equacionamento.	181
10	Número de Participantes: População Total do Fundo: quantidade de assistidos e participantes. (Alguns fundos detalham números de pensionistas e beneficiários).	176
11	Resumo da Política de Investimentos: Planejamento para alocação de ativos dos próximos 5 anos: perspectiva de taxa de cada plano. A análise do ano seguinte detalha cada investimento em renda fixa, variável e imóveis.	176
12	Notas Explicativas: Parte integrante das demonstrações contábeis. Contém informações operacionais, descrição de contingências, principais práticas contábeis adotadas, detalhamento de saldos contábeis, dentre outras informações.	175
13	Rentabilidade:	173

	Rentabilidade por tipo de investimento realizado.	
14	Composição dos Conselhos e Diretoria Executiva: Listagem de titulares e suplentes ao conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva.	172
15	Parecer do Conselho Fiscal: Parecer do Conselho Fiscal contendo a aprovação dos conselheiros acerca do conjunto das demonstrações contábeis do exercício.	155
16	Informações de Contato/Canais de Comunicação: Informações sobre telefone, endereço, site, e-mail e/ou outros meios de contato com o Fundo.	154
17	Despesas Administrativas: Valor do gasto administrativo para a gestão do Fundo. Normalmente incluído no PGA. Porém alguns Fundos optam por evidenciar de maneira separada.	149
18	Manifestação/Parecer do Conselho Deliberativo: Parecer do Conselho Deliberativo contendo a aprovação dos conselheiros acerca do conjunto das demonstrações contábeis do exercício.	148
19	Resumo do Demonstrativo de Investimentos: Descrição detalhada dos investimentos: tipo de investimento, rentabilidade de cada investimento, evolução ao longo do ano.	135
20	Total do Patrimônio: Total de Ativos Administrados pelo Fundo.	127
21	Plano de Gestão Administrativa (PGA): Demonstra as receitas e despesas de natureza administrativa de todos os planos e benefícios operados pelos Fundos de Pensão.	103
22	AETQ - Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado: Profissional que responde civil, criminal e administrativamente pela gestão, alocação, controle de risco e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos de benefícios, conforme estabelece o Art. 22, da Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001.	97
23	Cenário Econômico: Análise, sob a perspectiva da administração, do cenário econômico nacional e internacional. Envolve as principais taxas de juros, inflação, índices de bolsa (exemplo: INPC, IPCA, SELIC, Poupança, Ibovespa).	80
24	Lista de Patrocinadoras/Instituidoras: Lista de organizações/instituições que patrocinam o Fundo. O art. 12 da Lei Complementar 109/2001 menciona que os planos de benefícios de organizações fechadas poderão ser instituídos por patrocinadores e instituidores.	72
25	Ata da Reunião Ordinária do Conselho Deliberativo	71
26	Glossário: Descrição dos termos técnicos ligados ao Fundo de Pensão, legislação, planos de aposentadoria, finanças, etc., que facilitam o entendimento do RAI pelo participante.	66
27	Ata da Reunião Ordinária do Conselho Fiscal	56
28	Gestão Terceirizada: Detalhamento em valor e em percentual do montante de investimentos administrador através de gestão terceirizada.	54
29	Total de Benefícios Concedidos/Pagos: Total, em valor, de Benefícios pagos pelo plano a assistidos e participantes (aposentadorias, pensões e auxílios).	48
30	Educação Financeira: Os fundos incluem nos Relatórios Anuais de Informação um tópico para fornecer informações sobre educação financeira a seus participantes, como investir melhor o dinheiro, informações sobre aposentadoria, pensão por morte, etc.	46
31	Ata da Reunião Ordinária da Diretoria Executiva	45
32	Informações sobre eleições / indicação/ seleção - Conselho Deliberativo e Fiscal:	44

	Detalhamento sobre a forma de composição dos Conselhos (indicação ou eleição).	
33	Informações sobre alterações de documentos (Estatuto/Regulamento): Informações sobre alterações no Estatuto do Fundo ou no regulamento dos planos, ocorridas no período de análise.	44
34	Perspectivas para o próximo ano: Projeção do cenário econômico para o ano seguinte, principalmente com relação às taxas de juros e expectativas em relação aos planos.	41
35	Organograma: Desenho da Estrutura Organizacional do Fundo.	41
36	Decisões administrativas: Principais decisões tomadas pela administração, como por exemplo: aquisição ou venda de bens imóveis, implantação de um novo sistema, nova sede, etc.	30
37	Certificação de Dirigentes: Certificação, habilitação e qualificação dos membros da diretoria-executiva, do conselho deliberativo, do conselho fiscal e dos demais profissionais, estabelecida pela Resolução CNPC nº 19, de 30 de março de 2015.	28
38	Número de atendimentos: Número total de atendimentos efetuados pelo Fundo aos seus assistidos e participantes: telefone, e-mail, correio e presencial.	27
39	Prazo de Mandato do Conselho Deliberativo e Fiscal: Se o RAI informa as datas de início e fim do mandato dos membros do conselho deliberativo e fiscal.	19
40	Prazo de Mandato da Diretoria Executiva: Se o RAI informa as datas de início e fim do mandato dos membros da diretoria executiva.	19
41	Quantidade de Recursos Humanos: Quantidade total de pessoas que diretamente trabalham para o Fundo de Pensão.	19
42	Informação se o conselheiro é representante de patrocinador ou participante: Se o conselheiro ocupa o cargo mediante eleição (entre os participantes) ou é indicado pelo patrocinador.	18
43	Quantidade Benefícios Concedidos no ano: Quantidade total de benefícios concedidos no exercício.	16
44	Relatório específico sobre os Controles Internos: Relatório contendo a análise dos controles internos do Fundo de Pensão: suas fragilidades e sugestões de melhoria.	13
45	Informações sobre eleições/ indicação / seleção - Diretoria Executiva: Detalhamento sobre a forma de composição da Diretoria (indicação, seleção ou eleição).	13
46	ARPB -Administrador Responsável pelo Plano de Benefícios: Responde pela adoção e aplicação das hipóteses biométricas, demográficas, econômicas e financeiras, conforme estabelece o item 3 do regulamento anexo à Resolução CGPC nº 18, de 29 de março de 2006.	12
47	Alterações na Diretoria: Se houve mudança no quadro da diretoria executiva no período analisado.	10
48	Demandas Judiciais: Listagem apresentando as demandas judiciais do Fundo de Pensão, sejam de ordem cível, tributária, trabalhista..., bem como os valores envolvidos e probabilidade de perda da causa.	8
49	Mini-currículo da Diretoria Executiva: Se o RAI apresenta o currículo resumido do diretor, com sua formação e seu conhecimento profissional prévio à função atual.	5
50	Demonstração do Fluxo de Caixa.	4

	Demonstração que apresenta os saldos de caixa e equivalentes de caixa no período, segregando-as em atividades operacionais, de financiamento e de investimento.	
51	Lista de Dívidas (Contratos e Saldo Devedor) das Patrocinadoras: Listagem incluindo o montante das dívidas dos patrocinadores com o Fundo, ocasionado por atraso no pagamento das quotas de patrocínio.	2
52	Demonstração das Obrigações Atuariais do Plano de Benefícios (DOAP): A demonstração das Obrigações Atuariais do Plano de Benefícios (DOAP) destina-se a evidenciar as alterações do patrimônio de cobertura do plano.	1
53	Balço Social: Conjunto de informações que demonstram as atividades do Fundo de Pensão com a sociedade que a ela está diretamente relacionada, com objetivo de divulgar sua gestão econômico-social, apresentando o resultado de sua responsabilidade social.	1
54	Parecer da Auditoria Interna: Expressa as conclusões e recomendações da auditoria interna, bem como as providências a serem tomadas pela administração do Fundo. O parecer objetiva o aperfeiçoamento dos processos, da gestão e dos controles internos por meio de recomendações e sugestões.	1
55	Relação de Contratos de Prestação de Serviços: Relação de contratos executados no exercício, contendo: identificação do contratado, objeto do contrato, valor executado no exercício, data da assinatura do contrato, vigência e % em relação ao total (do valor em contratos) executado no exercício.	1

APÊNDICE 2 – LEGISLAÇÃO ANALISADA

Etapa 2

Resumo da Regulamentação sobre *Disclosure* dos Fundos de Pensão

Norma	Data	Título	Emissor	Obrigatória
Lei Complementar n. 108	29/05/2001	Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.	Presidência da República	Sim
Lei Complementar n. 109	29/05/2001	Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências	Presidência da República	Sim
Resolução CGPC Nº. 13	01/10/2004	Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC.	Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC)	Sim
Resolução CGPC Nº. 23	06/12/2006	Dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos assistidos e participantes dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências.	Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC)	Sim
Resolução CGPC Nº. 29	10/09/2009	Dispõe sobre os critérios e limites para custeio das despesas Administrativas pelas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.	Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC)	Sim
Instrução MPS/SPC n. 34	24/09/2009	Estabelece normas específicas para os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, define a forma, o meio e a periodicidade de envio das demonstrações contábeis, e dá outras providências.	Ministério da Previdência Social	Sim
Resolução CFC n.º 1.272	22/01/2010	Aprova a ITG 2001 – Entidade Fechada de Previdência Complementar	Conselho Federal de Contabilidade (CFC)	Sim
Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão	2010	Tem por objetivo orientar os dirigentes, participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores, e seus próprios servidores quanto ao dia-a-dia da gestão dos Fundos de Pensão. Desse modo, a Previc estará	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Não

		contribuindo para o fortalecimento do sistema de previdência complementar fechado.		
Resolução CNPC n. 2	03/03/2011	Altera os arts. 3º, 4º e 5º da Resolução CGPC nº 23, de 6 de dezembro de 2006, que dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos assistidos e participantes dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências.	Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Sim
Resolução CNPC Nº. 8	31/10/2011	Dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.	Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Sim
Guia Previc Melhores Práticas em Investimento	2011	Tem por objetivo orientar os dirigentes, participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores e prestadores de serviço quanto ao dia-a-dia da gestão dos investimentos.	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Não
Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar	2012	Destina-se a oferecer diretrizes básicas para a atuação das EFPC. O objetivo é difundir conhecimentos aplicáveis e úteis para contribuir com a consecução dos objetivos estatutários das EFPC e com a gestão eficiente do patrimônio dos participantes.	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Não
Resolução CNPC n. 12	19/08/2013	Altera a Resolução nº 8, de 31 de outubro de 2011, do Conselho Nacional de Previdência Complementar, que dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar.	Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Sim
Guia Previc Melhores Práticas Contábeis para Entidades Fechadas de Previdência Complementar	2014	O Guia de Melhores Práticas Contábeis, elaborado pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc, destina-se a oferecer diretrizes para o processo de elaboração das demonstrações contábeis e das notas explicativas das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC, tendo como foco a qualidade e a transparência dessas informações com o objetivo de orientar dirigentes,	Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC)	Não

		participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores e prestadores de serviço.		
Resolução CNPC n. 20	18/06/2015	Altera o art. 3º da Resolução nº 8, de 31 de outubro de 2011, do Conselho Nacional de Previdência Complementar, que dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar.	Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Sim
Resolução CNPC n. 27	06/12/2017	Dispõe sobre a prestação de serviços de auditoria independente para as entidades fechadas de previdência complementar e dá outras providências.	Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Sim
Resolução CNPC n. 28	06/12/2017	Altera a Resolução CNPC nº 08, de 31 de outubro de 2011, estabelecendo regras para constituição e destinação/utilização do Fundo Administrativo das entidades fechadas de previdência complementar.	Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC)	Sim

APÊNDICE 3 – LISTAGEM DE INDICADORES OBRIGATÓRIOS

Etapa 2

Listagem de Indicadores Obrigatórios para Fundos de Pensão

N.	INDICADOR	Lei/norma/ etc.
1	Balço Patrimonial (BP): Balço Patrimonial do Fundo, constituído por Ativo, Passivo e Patrimônio Social.	Resolução CGPC n. 23/2006, Resolução CNPC n. 8/2011, Resolução CFC n. 1272/2010 e Instrução MPS/SPC n. 34/2009
2	Relatório dos Auditores Independentes: Relatório elaborado por auditoria independente, contendo opinião sobre o conjunto das demonstrações contábeis do Fundo de Pensão.	Resolução CGPC n. 23/2006 e Resolução CNPC n. 8/2011
3	Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA) – consolidada: Explica a atividade administrativa da EFPC, evidenciando as alterações do fundo administrativo.	Resolução CGPC n. 23/2006, Resolução CNPC n. 8/2011, Resolução CFC n. 1272/2010 e Instrução MPS/SPC n. 34/2009
4	Demonstração das Mutações do Patrimônio Social (DMPS) – consolidada: Apresenta as destinações dos Planos de Benefícios Previdenciais e assistenciais geridos pela Entidade e da Gestão Administrativa, cuja soma resulta valores que aumentam ou diminuem o Patrimônio Social da Entidade através das adições (entradas) e deduções (saídas) de recursos.	Resolução CGPC n. 23/2006, Resolução CNPC n. 8/2011, e Instrução MPS/SPC n. 34/2009
5	Demonstração das Mutações do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DMAL): A Demonstração da Mutações do Ativo Líquido (DMAL) consolidada destina-se à evidenciação das alterações do ativo líquido da EFPC, no exercício a que se referir, por plano de benefício.	Resolução CGPC n. 23/2006, Resolução CNPC n. 8/2011, Resolução CFC n. 1272/2010 e Instrução MPS/SPC n. 34/2009
6	Demonstração do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DAL): A Demonstração do Ativo Líquido (DAL) destina-se a evidenciar os componentes patrimoniais do plano de benefícios, no exercício a que se referir	Resolução CGPC n. 23/2006, Resolução CNPC n. 8/2011, Resolução CFC n. 1272/2010 e Instrução MPS/SPC n. 34/2009
7	Demonstração das Provisões Técnicas do Plano de Benefícios (DPT): Demonstração obrigatória que apresenta a composição das provisões técnicas de cada Plano de Benefícios Previdenciais administrados pela Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPC).	Instrução MPS/SPC n. 34/2009, Resolução n. 8/2011 e Resolução CNPC n. 12/2013.
8	Parecer Atuarial: Inclui as hipóteses atuariais e respectivos fundamentos, bem como informações circunstanciadas sobre a situação atuarial do plano de benefícios, dispondo, quando for o caso, sobre superávit e déficit do plano, bem como sobre suas causas e equacionamento.	Resolução CGPC n. 13/2004, Resolução CGPC n. 23/2006 e Resolução CNPC n. 8/2011

9	Resumo da Política de Investimentos: Planejamento para alocação de ativos dos próximos 5 anos: perspectiva de taxa de cada plano. A análise do ano seguinte detalha cada investimento em renda fixa, variável e imóveis.	Resolução CGPC n. 13/2004, Resolução CGPC n. 23/2006 e Resolução CNPC n. 2/2011
10	Notas Explicativas: Parte integrante das demonstrações contábeis. Contém informações operacionais, descrição de contingências, principais práticas contábeis adotadas, detalhamento de saldos contábeis, dentre outras informações.	Resolução CGPC n. 23/2006, Resolução CNPC n. 8/2011 e Resolução CFC n. 1272/2010
11	Parecer do Conselho Fiscal: Parecer do Conselho Fiscal contendo a aprovação dos conselheiros acerca do conjunto das demonstrações contábeis do exercício.	Resolução CGPC n. 23/2006 e Resolução CNPC n. 8/2011
12	Despesas Administrativas: Valor do gasto administrativo para a gestão do Fundo. Normalmente incluído no PGA. Porém alguns Fundos optam por evidenciar de maneira separada.	Resolução CGPC n. 13/2004 e Resolução CGPC n. 29/2009
13	Manifestação/Parecer do Conselho Deliberativo: Parecer do Conselho Deliberativo contendo a aprovação dos conselheiros acerca do conjunto das demonstrações contábeis do exercício.	Resolução CGPC n. 23/2006 e Resolução CNPC n. 8/2011
14	Resumo do Demonstrativo de Investimentos: Descrição detalhada dos investimentos: tipo de investimento, rentabilidade de cada investimento, evolução ao longo do ano.	Resolução CGPC n. 13/2004, Resolução CGPC n. 23/2006 e Resolução CNPC n. 2/2011
15	Plano de Gestão Administrativa (PGA): Demonstra as receitas e despesas de natureza administrativa de todos os planos e benefícios operados pelos Fundos de Pensão.	Resolução CGPC n. 13/2004, Resolução CGPC n. 23/2006, Resolução CGPC n. 29/2009 e Instrução MPS/SPC n. 34/2009

APÊNDICE 4 – LISTAGEM DE INDICADORES VOLUNTÁRIOS RECOMENDADOS

Etapa 2

Indicadores voluntários recomendados pela Previc para Fundos de Pensão

N.	INDICADOR	COMENTÁRIO
1	Composição dos Conselhos e Diretoria Executiva: Listagem de titulares e suplentes ao conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva.	Recomendação do Guia Previc Melhores Práticas em Governança (2012), como forma de aferir o grau de participação e a prestação de contas dos membros dos conselhos e diretoria executiva
2	Informações de Contato/Canais de Comunicação: Informações sobre telefone, endereço, site, e-mail e/ou outros meios de contato com o Fundo.	Recomendação do Guia Previc Melhores Práticas em Governança (2012)
3	AETQ -Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado: Profissional que responde civil, criminal e administrativamente pela gestão, alocação, controle de risco e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos de benefícios, conforme estabelece o Art. 22, da Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001.	Não é de obrigatória a divulgação. Mas a nomeação sim, conforme Res. BACEN n. 3792/2009, art. 7º
4	Cenário Econômico: Análise, sob a perspectiva da administração, do cenário econômico nacional e internacional. Envolve as principais taxas de juros, inflação, índices de bolsa (exemplo: INPC, IPCA, SELIC, Poupança, Ibovespa).	Recomendação do Guia Previc de Melhores Práticas de Governança (2012) “As Entidades devem constantemente monitorar os ambientes regulatório, econômico, financeiro e social, e, ao identificar eventuais tendências de desvio, corrigir imediatamente a trajetória...” (PREVIC, 2012)
5	Ata da Reunião Ordinária do Conselho Deliberativo	Recomendação do Guia Previc Melhores Práticas em Governança (2012), como forma de aferir o grau de participação e a prestação de contas dos membros dos conselhos e diretoria executiva
6	Ata da Reunião Ordinária do Conselho Fiscal	Recomendação do Guia Previc Melhores Práticas em Governança (2012), como forma de aferir o grau de participação e a prestação de contas dos membros dos conselhos e diretoria executiva
7	Gestão Terceirizada: Detalhamento em valor e em percentual do montante de investimentos administrador através de gestão terceirizada.	Recomendação do Guia Previc de Melhores Práticas em Investimento (2011) e Guia Previc Melhores Práticas em Governança (2012) “A EFPC deve adotar procedimentos internos de monitoramento dos terceirizados, objetivando evitar a prática de irregularidades e assegurar a performance nos níveis contratados” (PREVIC, 2012)
8	Informações sobre eleições / indicação/ seleção - Conselho Deliberativo e Fiscal:	Recomendação do Guia Previc Melhores Práticas em Governança (2012), como forma de aferir o grau de participação e a prestação

	Detalhamento sobre a forma de composição dos Conselhos (indicação ou eleição).	de contas dos membros dos conselhos e diretoria executiva. “É recomendável que a escolha dos representantes dos assistidos e participantes das EFPC regidas pela Lei Complementar nº 109, de 2001, seja realizada por meio de eleição direta entre seus pares, observando-se regras claras e de pleno conhecimento do universo envolvido.” (PREVIC, 2012) “Os dirigentes e conselheiros devem ser selecionados com base em critérios técnicos, com vistas a garantir profissionais qualificados para o desempenho de suas funções” (PREVIC, 2012).
9	Informações sobre alterações de documentos (Estatuto/Regulamento): Informações sobre alterações no Estatuto do Fundo ou no regulamento dos planos, ocorridas no período de análise.	Recomendação do Guia Previc de Melhores Práticas de Governança (2012)
10	Organograma: Desenho da Estrutura Organizacional do Fundo.	Recomendação do Guia Previc de Melhores Práticas de Governança (2012)
11	Decisões administrativas: Principais decisões tomadas pela administração, como por exemplo: aquisição ou venda de bens imóveis, implantação de um novo sistema, nova sede, etc.	Recomendação Guia Previc de Governança (2012): “A EFPC deve elaborar e utilizar procedimentos e parâmetros que atribuam responsabilidades aos gestores pelas próprias decisões, tornando possível monitorar constantemente o processo decisório e a adequação às regras de contratação.” “É recomendável que os processos de tomada de decisões sejam acessíveis aos participantes e patrocinadores, como forma de se garantir a transparência na relação com a entidade e minimizar situações que possam gerar conflito de interesses.” (PREVIC, 2012)
12	Certificação de Dirigentes: Certificação, habilitação e qualificação dos membros da diretoria-executiva, do conselho deliberativo, do conselho fiscal e dos demais profissionais, estabelecida pela Resolução CNPC nº 19, de 30 de março de 2015.	Certificação de dirigentes é obrigatória, conforme Resolução CNPC n. 19/2015
13	Relatório específico sobre os Controles Internos: Relatório contendo a análise dos controles internos do Fundo de Pensão: suas fragilidades e sugestões de melhoria.	Recomendação do Guia Previc de Governança (2012): “O Conselho Fiscal é responsável pela elaboração de relatórios semestrais que destaquem sua opinião sobre a suficiência e a qualidade dos controles internos referentes à gestão dos ativos e passivos, e à execução orçamentária.” (PREVIC, 2012)
14	Informações sobre eleições/ indicação / seleção - Diretoria Executiva: Detalhamento sobre a forma de composição da Diretoria (indicação, seleção ou eleição).	Recomendação do Guia Previc de Governança:

		“Os dirigentes e conselheiros devem ser selecionados com base em critérios técnicos, com vistas a garantir profissionais qualificados para o desempenho de suas funções” (PREVIC, 2012).
15	<p>ARPB -Administrador Responsável pelo Plano de Benefícios:</p> <p>Responde pela adoção e aplicação das hipóteses biométricas, demográficas, econômicas e financeiras, conforme estabelece o item 3 do regulamento anexo à Resolução CGPC nº 18, de 29 de março de 2006.</p>	Resolução CGPC n. 18/2006, Resolução CNPC n. 8/2011 e Resolução CNPC n. 28/2017
16	<p>Mini-currículo da Diretoria Executiva:</p> <p>Se o RAI apresenta o currículo resumido do diretor, com sua formação e seu conhecimento profissional prévio à função atual.</p>	<p>Recomendação Guia Previc Governança (2012):</p> <p>“Os dirigentes e conselheiros devem ter capacitação técnica e gerencial para atuar de forma independente, transparente e em favor do cumprimento dos fins institucionais da EFPC.” (PREVIC, 2012)</p>
17	<p>Relação de Contratos de Prestação de Serviços:</p> <p>Relação de contratos executados no exercício, contendo: identificação do contratado, objeto do contrato, valor executado no exercício, data da assinatura do contrato, vigência e % em relação ao total (do valor em contratos) executado no exercício.</p>	<p>Recomendação do Guia Previc de Governança (2012):</p> <p>“A EFPC deve realizar, periodicamente, avaliação do desempenho dos prestadores de serviços, de modo a verificar a qualidade dos trabalhos prestados no cumprimento dos contratos e adotar eventuais correções de rumo”.</p>

APÊNDICE 5 – QUESTIONÁRIO DE VALIDAÇÃO DOS INDICADORES JUNTO A ESPECIALISTAS

Etapa 3

Avaliação: Indicadores de Disclosure dos Fundos de Pensão Prezado(a)

Este formulário tem o objetivo de validar indicadores econômico-financeiros de disclosure dos Fundos de Pensão brasileiros. Este processo é UMA das etapas (validação junto a especialistas) da tese de doutorado intitulada: "Fatores Determinantes do Nível de Disclosure dos Fundos de Pensão Brasileiros" da aluna Letícia Medeiros da Silva, orientada pela Professora Doutora Clea Beatriz Macagnan, no Programa de PósGraduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos UNISINOS.

Nesse sentido, sua participação e opinião são de extrema importância para concretização desta pesquisa.

O tempo médio de resposta é de 12 minutos.

A listagem de indicadores a seguir foi elaborada a partir da leitura de 215 Relatórios Anuais de Informação (RAI) dos Fundos de Pensão Brasileiros, relativos ao exercício de 2015.

*Obrigatório

1. Endereço de email*

I INDICADORES ECONÔMICOFINANCEIROS DE DISCLOSURE

Indique o grau de concordância entre:

- (1) Discordo Plenamente
- (2) Discordo Parcialmente
- (3) Não concordo, nem discordo
- (4) Concordo Parcialmente
- (5) Concordo Plenamente

quanto aos indicadores para a evidenciação de informações econômico-financeiras de Fundos de Pensão Brasileiros, ou seja, segundo a sua opinião, se o indicador apresentado é uma medida de disclosure econômico-financeiro.

Você pode fazer comentários ao final de cada indicador e/ou ao término do formulário.

Marcar apenas uma oval.

1-Númerode Participantes *

População Total do Fundo: quantidade de assistidos e participantes

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

2-Mensagem da Diretoria *

Mensagem inicial da diretoria apresentando o relatório e, em geral, os principais números e principais atividades do Fundo no Exercício.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

3-Cenário Econômico *

Análise, sob a perspectiva da administração, do cenário econômico nacional e internacional. Envolve as principais taxas de juros, inflação e índices (exemplo: INPC, IPCA, SELIC, Poupança, Ibovespa).

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

4-Perspectivas para o próximo ano *

Projeção do cenário econômico para o ano seguinte, principalmente com relação às taxas de juros e expectativas em relação aos planos

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

5-Organograma*

Desenho da Estrutura Organizacional do Fundo

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

6-Lista de Patrocinadores / Instituidores *

Lista de empresas/instituições que patrocinam ou instituíram o Fundo

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

7-Número de atendimentos *

Número total de atendimentos efetuados pelo Fundo aos seus assistidos e participantes: telefone, email, correio e presencial

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

8-Rentabilidade*

Rentabilidade por tipo de investimento realizado

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

9-Total do Patrimônio *

Total de Ativos administrados pelo Fundo

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

10-Plano de Gestão Administrativa (PGA)

Demonstra as receitas e despesas de natureza administrativa de todos os planos e benefícios operados pelos Fundos de Pensão.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

11-Despesas Administrativas

Valor do gasto administrativo para a gestão do Fundo. Normalmente incluído no PGA. Porém alguns Fundos optam por evidenciar de maneira separada, pois nem sempre apresentam o PGA completo.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

12-Resumo da Política de Investimentos

Planejamento para alocação de ativos dos próximos 5 anos: perspectiva de taxa de cada plano. A análise do ano seguinte detalha cada investimento em renda fixa, variável e imóveis

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

13-Resumo do Demonstrativo de Investimentos

Descrição dos investimentos: tipo de investimento, rentabilidade de cada investimento, evolução ao longo do ano

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

14-Recursos com Gestão Terceirizada

Detalhamento em valor e em percentual do montante de investimentos administrador através de gestão terceirizada

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

15-Total de Benefícios Concedidos/Pagos

Total, em valor, de Benefícios pagos pelo plano a assistidos e participantes (aposentadorias, pensões e auxílios)

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

16-Quantidade Benefícios Concedidos no ano

Quantidade total de benefícios concedidos no exercício

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

17-Lista de Dívidas (Contratos e Saldo Devedor) das Patrocinadoras

Listagem incluindo o montante das dívidas dos patrocinadores com o Fundo, ocasionado por atraso no pagamento das quotas de patrocínio

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

18-Balanco Patrimonial (BP)

Balanco Patrimonial do Fundo, constituído por Ativo, Passivo e Patrimônio Social.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

19-Demonstração das Mutações do Patrimônio Social (DMPS) – consolidada

Apresenta as destinações dos Planos de Benefícios Previdenciais e assistenciais geridos pela Entidade e da Gestão Administrativa, cuja soma resulta valores que aumentam ou diminuem o Patrimônio Social da Entidade através das adições (entradas) e deduções (saídas) de recursos.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

20-Demonstração das Mutações do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DMAL)

A Demonstração da Mutação do Ativo Líquido (DMAL) consolidada destina-se à evidenciação das alterações do ativo líquido da EFPC, no exercício a que se referir, por plano de benefício

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

21-Demonstração do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DAL)

A Demonstração do Ativo Líquido (DAL) destina-se a evidenciar os componentes patrimoniais do plano de benefícios, no exercício a que se referir

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

22-Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA) – consolidada

A Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA) consolidada explica a atividade administrativa da EFPC, evidenciando as alterações do fundo administrativo

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

23-Demonstração das Provisões Técnicas do Plano de Benefícios (DPT)

Demonstração obrigatória que apresenta a composição das provisões técnicas de cada Plano de Benefícios Previdenciais administrados pela Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPC).

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

24-Notas Explicativas

Parte integrante das demonstrações contábeis. Contém informações operacionais, descrição de contingências, principais práticas contábeis adotadas, detalhamento de saldos contábeis, dentre outras informações.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

25-Parecer dos Auditores Independentes

Relatório elaborado por auditoria independente contendo opinião sobre o conjunto das demonstrações contábeis do Fundo de Pensão

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

26-Parecer Atuarial

Inclui as hipóteses atuariais e respectivos fundamentos, bem como informações circunstanciadas sobre a situação atuarial do plano de benefícios, dispendo, quando for o caso, sobre superávit e déficit do plano, bem como sobre suas causas e equacionamento

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

27-Parecer do Conselho Fiscal

Parecer do Conselho Fiscal contendo a aprovação dos conselheiros acerca do conjunto das demonstrações contábeis do exercício

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

28-Manifestação/Parecer do Conselho Deliberativo

Parecer do Conselho Deliberativo contendo a aprovação dos conselheiros acerca do conjunto das demonstrações contábeis do exercício

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

29-Relatório específico sobre os Controles Internos

Relatório contendo a análise dos controles internos do Fundo de Pensão: suas fragilidades e sugestões de melhoria.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

30-Demonstração das Obrigações Atuariais do Plano de Benefícios (DOAP)

A demonstração das Obrigações Atuariais do Plano de Benefícios (DOAP) destina-se a evidenciar as alterações do patrimônio de cobertura do plano

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

31-Balanço Social

Conjunto de informações que demonstram as atividades do Fundo de Pensão com a sociedade que a ela está diretamente relacionada, com objetivo de divulgar sua gestão econômico-social, apresentando o resultado de sua responsabilidade social

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

32-Demonstração do Fluxo de Caixa

Demonstração que apresenta os saldos de caixa e equivalentes de caixa no período, segregando-as em atividades operacionais, de financiamento e de investimento.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

33-Parecer da Auditoria Interna

Expressa as conclusões e recomendações da auditoria interna, bem como as providências a serem tomadas pela administração do Fundo. O parecer objetiva o aperfeiçoamento dos processos, da gestão e dos controles internos por meio de recomendações e sugestões.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

34-Composição dos Conselhos e Diretoria Executiva

Listagem de titulares e suplentes ao conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

35-Informações sobre eleições/ indicação / seleção - Diretoria Executiva

Detalhamento sobre a forma de composição da Diretoria (indicação, seleção ou eleição)

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

36-Informações sobre eleições / indicação/ seleção - Conselho Deliberativo e Fiscal

Detalhamento sobre a forma de composição dos Conselhos (indicação ou eleição)

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

37-Certificação de Dirigentes

Certificação, habilitação e qualificação dos membros da diretoria-executiva, do conselho deliberativo, do conselho fiscal e dos demais profissionais estabelecida pela Resolução CNPC nº 19, de 30 de março de 2015

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

38-AETQ -Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado

Profissional que responde civil, criminal e administrativamente pela gestão, alocação, controle de risco e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos de benefícios, conforme estabelece o Art.22, da Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

39-ARPB -Administrador Responsável pelo Plano de Benefícios

Responde pela adoção e aplicação das hipóteses biométricas, demográficas, econômicas e financeiras, conforme estabelece o item 3 do regulamento anexo à Resolução CGPC nº 18, de 29 de março de 2006.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

40-Alterações na Diretoria

Se houve mudança no quadro da diretoria executiva no período analisado

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

41-Mini-currículo da Diretoria Executiva

Se o RAI apresenta o currículo resumido do diretor, com sua formação e seu conhecimento profissional prévio à função atual

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

42-Prazo de Mandato do Conselho Deliberativo e Fiscal

Se o RAI informa as datas de início e fim do mandato dos membros do conselho deliberativo e fiscal

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

43-Prazo de Mandato da Diretoria Executiva

Se o RAI informa as datas de início e fim do mandato dos membros da diretoria executiva

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

44-Informação se o conselheiro é representante de patrocinador ou participante

Se o conselheiro ocupa o cargo mediante eleição (entre os participantes) ou é indicado pelo patrocinador

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

45-Ata da Reunião Ordinária da Diretoria Executiva

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

46-Ata da Reunião Ordinária do Conselho Fiscal

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

47-Ata da Reunião Ordinária do Conselho Deliberativo

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

48-Informações sobre alterações de documentos (Estatuto/Regulamento)

Informações sobre alterações no Estatuto do Fundo ou no regulamento dos planos, ocorridas no período de análise

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

49-Decisões administrativas

Principais decisões tomadas pela administração, como por exemplo: aquisição ou venda de bens imóveis, implantação de um novo sistema, nova sede, etc.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

50-Demandas Judiciais

Listagem apresentando as demandas judiciais do Fundo de Pensão, sejam de ordem cível, tributária, trabalhista..., bem como os valores envolvidos e probabilidade de perda da causa

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

51-Educação Financeira

Os fundos incluem nos Relatórios Anuais de Informação um tópico para fornecer informações sobre educação financeira a seus participantes, como investir melhor o dinheiro, informações sobre aposentadoria, pensão por morte, etc.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

52-Quantidade de Recursos Humanos

Quantidade total de pessoas que trabalham no Fundo de Pensão.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

53-Glossário

Descrição dos termos técnicos ligados ao Fundo de Pensão, legislação, planos de aposentadoria, finanças, etc., que facilitam o entendimento do RAI pelo participante.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

54-Relação de Contratos de Prestação de Serviços

Relação de contratos executados no exercício, contendo: identificação do contratado, objeto do contrato, valor executado no exercício, data da assinatura do contrato, vigência e % em relação ao total (do valor em contratos) executado no exercício.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

55-Informações de Contato/Canais de Comunicação

Informações sobre telefone, endereço, site, e-mail e/ou outros meios de contato com o Fundo.

	1	2	3	4	5	
Discordo Plenamente	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	Concordo Plenamente

Comentário:

Comentário Geral:

APÊNDICE 6 – DETALHAMENTO DA AMOSTRAGEM CONTADORES E AUDITORES

Etapa 3

Para esta etapa, tomou-se por base a relação dos 10 maiores Fundos de Pensão, segundo os seus Ativos, por tipo de patrocínio predominante: instituidor, patrocínio público e patrocínio privado, elabora pela Previc, conforme tabela a seguir.

Relação das 10 maiores EFPC, segundo os seus ativos e por patrocínio predominante

Tabela 1.2.5 - Relação das 10 maiores EFPC, segundo os seus ativos e por patrocínio predominante. (em milhões)

Pos	Instituidor			Privado			Público		
	EFPC	Ativos	%	EFPC	Ativos	%	EFPC	Ativos	%
1	QUANTA	1.437	44,2%	FUNCESP	24.630	9,1%	PREVI/BB	156.085	35,0%
2	OABPREV-SP	431	13,3%	ITAU UNIBANCO	22.433	8,2%	PETROS	79.394	17,8%
3	HSBCINSTITUIDOR	416	12,8%	VALIA	19.691	7,2%	FUNCEF	55.692	12,5%
4	OABPREV-PR	194	6,0%	SISTEL	15.792	5,8%	FORLUZ	14.218	3,2%
5	OABPREV-RJ	136	4,2%	BANESPREV	13.315	4,9%	REAL GRANDEZA	12.322	2,8%
6	JUSPREV	113	3,5%	FATL	10.197	3,7%	FAPES	9.836	2,2%
7	OABPREV-MG	113	3,5%	PREVIDÊNCIA USIMINAS	8.353	3,1%	POSTALIS	8.753	2,0%
8	OABPREV-SC	108	3,3%	TELOS	6.749	2,5%	FUNDACAO COPEL	8.594	1,9%
9	MÚTUOPREV	74	2,3%	HSBC	6.091	2,2%	CENTRUS	6.611	1,5%
10	OABPREV-GO	64	2,0%	VISÃO PREV	5.121	1,9%	ECONOMUS	6.143	1,4%
Total 10+		3.086	95,0%		132.372	48,7%		357.648	80,3%
Total Geral		3.249	100%		271.966	100%		445.366	100%

Ref.: Dez/2015

Fonte: Previc (2015)

Dos trinta Fundos de Pensão, excluiu-se O HSBC (instituidor) e o HSBC (Privado) por não comporem a amostra do presente estudo (vide seção 3.3), restando 28 Fundos selecionados. Assim, em termos de representatividade, a amostra desta fase pode demonstrada a seguir:

Representatividade da amostra dos especialistas respondentes do questionário

Fundos Selecionados (Tabela x)	Ativo Total (R\$ milhões)
Instituidor	R\$ 3.086,00
Privado	R\$ 132.372,00
Público	R\$ 357.648,00
<i>Somatório</i>	<i>R\$ 493.106,00</i>
(-) HSBC (instituidor)	R\$416,00

(-) HSBC (privado)	R\$6.091,00
(=) <i>Total do Ativo dos Fundos Selecionados</i>	R\$486.599,00
Totalidade dos Fundos, conforme Previc	Ativo Total (R\$ milhões)
Instituidor	R\$3.249,00
Privado	R\$271.966,00
Público	R\$445.366,00
(=) <i>Total dos Ativos dos Fundos de Pensão</i>	R\$720.581,00
Representatividade dos Fundos Selecionados	68%

Após a identificação dos correios eletrônicos dos auditores e contadores responsáveis dos 28 Fundos selecionados, nas páginas eletrônicas e Relatórios Anuais de Informação, procedeu-se o envio dos questionários.

APÊNDICE 7 – QUESTIONÁRIO ENVIADO AOS PARTICIPANTES

Etapa 4

12/02/2019

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

Prezado(a) Participante,

Este formulário tem o objetivo de avaliar a sua opinião quanto às informações divulgadas pelos fundos de pensão nos RELATÓRIO ANUAIS DE INFORMAÇÃO.

Esta é uma informação sigilosa. O seu nome NÃO será divulgado. Será utilizado apenas para fins de pesquisa acadêmica.

O tempo médio de resposta é de 5 minutos.

*Obrigatório

1. Endereço de e-mail *

BLOCO 1 - Informações Gerais

2. 1-Atualmente você participa como: *

Marcar apenas uma oval.

- Participante (ativo)
- Assistido (aposentado)
- Beneficiário
- Outro: _____

3. 2-Seu Plano é: *

Marcar apenas uma oval.

- Benefício Definido – BD
- Contribuição Definida – CD
- Contribuição Variável – CV
- Outro: _____

BLOCO 2 - Informações sobre o Investimento

Não existe resposta certa. Responda conforme sua opinião, em relação à divulgação de informações nos Relatórios Anuais do Fundo que você participa

12/02/2019

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

4. 3-Informações sobre as políticas de Investimentos do Fundo *

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

5. 4-Informações sobre o cenário econômico atual e futuro do Fundo *

Análise, sob a perspectiva da administração, do cenário econômico nacional e internacional que podem afetar os planos de pensão. Envolve as principais taxas de juros, inflação e índices (exemplo: INPC, IPCA, SELIC, Poupança, Ibovespa).

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

6. 5-Informações sobre o patrimônio do seu Fundo *

Total de Ativos (capital ou patrimônio) administrados pelo Fundo

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

7. 6-Informações sobre a rentabilidade do plano que participa *

Rentabilidade por tipo de investimento realizado

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

8. 7-Informações sobre terceirização da gestão dos investimentos do Fundo *

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações
- Estas informações são desnecessárias
- Estas informações são suficientes
- Estas informações são insuficientes
- Outro: _____

BLOCO 3 - Custos administrativos do Fundo

9. 8-Informações sobre o Plano de Gestão Administrativa (PGA) *

Demonstra as receitas e despesas de natureza administrativa de todos os planos e benefícios operados pelos fundos de pensão.

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

10. 9-Informações possibilitam avaliar a relação custo x rentabilidade do Fundo *

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

11. 10-Informações sobre o valor e a quantidade de benefícios concedidos/pagos pelo Fundo *

Total, em valor e em quantidade, de Benefícios pagos pelo plano a participantes e assistidos (aposentadorias, pensões e auxílios)

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

BLOCO 4 - Informações Contábeis

12. 11-Informações sobre as Provisões Técnicas do Plano de Benefícios (DPT) *

Provisões técnicas consideram o valor necessário para pagamento de todos os benefícios concedidos e a conceder.

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações
- Estas informações são desnecessárias
- Estas informações são suficientes
- Estas informações são insuficientes
- Outro: _____

12/02/2019

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

13. 12-Informações sobre as Notas Explicativas do Fundo *

Notas explicativas são detalhamentos e explicações acerca das demonstrações contábeis do Fundo. Contém informações operacionais, descrição de contingências do Fundo, principais práticas contábeis adotadas, detalhamento de saldos contábeis, dentre outras informações. Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações
- Estas informações são desnecessárias
- Estas informações são suficientes
- Estas informações são insuficientes
- Outro: _____

14. 13-Informações sobre a Demonstração das Obrigações Atuariais do Plano de Benefícios (DOAP) *

Obrigações Atuariais consideram o cálculo para cobertura dos planos (benefícios concedidos e a conceder), em conjunto com os resultados realizados (déficits ou superávits acumulados) Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações
- Estas informações são desnecessárias
- Estas informações são suficientes
- Estas informações são insuficientes
- Outro: _____

15. 14-Informações sobre o sistema de tributação do seu plano *

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

BLOCO 5 - Informações sobre Governança

16. 15-Informações sobre composição da diretoria e dos conselhos (de administração e fiscal) *

Nome dos dirigentes do fundo e suplentes ao conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria executiva

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

12/02/2019

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

17. 16-Informações sobre o processo eleitoral da diretoria do fundo *

Detalhamento sobre a forma de as escolha/eleição da Diretoria e dos Conselhos Fiscal e Deliberativo (se através de indicação, seleção ou eleição)
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

18. 17-Informações sobre a Certificação de Dirigentes do Fundo *

Certificação concedida pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), aos membros da diretoria executiva que comprovarem alguns requisitos, como: ter experiência profissional de, no mínimo, três anos; não ter sofrido penalidade administrativa por infração da legislação da seguridade social; não ter sofrido condenação criminal transitada em julgado; e ter reputação ilibada.

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

19. 18-Informações sobre o currículo da Diretoria Executiva *

Se o Relatório Anual de Informações apresenta o currículo do diretor, com sua formação e seu conhecimento profissional prévio à função atual
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

20. 19-Informações sobre o prazo de mandato dos Dirigentes do Fundo *

Se o Relatório Anual de Informações informa as datas de início e fim do mandato dos membros do conselho deliberativo, Fiscal e diretoria
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

12/02/2019

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

21. 20-Informações sobre o conselheiro: se é representante do patrocinador ou do participante *

Se o conselheiro (conselho de administração ou fiscal) ocupa o cargo mediante eleição (entre os participantes) ou é indicado pelo patrocinador
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

22. 21-Informações sobre remuneração dos dirigentes do seu fundo *

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações
- Estas informações são desnecessárias
- Estas informações são suficientes
- Estas informações são insuficientes
- Outro: _____

BLOCO 6 - Informações Administrativas

23. 22-Informações divulgadas na "Mensagem da Diretoria" *

Mensagem inicial da diretoria apresentando o relatório e, em geral, os principais números e principais atividades do Fundo no Exercício.
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

24. 23-Informações da saúde financeira da(s) empresa(s) patrocinadora(s) / instituidora(s) do Fundo *

Informações sobre a saúde financeira (lucro, capacidade de manter compromissos assumidos, perspectivas de continuidade...) da(s) empresa(s) / instituição(ões) que patrocinam ou instituíram o Fundo
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

12/02/2019

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

25. 24-Informações sobre o número total de Participantes *

População Total do Fundo: quantidade de participantes e assistidos.
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

26. 25-Informações do número de atendimentos *

Número total de atendimentos efetuados pelo Fundo aos seus participantes e assistidos:
telefone, e-mail, correio e presencial.
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

27. 26-Informações sobre alterações de documentos (Estatuto/Regulamento) do Fundo *

Informações sobre alterações no Estatuto do Fundo ou no regulamento dos planos, ocorridas no
período de análise.
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

28. 27-Informações sobre as principais decisões administrativas do Fundo *

Principais decisões tomadas pela administração, como por exemplo: aquisição ou venda de bens
imóveis, implantação de um novo sistema, nova sede, etc.
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

12/02/2019

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

29. 28-Informações sobre demandas judiciais que o Fundo está envolvido *

Listagem apresentando as demandas judiciais do Fundo de Pensão, sejam de ordem cível, tributária, trabalhista..., bem como os valores envolvidos e probabilidade de perda da causa
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

30. 29-Informações sobre os serviços contratados pelo fundo *

Relação de contratos executados no exercício, contendo: identificação do contratado, objeto do contrato, valor executado no exercício, data da assinatura do contrato, vigência e % em relação ao total (do valor em contratos) executado no exercício.
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

31. 30-Informações sobre recursos humanos que compõe o Fundo *

Quantidade total de pessoas que trabalham no Fundo de Pensão.
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

32. 31-Informações sobre contatos e canais de comunicação com o fundo *

Informações sobre telefone, endereço, site, e-mail e/ou outros meios de contato com o Fundo.
Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

12/02/2019

Pesquisa: Informações divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais

33. 32-Atas de Reuniões Ordinárias da Diretoria Executiva e Reuniões Ordinárias dos Conselhos Fiscal e Deliberativo *

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

34. 33-Informações que auxiliam a educação financeira do participante *


Os fundos incluem nos Relatórios Anuais de Informação um tópico para fornecer informações sobre educação financeira a seus participantes, como investir melhor o dinheiro, informações sobre aposentadoria, pensão por morte, etc.

Marcar apenas uma oval.

- O Fundo não fornece estas informações.
- Estas informações são desnecessárias.
- Estas informações são suficientes.
- Estas informações são insuficientes.
- Outro: _____

35. 34-Que outras informações do fundo em que você está vinculado, gostaria de ter acesso? Comente:

Uma cópia das suas respostas será enviada para o endereço de e-mail fornecido

Powered by
 Google Forms

APÊNDICE 8 – REGULAMENTO SORTEIO

Contribuição à pesquisa de caráter acadêmico sem fins comerciais ou caráter de propaganda.

- Três sorteios de R\$ 1.000,00 (mil reais) a ser depositado via TED aos que preencherem integralmente pesquisa até 28.12.2017, às 15h. -

Objeto: pesquisa acadêmica sobre Fundos de Pensão para a tese de doutorado de Letícia Medeiros da Silva, da Universidade UNISINOS, Rio Grande do Sul.

1. Vigência da contribuição à pesquisa:

1.1 Esta contribuição terá início no dia 13 de dezembro de 2017 e se encerrará no dia 28 de dezembro de 2017, às 15 horas.

1.2 No dia 28 de dezembro de 2017 às 19 (dezenove) horas ocorrerá o sorteio, por meio da ferramenta Sorteador (<https://sorteador.com.br/>), entre as pesquisas que forem integralmente respondidas.

2. Como participar do sorteio:

2.1 Poderão participar deste sorteio qualquer pessoa física, residente e domiciliada no Brasil, com conta bancária e CPF, que responda integralmente a pesquisa.

2.2 Para participar, o interessado deverá responder integralmente a pesquisa, preenchendo-a com seu endereço de e-mail.

2.3 Os participantes poderão participar apenas uma vez da pesquisa.

2.4 Serão considerados para o efeito do sorteio apenas os questionários respondidos até às 15 horas do dia 28 de dezembro de 2017.

3. Premiação:

3.1 Serão realizados três sorteios entre o conjunto de respondentes da pesquisa.

3.2 Cada sorteio será de R\$. 1.000,00 (um mil reais).

3.3 É vedado que o mesmo participante seja premiado mais de uma vez, circunstância na qual haverá novo sorteio.

3.4 Cada prêmio é individual e intransferível, e em hipótese alguma poderá ser trocado por outro produto, prêmio ou moeda.

3.5 Os ganhadores serão comunicados do resultado do concurso exclusivamente pelo endereço de e-mail indicado no ato de preenchimento da pesquisa, sendo claro que não haverá qualquer outra forma de comunicação ou de contato.

3.6 Os ganhadores deverão ter conta-corrente bancária, disponível para o recebimento do prêmio.

3.7 Os participantes premiados deverão responder o e-mail dando ciência de sua premiação e indicando dados bancários para depósito (nome completo, número de CPF, nome do banco, número da agência e número da conta-corrente), no qual receberá o prêmio e indicando que o depósito por TED do valor premiado significa sua plena quitação.

3.8 Os promotores da pesquisa não se responsabilizam pela correção dos dados fornecidos no ato da pesquisa (endereço de e-mail), bem como dados bancários

informados.

3.9 As Transferências Eletrônicas Disponíveis (TEDs) serão realizadas no dia 29/12/2017, considerando os dados fornecidos pelos ganhadores.

3.10 O direito de reclamar os prêmios prescreve em 10/01/2018, sendo descartada a comunicação de dados bancários após esta data.

4. Disposições Gerais:

4.1 Os participantes serão automaticamente excluídos desta promoção, no caso de fraude ou má-fé comprovada, respondendo civil e criminalmente por seus atos.

4.2 É vedada a participação de pessoas jurídicas.

4.3 Todas as dúvidas e/ou questões surgidas do presente sorteio serão atendidas exclusivamente pelo e-mail leticia.ms@uol.com.br.

4.4 A mera participação nesta pesquisa caracteriza a aceitação dos termos e condições previstos neste Regulamento, com renúncia expressa de quaisquer oposição, reclamação ou ação, em quaisquer instâncias administrativas ou judiciais.

4.5 Todo e qualquer contato sobre a pesquisa e sobre a contribuição se dará exclusivamente pelo e-mail leticia.ms@uol.com.br.

APÊNDICE 9 – CORRESPONDÊNCIA COMPLEMENTAR AOS FUNDOS DE PENSÃO

(Modelo)

23/03/2018 Chasque Webmail :: Apoio pesquisa de doutorado sobre informações dos Fundos de Pensão

Assunto Apoio pesquisa de doutorado sobre informações dos Fundos de Pensão

Remetente Leticia Medeiros da Silva leticia.medeiros@ufrgs.br

Para marley.castro@mendesprev.org.br

Cópia taysa.goncalves@mendesprev.org.br

Data 23-01-2018 15:22

À

MendesPrev Sociedade Previdenciária
Sra. Márley Janaína de Castro

Prezada Senhora,

Sou professora da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e doutoranda do curso de Ciências Contábeis da UNISINOS, em Porto Alegre-RS. Meu tema de pesquisa é a **divulgação de informações econômico-financeiras dos Fundos de Pensão**, mais precisamente o nível de informações econômico-financeiras divulgadas pelos Fundos de Pensão nos Relatórios Anuais de Informação (RAIs).

Um dos objetivos é a criação de um índice de divulgação, composto por indicadores que sejam mais comuns e importantes à maioria dos fundos e, também, ao seu público de interesse.

Para atingir a este objetivo, será necessário a opinião dos PARTICIPANTES (e assistidos) quantos às informações divulgadas atualmente nos Relatórios Anuais. Fizemos um levantamento nos RAIs de 215 Fundos de Pensão e elencamos as principais informações divulgadas.

Nesse sentido, gostaríamos de contar com a Mendesprev para envio do questionário aos seus participantes. O formulário é de fácil preenchimento e não identifica dados pessoais do respondente ou da própria Fundação. O questionário pode ser visualizado através do link:

<https://goo.gl/forms/iUyIpDFoRyJRtdAM2>

A partir destas respostas, será possível identificar os principais indicadores a serem informados em um Relatório Anual e, assim, calcular um índice de divulgação.

O objetivo final desta pesquisa é identificar fatores/características dos Fundos de Pensão que podem contribuir para maior divulgação de informações. Com isso, pode-se melhorar as relações patrocinador – gestor – participante e, talvez, cooperar no estabelecimento de novas regulamentações de divulgação e/ou boas práticas de governança para o setor.

As respostas serão recebidas em forma de planilha com dados agregados e receberão tratamento estatístico. Os dados são sigilosos e não serão divulgadas informações dos participantes.

Por ocasião da conclusão da Tese, comprometemo-nos a enviar o material impresso e a apresentar os resultados à Mendesprev.

Desde já, agradecemos vossa atenção.

Letícia Medeiros da Silva

Doutoranda em Ciências Contábeis – UNISINOS

APÊNDICE 10 – LISTAGEM FINAL DE INDICADORES

1	Número de Participantes	voluntário
2	Mensagem da Diretoria	voluntário
3	Perspectivas para o próximo ano	voluntário
4	Organograma	voluntário / recomendado
5	Lista de Patrocinadoras/Instituidoras	voluntário
6	Plano de Gestão Administrativa (PGA)	obrigatório
7	Despesas Administrativas	obrigatório
8	Resumo da Política de Investimentos	obrigatório
9	Resumo do Demonstrativo de Investimentos	obrigatório
10	Recursos com Gestão Terceirizada	voluntário / recomendado
11	Total de Benefícios Concedidos/Pagos	voluntário
12	Quantidade Benefícios Concedidos no ano	voluntário
13	Lista de Dívidas (Contratos e Saldo Devedor) das Patrocinadoras	voluntário
14	Balço Patrimonial (BP)	obrigatório
15	Demonstração das Mutações do Patrimônio Social (DMPS) - consolidada	obrigatório
16	Demonstração das Mutações do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DMAL)	obrigatório
17	Demonstração do Ativo Líquido por Plano de Benefícios (DAL)	obrigatório
18	Demonstração do Plano de Gestão Administrativa (DPGA) - consolidada	obrigatório
19	Demonstração das Provisões Técnicas do Plano de Benefícios (DPT)	obrigatório
20	Notas Explicativas	obrigatório
21	Relatório dos Auditores Independentes	obrigatório
22	Parecer Atuarial	obrigatório
23	Parecer do Conselho Fiscal	obrigatório
24	Manifestação/Parecer do Conselho Deliberativo	obrigatório
25	Relatório específico sobre os Controles Internos	voluntário / recomendado
26	Demonstração do Fluxo de Caixa	voluntário
27	Composição dos Conselhos e Diretoria Executiva	voluntário / recomendado
28	Informações sobre eleições/ indicação / seleção - Diretoria Executiva	voluntário / recomendado
29	Informações sobre eleições / indicação/ seleção - Conselho Deliberativo e Fiscal	voluntário / recomendado
30	Certificação de Dirigentes	voluntário / recomendado
31	AETQ -Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado	voluntário / recomendado
32	ARPB -Administrador Responsável pelo Plano de Benefícios	voluntário / recomendado
33	Alterações na Diretoria	voluntário

34	Mini-currículo da Diretoria Executiva	voluntário / recomendado
35	Prazo de Mandato do Conselho Deliberativo e Fiscal	voluntário
36	Prazo de Mandato da Diretoria Executiva	voluntário
37	Informação se o conselheiro é representante de patrocinador ou participante	voluntário
38	Ata da Reunião Ordinária da Diretoria Executiva	voluntário
39	Ata da Reunião Ordinária do Conselho Fiscal	voluntário / recomendado
40	Ata da Reunião Ordinária do Conselho Deliberativo	voluntário / recomendado
41	Informações sobre alterações de documentos (Estatuto/Regulamento)	voluntário / recomendado
42	Decisões administrativas	voluntário / recomendado
43	Quantidade de Recursos Humanos	voluntário
44	Glossário	voluntário
45	Informações de Contato/Canais de Comunicação	voluntário / recomendado
46	Sistema de Tributação do Plano	voluntário
47	Remuneração Dirigentes	voluntário
48	Saúde Financeira da Patrocinadora	voluntário

APÊNDICE 11 – COMPOSIÇÃO FINAL DA AMOSTRA

1	ABBOTTPREV	106	HP PREV
2	ABBPREV	107	IAJA
3	ABRILPREV	108	IBM
4	ACEPREV	109	INDUSPREVI
5	ACIPREV	110	INERGUS
6	AGROS	111	INFRAPREV
7	ALBAPREV	112	INSTITUTO AMBEV
8	ALEPEPREV	113	ISBRE
9	ALPHA	114	ITAU UNIBANCO
10	ANABBPREV	115	ITAUSAINDL
11	APCDPREV	116	JUSPREV
12	AVONPREV	117	KPMG PREV
13	BANDEPREV	118	MAIS VIDA PREV
14	BANESES	119	MAUA PREV
15	BANESPREV	120	MBPREV
16	BANORTE	121	MENDESPREV
17	BANRISUL/FBSS	122	MERCAPREV
18	BASES	123	METRUS
19	BASF PC	124	MSD PREV
20	BB PREVIDENCIA	125	MULTIPREV
21	BOTICARIO PREV	126	MUTUOPREV
22	BRASILETROS	127	NUCLEOS
23	BRASLIGHT	128	OABPREV-GO
24	BRF PREVIDENCIA	129	OABPREV-MG
25	BUNGEPREV	130	OABPREVNORDESTE
26	CABEC	131	OABPREV-PR
27	CAFBEV	132	OABPREV-RJ
28	CAGEPREV	133	OABPREV-RS
29	CAPAF	134	OABPREV-SC
30	CAPEF	135	OABPREV-SP
31	CAPESESP	136	ODEPREV
32	CAPOF	137	PETROS
33	CARBOPREV	138	PORTOPREV
34	CARFEPE	139	PORTUS
35	CARGILLPREV	140	POSTALIS
36	CASANPREV	141	POUPREV
37	CASFAM	142	PRECE
38	CAVA	143	PREV PEPSICO
39	CBS	144	PREVBEP
40	CELOS	145	PREVCHEVRON
41	CELPOS	146	PREVCUMMINS
42	CENTRUS	147	PREVDATA
43	CERES	148	PREVDOW
44	CIASPREV	149	PREVEME

45	CIBRIUS	150	PREVEME II
46	CIFRAO	151	PREVES
47	CITIPREVI	152	PREVHAB
48	COMPESAPREV	153	PREVI - SIEMENS
49	COMSHELL	154	PREVI NOVARTIS
50	DATUSPREV	155	PREVI/BB
51	DERMINAS	156	PREVIBAYER
52	DESBAN	157	PREVIBOSCH
53	DUPREV	158	PREVICEL
54	EATONPREV	159	PREVICOKE
55	ECONOMUS	160	PREVIDENCIA USIMINAS
56	ELETRA	161	PREVI-ERICSSON
57	ELETROS	162	PREVIG
58	ELOS	163	PREVIM
59	EMBRAER PREV	164	PREVINDUS
60	ENERPREV	165	PREVINORTE
61	ENERSUL	166	PREVIP
62	FABASA	167	PREVIPLAN
63	FACEAL	168	PREVIRB
64	FACEB	169	PREVISC
65	FACEPI	170	PREVISCANIA
66	FACHESF	171	PREVMON
67	FACOPAC	172	PREVUNISUL
68	FAECES	173	PRHOSPER
69	FAELBA	174	PROMON
70	FAELCE	175	PSS
71	FAPA	176	RAIZPREV
72	FAPECE	177	RANDONPREV
73	FAPES	178	RBS PREV
74	FASC	179	REAL GRANDEZA
75	FASCEMAR	180	RECKITTPREV
76	FASERN	181	REFER
77	FATL	182	REGIUS
78	FECOMERCIO/FPA	183	RJPREV
79	FGV-PREVI	184	SABESPREV
80	FIBRA	185	SANTANDERPREVI
81	FIOPREV	186	SAO BERNARDO
82	FIPECQ	187	SAO FRANCISCO
83	FORLUZ	188	SAO RAFAEL
84	FUMPRESC	189	SBOTPREV
85	FUNASA	190	SEBRAE PREVIDENCIA
86	FUNBEP	191	SEGURIDADE
87	FUNCEF	192	SERGUS
88	FUNCESP	193	SERPROS
89	FUNDACAO COPEL	194	SIAS
90	FUNDACAO CORSAN	195	SICOOB PREVI

91	FUNDAÇÃO LIBERTAS	196	SILIUS
92	FUNDAMBRAS	197	SISTEL
93	FUNDIAGUA	198	SP-PREVCOM
94	FUNDO PARANA	199	SUPRE
95	FUNEPP	200	SYNGENTA PREVI
96	FUNPRESP-EXE	201	TECHNOS
97	FUNPRESP-JUD	202	TELOS
98	FUNSEJEM	203	TEXPREV
99	FUNSSEST	204	ULTRAPREV
100	FUNTERRA	205	UNIMED F. DE PENSÃO
101	FUSESC	206	UNISYS-PREVI
102	FUTURA II	207	VALIA
103	GASIOUS	208	VIKINGPREV
104	GEAPREVIDÊNCIA	209	WEG
105	GEBSA-PREV		