

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

BRUNO DE MEDEIROS TEIXEIRA

**FATORES EXPLICATIVOS DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA DE
ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRAS**

SÃO LEOPOLDO

2015

BRUNO DE MEDEIROS TEIXEIRA

FATORES EXPLICATIVOS DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA DE
ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRAS

Dissertação, requisito parcial para a obtenção
do título de Mestre, pelo Programa de Pós-
Graduação em Ciências Contábeis da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos –
UNISINOS.

Orientadora: Prof^a Dr^a Clea Beatriz Macagnan

SÃO LEOPOLDO

2015

T266f Teixeira, Bruno de Medeiros
Fatores explicativos da adesão às práticas de governança de entidades fechadas de previdência complementar brasileiras / por Bruno de Medeiros Teixeira. -- São Leopoldo, 2015.

102 f. : il. color. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2015.

Orientação: Prof^a. Dr^a. Clea Beatriz Macagnan, Escola de Gestão e Negócios.

1.Previdência privada – Brasil. 2.Fundos de pensão – Brasil. 3.Governança corporativa. 4.Governança corporativa – Controle de qualidade. 5.Administração de ativo e passivo. I.Macagnan, Clea Beatriz. II.Título.

CDU 368.032(81)
331.25(81)
658.012.43

Catálogo na publicação:
Bibliotecária Carla Maria Goulart de Moraes – CRB 10/1252

BRUNO DE MEDEIROS TEIXEIRA

FATORES EXPLICATIVOS DA ADESÃO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA DE
ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRAS

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte – UFC

Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy – UNISINOS

Prof. Dr. Ernani Ott – UNISINOS

AGRADECIMENTOS

À Deus, por ter me carregado muitas vezes ao longo dessa trajetória.

Aos meus pais, por sempre estarem ao meu lado, me incentivando e dando força, para alcançar os meus objetivos. Também, pelo relevante ensinamento, de que é por meio dos estudos que conquistamos nossos sonhos.

À minha irmã, que me ajudou muito, principalmente durante o período de desenvolvimento da dissertação.

À minha namorada, pelo apoio e compreensão durante esse tempo.

Aos professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UNISINOS, que contribuíram para que eu pudesse dar os primeiros passos, como pesquisador.

À Professora Dr^a Clea, pelos ensinamentos e pela orientação, que permitiram o meu desenvolvimento durante todo o curso.

Aos meus colegas Luiz Alberto e Mariana, que me ajudaram muito ao longo do curso, compartilhando o seu conhecimento.

Ao meu colega Júlio, que intermediou o contato com as EFPC e a PREVIC.

Ao meu amigo Ricardo que disponibilizou hospedagem durante o período da realização das disciplinas.

Aos meus colegas de trabalho. Em especial a Perfectum Auditoria Independente e a Saweryn & Associados Auditores Independentes, pelo auxílio em conciliar as atividades do mestrado e do trabalho.

À UNISINOS pelo apoio proporcionado.

RESUMO

Este estudo teve por objetivo analisar os fatores explicativos da adesão às práticas de governança em entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) brasileiras. Nesse contexto, essa dissertação teve como base a teoria de agência, que pressupõe a existência de assimetria informacional, conflito de interesses e disposição distinta para assumir o risco, nas relações entre agente e principal. Um dos instrumentos utilizados, como resposta aos problemas de agência, é a governança. Além desse embasamento teórico, foram empregados os estudos empíricos nacionais e internacionais sobre a governança em EFPC. Ainda, foi analisada a legislação brasileira de governança para EFPC e o manual de governança da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), órgão que supervisiona e fiscaliza essas organizações. Com base nesse conjunto de informações, foi construído um total de 34 indicadores representativos de governança para EFPC, os quais permitiram mensurar o nível de adesão às práticas de governança dessas organizações. Tendo como suporte a teoria de agência e a revisão de literatura empírica sobre o tema, estabeleceu-se um conjunto de hipóteses explicativas da adesão às práticas de governança das EFPC. Para que essas hipóteses fossem testadas, elaborou-se um conjunto de variáveis, as quais foram submetidas à técnica estatística de regressão linear múltipla. Essa pesquisa teve como amostra 110 EFPC pertencentes aos grupos A, B e C, da classificação estabelecida pela PREVIC. As evidências para mensurar o nível de adesão às práticas de governança das EFPC, foram coletadas nas respectivas páginas eletrônicas disponíveis na Internet, e referem-se ao ano de 2014. Já, os dados utilizados para as variáveis explicativas são relativos ao ano de 2013, correspondendo ao último período em que as demonstrações contábeis e financeiras estavam encerradas, na data da coleta. Os resultados do modelo indicaram que as EFPC que possuem maior ativo, maior volume de recursos investidos, menor número de participantes, menor gasto com terceirização e patrocínio público, apresentam melhor nível de adesão às práticas de governança. Esse estudo poderá contribuir para que participantes, assistidos e demais partes interessadas possam compreender quais características que as EFPC com melhor governança possuem. Também poderá auxiliar na melhoria dos mecanismos de governança por parte das EFPC e no maior uso desses.

Palavras-chave: Governança. Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Fatores Explicativos.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the factors which explain the adherence to governance practices in private supplementary pension entities (EFPC) in Brazil. In this context, this thesis was based on agency theory, which assumes the existence of information asymmetry, conflict of interest and distinct willingness to take risk in relations involving agent and principal. One of the instruments used in response to agency problems, is governance. In addition to this theoretical basis, we employed national and international empirical studies on governance in EFPC. Besides, we analyzed the Brazilian legislation for EFPC governance and the governance manual of National Superintendence of Supplementary Pension (PREVIC), the body that oversees and supervises these organizations. Considering this information, it was built set of 34 indicators of governance for EFPC, which allowed measuring the level of adherence to governance practices of these organizations. Supported by theoretical and empirical literature review on the topic, it was established a set of explanatory hypotheses of accession to the governance practices in EFPC. The variables constructed to test these hypotheses were submitted to statistical technique of multiple linear regression. The sample consists of 110 EFPC belonging to groups A, B and C of the classification established by PREVIC. The evidence used to measure the level of adherence to governance practices EFPC were collected on their web pages available on the Internet, and refer to the year 2014. For the explanatory variables, the data used refer to the year 2013, corresponding to the last period in which the accounting and financial statements were closed during data collection. The model results indicated that the EFPC that has greater assets, higher volume of invested resources, fewer participants, lower expenses on outsourcing and public sponsorship, have better level of adherence to governance practices. This study may contribute to participants, beneficiaries and other stakeholders so that they can understand the characteristics that EFPC with better governance have. It may also help to improve the governance mechanisms by the EFPC and greater use of these.

Keywords: Governance. Private Supplementary Pension Entities. Explanatory factors.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura do sistema previdenciário brasileiro.....	17
Figura 2 – Estrutura da previdência complementar brasileira.....	19

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de EFPC que atendem a esses indicadores (Histograma)	65
Gráfico 2 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de EFPC de patrocínio público que atendem a esses indicadores (Histograma)	70
Gráfico 3 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de EFPC de patrocínio privado que atendem a esses indicadores (Histograma)	71

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Relação percentual dos ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB do Brasil	15
Quadro 2 – Limites máximos de alocação de recursos das EFPC.....	24
Quadro 3 – Estrutura da Resolução N° 13, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar – CGPC, de 1° de outubro de 2004.....	35
Quadro 4 – Descrição das variáveis desta pesquisa	48
Quadro 5 – Indicadores de governança de EFPC	49
Quadro 6 – Variáveis explicativas e os estudos revisados	54
Quadro 7 – Distribuição do número de EFPC segundo critério de volume de recursos no ativo total	57
Quadro 8 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo de patrocínio, da categoria: Estrutura de Governança.....	66
Quadro 9 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo patrocínio, da categoria: Base Documental	67
Quadro 10 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo patrocínio, da categoria: Riscos e Seu Monitoramento	67
Quadro 11 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo patrocínio, da categoria: Divulgação de Informações	68
Quadro 12 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo de patrocínio, das categorias: Manifestação do Conselho Fiscal e Aspectos Socioambientais.....	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Classificação das EAPC segundo receita acumulada	21
Tabela 2 – Classificação das EAPC segundo carteira de investimentos	21
Tabela 3 – Classificação das EFPC segundo seus ativos	26
Tabela 4 – Análise descritiva do nível de governança das EFPC por natureza.....	59
Tabela 5 – Análise descritiva do nível de governança das EFPC de patrocínio público por natureza.....	60
Tabela 6 – Análise descritiva do nível de governança das EFPC de patrocínio privado por natureza.....	60
Tabela 7 – Análise descritiva individualizada dos indicadores da categoria: Estrutura de Governança.....	61
Tabela 8 – Análise descritiva individualizada dos indicadores da categoria: Base Documental ...	62
Tabela 9 – Análise descritiva individualizada dos indicadores da categoria: Riscos e Seu Monitoramento	62
Tabela 10 – Análise descritiva individualizada dos indicadores da categoria: Divulgação de Informações	63
Tabela 11 – Análise descritiva individualizada dos indicadores das categorias: Manifestação do Conselho Fiscal e Aspectos Socioambientais.....	64
Tabela 12 – Cinco EFPC com melhores níveis de adesão às práticas de governança	71
Tabela 13 – Análise descritiva das variáveis explicativas quantitativas	72
Tabela 14 – Matriz de correlação das variáveis	73
Tabela 15 – Resultado do modelo com todas as variáveis	74
Tabela 16 – Resultado do modelo final dos fatores explicativos da adesão às práticas de governança de EFPC	75
Tabela 17 – Teste de diagnósticos, hipótese nula e os seus resultados para o modelo final	75

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Contextualização do Problema de Pesquisa.....	11
1.2 Objetivo	13
1.3 Justificativa e Relevância.....	14
1.4 Delimitação do Tema e Estrutura da Dissertação	16
2 REVISÃO DE LITERATURA.....	17
2.1 Revisão de Literatura Teórica.....	17
2.1.1 Visão Geral do Sistema Previdenciário Brasileiro	17
2.1.2 As Entidades Fechadas de Previdência Complementar.....	22
2.1.3 Teoria de Agência.....	26
2.1.4 Governança em Fundos de Pensão	30
2.2 Revisão de Literatura Empírica Sobre Governança em Fundos de Pensão e Formulação das Hipóteses	39
3 METODOLOGIA.....	48
3.1 Modelo de Regressão	48
3.1.1 Variável Dependente: Nível de Adesão Às Práticas de Governança de EFPC (NG).....	49
3.1.2 Variáveis Explicativas	53
3.2 População, Amostra e Coleta de Evidências	57
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	59
4.1 Análise Descritiva da Variável Nível de Adesão Às Práticas de Governança de EFPC	59
4.2 Análise Descritiva das Variáveis Explicativas	72
4.3 Análise da Correlação entre as Variáveis	73
4.4 Análise da Regressão Linear Múltipla	74
4.5 Análise das Hipóteses Testadas	77
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	79
REFERÊNCIAS	81
APÊNDICE A – RELAÇÃO DE EFPC ESTUDADAS	87
APÊNDICE B – DATA E HORÁRIO QUE AS EVIDÊNCIAS FORAM COLETADAS	90
APÊNDICE C – DADOS DE TODAS AS VARIÁVEIS DAS EFPC ESTUDADAS.....	93
APÊNDICE D – ANÁLISE DESCRITIVA INDIVIDUALIZADA DOS INDICADORES DE GOVERNANÇA DAS EFPC DE PATROCÍNIO PÚBLICO	96
APÊNDICE E – ANÁLISE DESCRITIVA INDIVIDUALIZADA DOS INDICADORES DE GOVERNANÇA DAS EFPC DE PATROCÍNIO PRIVADO	98
APÊNDICE F – CLASSIFICAÇÃO DAS EFPC CONFORME O NÍVEL DE ADESÃO ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA	100

1 INTRODUÇÃO

As entidades fechadas de previdência complementar (EFPC), também conhecidas como fundos de pensão, são instituições que recebem contribuições financeiras de organizações (patrocinadores ou instituidores) e de pessoas (participantes) para a formação de seus ativos. Esses recursos são capitalizados para o pagamento das aposentarias dos beneficiários. Sob a perspectiva de que os futuros e atuais pensionistas são proprietários passivos do patrimônio dessas instituições, seria importante a adoção da governança como instrumento de mitigação de possíveis problemas de agência. Assim, essa dissertação tem como objeto de pesquisa analisar os fatores explicativos da adesão às práticas de governança pelas entidades fechadas de previdência complementar brasileiras.

Esse capítulo é composto pela contextualização do problema de pesquisa, pelo objetivo, pela justificativa e relevância, e por fim, pela delimitação do tema e estrutura da dissertação.

1.1 Contextualização do Problema de Pesquisa

Quando Berle e Means (1932) escreveram sobre a segregação entre o controle e a propriedade, de organizações caracterizadas como sociedade anônima, igualmente afirmaram que um volume muito grande de ações pertence a instituições fiduciárias intermediárias. Essas distribuem os benefícios da propriedade das ações a indivíduos que participam delas. Um dos maiores grupos das referidas instituições fiduciárias são os fundos de pensão mantidos por empresas para benefício de seus empregados. Essas organizações arrecadam as economias dos participantes, em prestações regulares, que serão mantidas como crédito para os mesmos e mais tarde pagas a eles como aposentadoria e outros benefícios semelhantes. No período em que realizaram a pesquisa, os autores concluíram que essas instituições fiduciárias ainda possuíam uma fração muito pequena das ações. Entretanto, previram que, em especial, os fundos de pensão, provavelmente, predominariam na propriedade de ações no futuro.

Segundo Punsuvo, Kayo e Barros (2007), atualmente os fundos de pensão são considerados investidores institucionais de grande relevância tanto no exterior quanto no Brasil. Caracterizam-se por realizarem investimentos de longo prazo, visando ao tempo referente à formação da poupança de seus participantes, para pagamento das aposentadorias.

Para que os fundos de pensão cumpram suas obrigações junto aos participantes e futuros beneficiários, a gestão de seu ativo deve superar o passivo, gerando um superávit atuarial. Todavia, no ambiente dessas organizações emerge a possibilidade de problemas de

agência, os quais podem influenciar no resultado de sua gestão. A primeira relação de agência existente é entre a administração do fundo de pensão e os participantes e patrocinadores. Como a soma do ativo das EFPC é formada pelos recursos oriundos das contribuições dos participantes e patrocinadores, a má gestão desses valores poderá levar o fundo de pensão ao déficit atuarial. Nesse caso, se o plano previdenciário for de benefício definido, o patrocinador necessitará fazer um aporte complementar de recursos com o intuito de equalizar o referido déficit. Por outro lado, se o plano for de contribuição definida, as consequências de uma má gestão cairão sobre os participantes e os assistidos. A segunda relação de agência existente reside entre a administração do fundo de pensão e a decisão de investimento. Nessa situação, o patrocinador, mediante indicação do gestor do ativo ou pela participação na elaboração da política de investimentos, poderá influenciar para que o fundo de pensão invista, em grande parte, nas ações das empresas de seu grupo. Outra situação é quando os investimentos são realizados por uma instituição financeira terceiriza. Ela poderá incluir títulos próprios, ou de seus clientes, na carteira investida pelo fundo, objetivando o seu benefício. (BESLEY; PRAT, 2003; DREW; STANFORD, 2003; BLECHER, 2004).

Os problemas de agência, em fundos de pensão, podem resultar em retornos mais baixos, custos mais elevados e possibilidade de comportamento antiético, incluindo má gestão e fraude. Logo, a governança é um mecanismo que tem potencial para redução dos problemas de agência (BENSON; HUTCHINSON; SRIRAM, 2010). Algumas ações de governança vêm sendo adotadas pelos fundos de pensão em diversos países. Em 2002, a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) publicou um documento denominado *OECD guidelines for pension fund governance*. Tal material divide-se em aspectos de estrutura de governança e de mecanismos de governança. Ele visa estabelecer diretrizes para os fundos de pensão na adoção das práticas de governança.

No Brasil, essas ações iniciaram a partir da publicação da Resolução N° 13, de 1° de outubro de 2004, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC). Essa resolução estabelece regras e procedimentos de governança, gestão e controles internos que devem ser observados pelas EFPC. Posteriormente, em 06 de dezembro de 2006, o CGPC publicou a Resolução N° 23. Esse regramento dispõe sobre os procedimentos de divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário, com o objetivo de aprimorar a transparência dos fundos de pensão. Também, em 2012, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) desenvolveu um manual de melhores práticas de governança para os fundos de pensão, visando proteção da poupança previdenciária dos participantes.

Teoricamente, as EFPC deveriam cumprir as exigências previstas nas resoluções do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC) e estariam interessadas em observar as práticas de governança publicadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). O estudo de Torres e Santos (2008) indicou que as ações de governança têm impacto positivo sobre os retornos excessivos dos fundos de pensão brasileiros, destacando-se a transparência. Entretanto, a pesquisa de Lopes et al. (2010) identificou que 26,10% dos fundos de pensão não divulgam o relatório anual conforme prevê a legislação, 58,7% não possuem uma seção de governança em suas páginas eletrônicas, 76% não apresentam um relatório de riscos de investimentos e apenas 4 disponibilizam o relatório semestral do conselho fiscal.

Características específicas podem explicar o motivo pelo qual algumas entidades fechadas de previdência complementar tem maior adesão a práticas de governança, se comparadas a outras. Ammann e Zingg (2010) identificaram, em fundos de pensão suíços, que o tamanho do ativo está relacionado positivamente com nível de adesão as práticas de governança. Tan e Cam (2013) encontraram relação negativa entre as despesas e o índice de *disclosure* voluntário de fundos de pensão australianos. Por outro lado, não identificaram relação significativa entre o índice de *disclosure* voluntário e o tamanho do ativo desses fundos de pensão. Esse comportamento se repetiu para o tipo de patrocínio. Lima (2014) encontrou correlação positiva e significativa entre a maior pontuação no cumprimento das práticas voluntárias de governança e o tamanho do ativo de fundos de pensão brasileiros, bem como, para a idade dessas organizações.

Tendo em vista os resultados das referidas pesquisas, o propósito dos fundos de pensão e as relações de agência existentes, formula-se o seguinte problema de pesquisa: Quais são os fatores explicativos da adesão às práticas de governança de entidades fechadas de previdência complementar brasileiras?

Com o escopo de responder a essa indagação no próximo item são apresentados os objetivos gerais e específicos desta pesquisa.

1.2 Objetivo

O objetivo dessa pesquisa é analisar os fatores explicativos da adesão às práticas de governança de entidades fechadas de previdência complementar brasileiras. A fim de cumprir esse objetivo geral, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) Construir um conjunto de indicadores que permitam mensurar o nível de adesão às práticas de governança de EFPC brasileiras;
- b) Identificar categorias de indicadores representativos da adesão às práticas de governança de EFPC brasileiras;
- c) Mensurar o nível de adesão às práticas de governança de EFPC brasileiras.

1.3 Justificativa e Relevância

Mediante uma revisão de literatura empírica foram encontradas pesquisas internacionais que procuraram relacionar a adesão às práticas de governança de fundos de pensão a algum fator explicativo, sendo elas: Useen e Mitchell (2000), Yang e Mitchell (2005), Cocco e Volpin (2007), Ambachtsheer, Capelle e Lum (2007), Ammann e Zing (2010), Benson, Hutchinson e Sriram (2010), Kowalewski (2012) e Tan e Cam (2013). Esses autores analisaram amostras de fundos de pensão de outros países e não do Brasil.

Em termos de pesquisas nacionais, as que mais se aproximam deste estudo são: Vasques (2008), Torres e Santos (2008), Silva (2009), Lopes et al. (2010) e Lima (2014). Vasques (2008) verificou a qualidade da acessibilidade das páginas eletrônicas das maiores EFPC em observância às boas práticas de governança e de transparência informacional. Torres e Santos (2008) estudaram se as práticas de governança influenciam a rentabilidade acima da meta atuarial dos fundos de pensão brasileiros, no ano de 2005. Silva (2009) avaliou a adesão às práticas de governança, pelos fundos de pensão brasileiros, tendo como base a legislação vigente e o código das melhores práticas de governança corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Lopes et al. (2010) analisaram o nível de divulgação das informações de práticas de governança nos endereços eletrônicos dos 50 maiores fundos de pensão, em relação aos ativos, mediante a aplicação de um formulário padronizado. Lima (2014) analisou as práticas de governança adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros e buscou prováveis explicações à luz da teoria institucional.

Dos estudos revisados nenhum mensurou o nível de adesão às práticas de governança de EFPC, tendo como base a legislação vigente e o manual de governança da PREVIC, nem procurou relacioná-lo a algum fator explicativo. Tal fato justificaria academicamente a realização dessa pesquisa, uma vez que permite uma melhor compreensão da problemática apresentada.

No ano de 1994 os ativos das EFPC somavam R\$ 72,7 bilhões, com uma participação 21% sobre o Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil. Nesse mesmo período, as referidas

organizações investiram a quantia de R\$ 46,5 bilhões em renda fixa, renda variável, imóveis e demais realizáveis. Ao final de 2013, as EFPC acumularam um ativo de R\$ 669 bilhões, com a participação de 13,8% sobre o PIB brasileiro. Também, foram investidos R\$ 640,3 bilhões em renda fixa, renda variável, imóveis e demais realizáveis (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – ABRAPP, 2014). O Quadro 1 apresenta a relação percentual dos ativos dos fundos de pensão frente ao PIB do Brasil, entre 1994 e 2013.

Quadro 1 – Relação percentual dos ativos dos fundos de pensão em relação ao PIB do Brasil

Ano	% Ativo/PIB
1994	20,8%
1995	11,6%
1996	11,1%
1997	11,6%
1998	11,1%
1999	12,9%
2000	13,1%
2001	14,3%
2002	14,1%
2003	15,4%
2004	15,9%
2005	14,9%
2006	15,8%
2007	17,2%
2008	14,7%
2009	15,9%
2010	14,8%
2011	14,4%
2012	15,2%
2013	13,8%

Fonte: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - ABRAPP (2014)

A série acima, que inicia em 1994 com o advento do Plano Real, período de baixa inflação, demonstra a importância deste setor na economia do país, tanto no aspecto previdenciário quanto na sua capacidade de influência como investidor institucional, mesmo com as flutuações existentes. Portanto, esta pesquisa corrobora com estudos acadêmicos sobre o nível de governança corporativa das organizações, contribuindo para a compreensão da influência da governança sobre as EFPC. Essa dissertação é parte integrante do grupo de pesquisa sobre governança, registrado no CNPq, coordenado pela Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan.

1.4 Delimitação do Tema e Estrutura da Dissertação

O tema limita-se apenas à análise dos indicadores de governança selecionados, desconsiderando demais informações. Ainda, a verificação do nível de adesão às práticas de governança dos fundos de pensão foi realizada somente com informações publicadas nas respectivas páginas eletrônicas disponíveis na Internet. Outras fontes de informações, em que poderiam ser localizadas as evidências dos indicadores, não foram objetos de avaliação. A análise das evidências ocorreu num período específico, segundo demonstrado na metodologia desta pesquisa, excluindo períodos anteriores e posteriores.

Cabe ressaltar que, nessa pesquisa, não foi avaliado se as informações obrigatórias estavam de acordo com as exigências legais, como por exemplo, a classificação das contas contábeis. Foi analisado somente se a informação foi adequadamente divulgada. Além disso, não se verificou os reflexos da EFPC apresentar, ou não, uma melhor adesão às práticas de governança. Do mesmo modo, não foi analisada a veracidade da informação evidenciada.

A presente pesquisa está estruturada em cinco capítulos. O primeiro é a introdução, composta pela contextualização do problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos, a justificativa e relevância e a delimitação do tema e estrutura da dissertação. O segundo capítulo expõe a revisão de literatura, dividindo-se em dois subcapítulos. No primeiro subcapítulo, consta a revisão de literatura teórica, que aborda a visão geral do sistema previdenciário brasileiro, a teoria de agência e a governança nos fundos de pensão. No segundo subcapítulo é apresentada a revisão de literatura empírica, que contém estudos internacionais e nacionais, além da formulação das hipóteses. O terceiro capítulo refere-se aos procedimentos metodológicos desenvolvidos nesta pesquisa. O quarto capítulo demonstra as análises e discussões dos resultados obtidos. O quinto capítulo destina-se às conclusões. No final, são apresentadas as referências utilizadas para suportar essa pesquisa e os apêndices.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Este capítulo é constituído pela revisão de literatura teórica e revisão de literatura empírica, fundamentando a dissertação. O capítulo é concluído pela formulação das hipóteses.

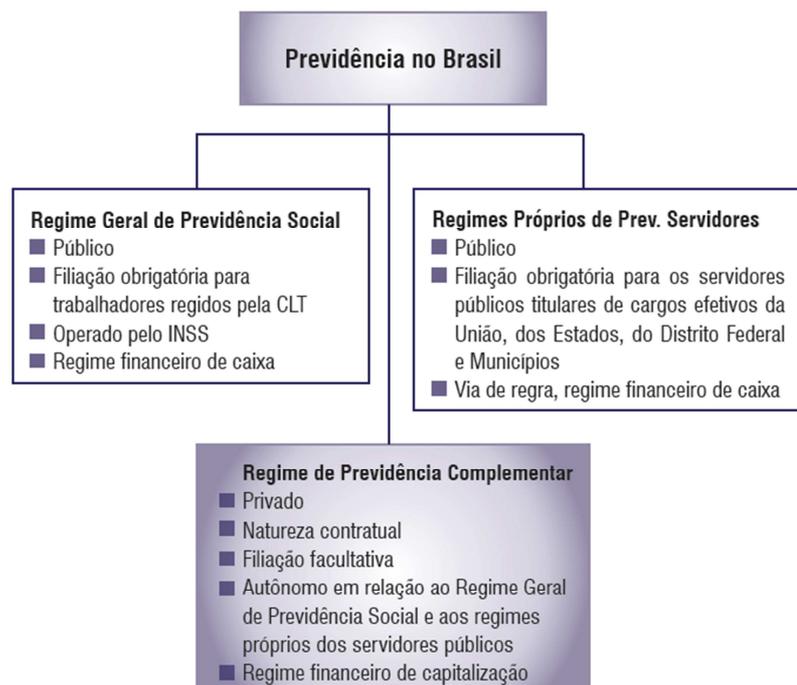
2.1 Revisão de Literatura Teórica

A revisão de literatura teórica desse estudo está estruturada com abordagem da Visão Geral do Sistema Previdenciário Brasileiro, Teoria de Agência e Governança em Fundos de Pensão.

2.1.1 Visão Geral do Sistema Previdenciário Brasileiro

Conforme o Ministério da Previdência Social - MPS (2008a), o sistema previdenciário brasileiro atualmente é constituído por três grandes regimes, a saber: o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), o Regime Próprio de Previdência dos Servidores Públicos (RPPSP) e o Regime de Previdência Complementar (RPC). A Figura 1 demonstra como está estruturado o sistema previdenciário brasileiro.

Figura 1 – Estrutura do sistema previdenciário brasileiro



Fonte: Ministério da Previdência Social (2008b, p.10)

O RGPS é operado pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), órgão público, cuja prerrogativa é recolher contribuições e pagar benefícios aos aposentados. Esse regime é de caráter obrigatório sendo destinado ao setor privado e aos empregados e servidores públicos, não filiados a um regime próprio de previdência social. As aposentadorias são concedidas, por idade ou por tempo de contribuição. Por idade, o contribuinte pode se aposentar aos 65 anos, no caso de homens e aos 60 anos, em se tratando de mulheres de áreas urbanas. Para os contribuintes das áreas rurais as aposentadorias são concedidas aos 60 anos para os homens e aos 55 anos para as mulheres. Por tempo de contribuição, as aposentadorias são providas aos 35 anos para os homens e aos 30 anos para as mulheres (MPS, 2008a).

Os RPPSP, segundo a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, são instituídos e organizados pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. Tal regime é de caráter obrigatório e atende aos servidores públicos titulares de cargos efetivos das respectivas organizações, incluindo suas autarquias e fundações. Não fazem parte desse grupo os empregados das empresas públicas, os agentes políticos, os servidores temporários e os detentores de cargos de confiança, todos pertencentes obrigatoriamente ao RGPS. A aposentadoria é concedida de forma compulsória aos 70 anos de idade para homens e mulheres. De forma não compulsória, esse benefício poderá ser provido de duas formas:

- a) Aos homens que completarem 60 anos de idade, desde que haja 35 anos de contribuição, e às mulheres que completarem 55 anos de idade, desde que haja 30 anos de contribuição;
- b) Aos homens que completarem 65 anos de idade e às mulheres que completarem 60 anos de idade, com proventos proporcionais ao tempo de contribuição.

Salienta-se que para usufruir do benefício da aposentadoria não compulsória, a pessoa terá que cumprir o tempo mínimo de 10 anos de efetivo exercício no serviço público e 5 anos no cargo efetivo em que se dará a aposentadoria.

Segundo o MPS (2008b), tanto o RGPS quanto o RPPSP têm os recolhimentos das contribuições e os pagamentos dos benefícios, aos aposentados e pensionistas, dentro do mesmo exercício financeiro. A forma simultânea e equivalente entre valores pagos e recebidos caracteriza o denominado regime de caixa, também conhecido como *pay as you go* ou de repartição simples. Para Teixeira (2006), nesse método de financiamento não há a formação de um fundo para o pagamento das futuras pensões em função de que o montante das contribuições recebidas deve cobrir, em termos correntes, o montante de benefícios pagos.

Conclui-se que a razão existente entre contribuintes e beneficiários é de suma importância para a viabilidade do sistema.

O RPC é operado por entidades de previdência complementar cujo principal objetivo é instituir e executar planos de benefícios de caráter previdenciário. O referido regime possui três características relevantes: a natureza jurídica contratual privada, o caráter complementar e autônomo em relação à previdência pública e a constituição de reservas em regime de capitalização (DOMENEGHETTI, 2009). Costa e Piacentini (2008), afirmam que no método de financiamento, pelo regime de capitalização, os funcionários e as organizações contribuem com percentuais predeterminados para uma conta individual. Nessa conta ocorre o acúmulo e o investimento do montante, cujo retorno será a garantia da aposentadoria no futuro.

A previdência complementar brasileira é fornecida em dois segmentos distintos, a saber: a previdência aberta e a previdência fechada. A Figura 2 demonstra como está estruturada a previdência complementar brasileira.

Figura 2 – Estrutura da previdência complementar brasileira



Fonte: Ministério da Previdência Social (2008b, p.12)

As entidades abertas de previdência complementar (EAPC) são constituídas unicamente sob a forma de sociedades anônimas, com fins lucrativos. Essas organizações poderão instituir e operar planos de benefícios individuais, acessíveis a quaisquer pessoas físicas, ou planos de benefícios coletivos, quando tenham por objetivo garantir benefícios previdenciários a pessoas físicas vinculadas, direta ou indiretamente, a uma pessoa jurídica contratante. O órgão que regula as EAPC é o Ministério da Fazenda por meio do Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP. Já a atividade de fiscalização é realizada Superintendência de Seguros Privados – SUSEP (PINHEIRO, 2005).

Conforme a Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001, as EAPC poderão tanto operar planos de seguros de pessoas quanto planos de previdência complementar. Segundo informações obtidas da página eletrônica da SUSEP, ambos os planos oferecem cobertura de risco e cobertura por sobrevivência. A diferença entre as coberturas reside no que é garantido ao participante, ou segurado, de acordo com o plano contratado. Nos planos de previdência complementar a cobertura de risco garante pagamento de benefícios aos beneficiários indicados, no caso de falecimento do participante, ou ao próprio participante, em caso de invalidez. Já a cobertura por sobrevivência garante o pagamento de benefício ao titular do plano, em forma de aposentadoria, de acordo com o que foi previamente contratado. Nos seguros de pessoas a cobertura de risco garante o pagamento do valor de cobertura do seguro, em caso de sinistro, cujo evento gerador não seja a sobrevivência do segurado a uma data predeterminada. Por outro lado, a cobertura por sobrevivência garante o pagamento do valor de cobertura do seguro, pela sobrevivência do segurado, ou pela compra de renda imediata por meio pagamento único.

Dentre os planos ofertados pelas EAPC, os principais são o Vida Gerador de Benefício Livre (VGBL) e o Plano Gerador de Benefício Livre (PGBL), os quais, no primeiro semestre de 2014, foram responsáveis por 95% da receita total dessas organizações. O VGBL é um seguro de pessoas e o PGBL é um plano de previdência complementar. Ambos são considerados planos por sobrevivência, que ao término do período de acumulação dos recursos, proporcionam uma renda ao segurado ou participante. Os dois planos não garantem remuneração mínima nem atualização de valores, durante o período de diferimento. Isso ocorre porque a remuneração da provisão matemática de benefícios a conceder é baseada na rentabilidade da carteira de investimentos do fundo de investimento especialmente constituído. Além da natureza, a diferença entre eles é percebida no tratamento tributário dado a um ou a outro. No VGBL o imposto de renda incide apenas sobre os rendimentos, enquanto que, no PGBL o tributo incide tanto sobre o valor aplicado quanto sobre os rendimentos. Como forma de evitar a bitributação, é permitido deduzir as aplicações no PGBL na declaração de imposto de renda da pessoa física, desde que seja utilizado o modelo completo e que o valor não ultrapasse 12% da renda bruta anual (FEDERAÇÃO NACIONAL DE PREVIDÊNCIA PRIVADA E VIDA – FENAPREVI, 2014).

Em termos de números, de acordo com os dados da FENAPREVI (2014), o Brasil possui 28 EAPC, que auferiram uma receita de R\$ 37,5 bilhões e acumularam R\$ 401 bilhões, em suas carteiras de investimentos, no primeiro semestre de 2014. A Tabela 1 apresenta a classificação das EAPC segundo a receita acumulada, no referido período. Nela, é

demonstrado o quanto cada EAPC participa percentualmente no total das receitas obtidas pelo setor.

Tabela 1 – Classificação das EAPC segundo receita acumulada

Nome da Organização	Participação na Receita (em %)
Brasilprev Seguros e Previdência S.A.	38,55
Bradesco Vida e Previdência S.A.	26,67
Itaú Vida e Previdência S.A.	19,52
Zurich Santander Brasil Seguros e Previdência S.A.	4,71
Caixa Vida e Previdência S.A.	4,61
HSBC Vida e Previdência (Brasil) S.A.	1,97
Icatu Seguros S.A.	0,78
Sul América Seguros de Pessoas e Previdência S.A.	0,66
Mongeral Aegon Seguros e Previdência S.A.	0,43
Porto Seguro Vida e Previdência S.A.	0,43
Demais Entidades	1,69
Total	100,00

Fonte: Federação Nacional de Previdência Privada e Vida - FENAPREVI (2014)

A Tabela 2 demonstra a classificação das EAPC segundo a carteira de investimentos nos primeiros 06 meses de 2014. Logo, representa o quanto cada EAPC participa percentual sobre o total dos investimentos realizados pelo segmento.

Tabela 2 – Classificação das EAPC segundo carteira de investimentos

Nome da Organização	Participação na Carteira (em %)
Bradesco Vida e Previdência S.A.	31,34
Brasilprev Seguros e Previdência S.A.	24,47
Itaú Vida e Previdência S.A.	23,71
Zurich Santander Brasil Seguros e Previdência S.A.	5,83
Caixa Vida e Previdência S.A.	5,77
HSBC Vida e Previdência (Brasil) S.A.	2,95
Icatu Seguros S.A.	2,15
Sul América Seguros de Pessoas e Previdência S.A.	1,19
Safra Vida e Previdência S.A.	0,96
Porto Seguro Vida e Previdência S.A.	0,62
Demais Entidades	1,02
Total	100,00

Fonte: Federação Nacional de Previdência Privada e Vida - FENAPREVI (2014)

Em virtude das EFPC serem a população de estudo desta pesquisa, o próximo tópico será dedicado aos fundos de pensão. Serão abordados os seguintes aspectos: a forma como

eles são constituídos, a sua regulamentação, os tipos de planos, a estrutura organizacional e a política de investimentos, com vistas a possibilitar entendimento sobre essas organizações.

2.1.2 As Entidades Fechadas de Previdência Complementar

As EFPC, também denominadas fundos de pensão, são constituídas na forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos. Elas têm por objetivo a administração e execução de planos coletivos de benefícios, de natureza previdenciária. O acesso a esses planos é exclusivo a empregados de uma organização empresarial ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, entes denominados patrocinadores; e aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classistas ou setorial, denominados instituidores. Suas atividades são fiscalizadas e supervisionadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC, uma autarquia com autonomia administrativa e financeira, a qual é vinculada ao Ministério da Previdência Social, criada pela Lei 12.154, de 23 de dezembro de 2009 (CORRAR, 2013).

Segundo Fontes Filho (2004), os fundos de pensão são regulados pelas Leis Complementares: 108 e 109, de 29 de maio de 2001. A primeira regulamenta as relações existentes entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, inclusive suas autarquias, fundações e demais sociedades, enquanto patrocinadores de entidades fechadas de previdência complementar, e seus respectivos fundos de pensão. Essas EFPC são classificadas como de patrocínio público. A segunda disciplina o regime de previdência complementar como um todo e as EFPC de patrocínio privado.

De acordo com a Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001, os fundos de pensão podem ser classificados conforme os planos que administram e conforme seus patrocinadores ou instituidores. As EFPC podem ser de plano comum, quando administram um plano ou conjunto de planos acessíveis ao universo de participantes, ou de multiplano, quando administram um plano ou conjunto de planos de benefícios para diversos grupos de participantes, com independência patrimonial. Além disso, elas podem ser consideradas singulares, quando estiverem vinculadas a apenas um patrocinador ou instituidor, ou multipatrocinadas, no momento em que congregam mais de um patrocinador ou instituidor.

Na Resolução Nº 16, de 22 de novembro de 2005, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar, está instituído as EFPC poderão administrar planos de benefícios de caráter previdenciário nas seguintes modalidades:

- a) Benefício Definido (BD): é aquele cujos benefícios programados têm seu valor ou nível previamente estabelecidos, sendo o custeio determinado atuarialmente, de forma a assegurar sua concessão e sua manutenção;
- b) Contribuição Definida (CD): é aquele cujos benefícios programados têm seu valor permanentemente ajustado ao saldo de conta mantido em favor do participante, inclusive na fase de percepção de benefícios, considerando o resultado líquido de sua aplicação, os valores aportados e os benefícios pagos;
- c) Contribuição Variável (CV): é aquele cujos benefícios programados apresentam a conjugação das características das modalidades de contribuição definida e benefício definido.

As EFPC deverão manter uma estrutura mínima composta por conselho deliberativo, conselho fiscal e diretoria-executiva. O conselho deliberativo é a instância máxima da estrutura organizacional e tem a responsabilidade de definir a política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios. O conselho fiscal é o órgão de controle interno da entidade. A esse, cabe a responsabilidade de controlar a gestão dos fundos de pensão. Já a diretoria-executiva é o órgão responsável pela administração da entidade, devendo observar as diretrizes e políticas estabelecidas pelo conselho deliberativo (PREVIC, 2010). Entretanto, observa-se que a legislação prevê diferenças na quantidade, composição e qualificação dos membros, da estrutura mínima supramencionada, entre as EFPC regidas pela Lei Complementar 108, de 2001, e as regidas pela Lei Complementar 109, de 2001.

Nos fundos de pensão regulados pela Lei Complementar 108, de 2001, o conselho deliberativo deverá ser constituído no máximo por 06 pessoas, com composição paritária entre membros dos participantes e assistidos e dos patrocinadores. Já o conselho fiscal terá no máximo 04 membros, com paridade na composição entre representantes dos participantes e assistidos e dos patrocinadores. A diretoria executiva poderá ter no máximo 06 membros e a composição deverá estar prevista em estatuto. Como qualificação é exigida experiência nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização ou de auditoria para todos os órgãos estatutários. Para a diretoria executiva, além do requisito anterior, é obrigatório se ter curso superior.

Nas EFPC regidas pela Lei Complementar 109, de 2001, o conselho deliberativo e o conselho fiscal deverão ter no mínimo um terço das vagas destinadas aos membros dos participantes e assistidos. Porém, não é previsto um número máximo de pessoas. Nesses

órgãos é exigida experiência nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização ou de auditoria. Para os cargos da diretoria executiva não é determinado um número máximo de dirigentes, bem como, não há uma previsão para sua composição. Porém, exige-se que para assunção de postos nesse órgão é necessário ter formação de nível superior e experiência nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização ou de auditoria.

Ao comparar a Lei Complementar 108/2001 com a Lei Complementar 109/2001, observa-se que os fundos de pensão de patrocínio público tem a estrutura de governança e os seus processos mais regulados pela legislação vigente que os fundos de pensão de patrocínio privado. Essa situação poderá influenciar na adesão às práticas de governança e na qualidade da administração das EFPC. As pesquisas de Ammann e Zing (2010) e de Kowalewski (2012) realizadas em fundos de pensão suíços e poloneses, respectivamente, concluíram que o tamanho do conselho e a qualificação dos membros da governança afetam o desempenho dos fundos de pensão.

As EFPC devem seguir as diretrizes estabelecidas pela Resolução 3.792, de 24 de setembro de 2009, do Banco Central do Brasil, para a aplicação dos recursos por elas administrados. A referida resolução determina, percentualmente, os limites máximos de alocação dos valores conforme o tipo de aplicação. O Quadro 2 demonstra os limites máximos de alocação de recursos para cada segmento.

Quadro 2 – Limites máximos de alocação de recursos das EFPC

Segmento	Limite Máximo de Alocação
Renda Fixa	100%
Renda Variável	70%
Imóveis	8%
Estruturados	20%
Investimentos no Exterior	10%
Operações com Participantes	15%

Fonte: Adaptado da Resolução 3.792, de 24 de setembro de 2009, do Banco Central do Brasil.

Segundo a Resolução 3.792, de 2009, do Banco Central do Brasil, os investimentos em renda fixa consistem em títulos de bancos, empresas ou do governo cuja rentabilidade ou forma de cálculo pode ser determinada no momento da aplicação. Por outro lado, nos

investimentos em renda variável, o rendimento não é pré-fixado, já que os valores alteram de acordo com as condições de mercado. Dentre esses, podem ser citados as ações, as debêntures, as cotas de fundos de índice, os títulos e os valores mobiliários de emissão de sociedades de propósito específico (SPE), os certificados de potencial adicional de construção (CEPAC), os certificados de redução certificada de emissão (RCE) e os certificados representativos de ouro físico. São classificados como investimentos em imóveis os empreendimentos imobiliários em fase construção e os imóveis para locação e renda. Os investimentos estruturados são investimentos que necessitam ser construídos e formatados, pois não têm disponibilidade no mercado. Nesse segmento são classificadas as cotas de fundos de investimento em participações, as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em participações, as cotas de fundos de investimento em empresas emergentes, as cotas de fundos de investimento imobiliário, as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado.

Os investimentos no exterior são constituídos por ativos emitidos no exterior, pertencentes às carteiras dos fundos constituídos no Brasil, pelas cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como dívida externa, pelas cotas de fundos de índice do exterior admitidas à negociação em bolsa de valores do Brasil, pelos certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta ou assemelhada com sede no exterior e pelas ações de emissão de companhias estrangeiras sediadas no Mercado Comum do Sul (MERCOSUL). As operações com participantes consistem em empréstimos e financiamentos feitos com recursos do plano de benefícios aos seus participantes e assistidos.

Para Herbst e Duarte Júnior (2007), o objetivo primordial da regulamentação dos investimentos dos fundos de pensão é alcançar uma efetiva diversificação da carteira, reduzindo os riscos de crédito, de mercado e liquidez, mediante restrições.

De acordo com os dados da PREVIC (2014), o Brasil possui 321 EFPC que administram um ativo total de R\$ 669 bilhões. A Tabela 3 apresenta a relação das 10 maiores EFPC, segundo seus ativos.

Tabela 3 – Classificação das EFPC segundo seus ativos

Posição	EFPC	Participação no total dos ativos (em %)
1	Previ/BB	25,10%
2	Petros	11,30%
3	Funcef	8,10%
4	Funesp	3,40%
5	Itaú Unibanco	2,70%
6	Valia	2,50%
7	Banesprev	2,10%
8	Sistel	2,00%
9	Forluz	1,80%
10	Real Grandeza	1,70%
	Demais EFPC	39,30%
	Total	100,00%

Fonte: Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC (2014)

A classificação apresentada na Tabela 3 demonstra quanto representa o ativo de cada EFPC em relação ao total do ativo do segmento. Pode-se observar que a Previ/BB lidera no Brasil. Também é considerado o maior fundo de pensão da América Latina e o 24º maior do mundo, segundo informações de sua própria página eletrônica.

Considerando que as EFPC administram recursos de terceiros, constituído pelas contribuições dos patrocinadores e participantes, poderão existir problemas de agência por parte dos dirigentes do fundo de pensão e por parte das instituições envolvidas na gestão e administração dos recursos. Em função disso, no item seguinte deste capítulo é abordada a teoria de agência e a sua relação com os fundos de pensão.

2.1.3 Teoria de Agência

A teoria de agência estuda os contratos formais e informais em que uma ou mais pessoas (principal) envolvem outra pessoa (agente) para a execução de alguma atividade em seu nome, com a delegação de alguma autoridade de tomada de decisão para o agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Entende-se que uma organização é formada por uma rede de contratos, escritos e não escritos, os quais identificam relações entre as partes envolvidas. Esses contratos especificam os direitos e deveres de cada integrante do contrato, assim como, penalidades, entre outros aspectos que denotam responsabilidade e indicam o comportamento esperado dos envolvidos na respectiva relação. Basicamente, os contratos em qualquer organização especificam a natureza das reivindicações residuais e a atribuição das etapas do

processo de decisão entre os agentes. Tais contratos distinguem as organizações entre si e explicam porque formas específicas de organizações sobrevivem (FAMA; JENSEN, 1983).

A delegação de autoridade estabelecida, do principal para o agente, permite emergir o denominado problema de agência. Esse tipo de relação é muito comum na sociedade, não se limitando apenas a acionistas e à direção (MACAGNAN, 2007). La Porta *et. al.* (2000), abordam que também há problemas de agência entre os *insiders* corporativos, tais como administradores e acionistas controladores, por um lado, e os investidores externos, como acionistas minoritários, por outro lado. Os *insiders* que controlam os ativos podem usar esses recursos para uma série de objetivos os quais são prejudiciais para os interesses dos investidores externos.

Macagnan (2007) destaca que os pressupostos que fundamentam os problemas de agência são:

- a) Assimetria de informação;
- b) Conflito de interesses;
- c) Disposição distinta para assumir o risco.

A essência do problema oriundo da assimetria de informação é pesquisada por Akerlof (1970). Utilizando como exemplo o negócio de automóveis usados, o autor demonstra que, em uma transação, quando uma das partes possui um maior número informações (vendedor de carros), pode omitir informações específicas da outra parte (comprador). Logo, pelo fato de o comprador não diferenciar um produto de outro, ele atribui um preço médio, o que poderá remeter a menor eficiência do mercado. Essa situação possibilita surgir a problemática de seleção adversa. Ressalta-se que a referida circunstância é precedente à assinatura do contrato.

A outra problemática, o risco moral, emerge posteriormente à assinatura do contrato. Tal risco ocorre em função de que, após o contrato ser efetivado, a parte contratada possui um nível de informação superior ao contratante, podendo fazer uso destas informações em benefício próprio. Quanto maior a autonomia, a extensão das informações e o conhecimento especializado para realização das tarefas, por parte do agente, maiores são as possibilidades que surja o risco moral (MACAGNAN, 2007).

Em uma relação de agência, se ambos os atores forem maximizadores de utilidade, provavelmente o agente não agirá no melhor interesse do principal. Nesse caso, o administrador (agente) possui interesses pessoais que são postos a frente dos objetivos do proprietário (principal), tomando decisões que o beneficiem ou conduzindo o negócio com

menor esforço que o necessário, o que caracteriza o conflito de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Portanto, os objetivos distintos do principal e do agente permitem que apareçam os conflitos de interesses.

Além dos pressupostos de assimetria informacional e do conflito de interesses, existe a disposição distinta para assumir riscos. No ambiente dos fundos de pensão os participantes têm a expectativa de que a EFPC seja administrada com equilíbrio atuarial para a garantia do pagamento das pensões. Bodie et al. (1987), concluíram em sua pesquisa que os fundos de pensão com maior desequilíbrio atuarial investem mais em ativos de alto risco do que em ativos de menor risco, em termos de volatilidade e de crédito.

Besley e Prat (2003) afirmam que os problemas de agência nos fundos de pensão do Reino Unido e Estados Unidos possuem três possíveis fontes. A primeira diz respeito às ações do gestor do fundo em relação ao esperado pelos participantes e pelos patrocinadores. A segunda se dá quando o patrocinador tem a responsabilidade pela decisão de alocação dos ativos mediante participação no desenvolvimento da política de investimentos ou pela escolha do gestor do ativo. Nesse caso o patrocinador pode influenciar para que o ativo do fundo de pensão possa ser investido, em grande parte, nas ações das empresas do grupo do patrocinador, por exemplo. A terceira fonte é oriunda da ação do patrocinador de contribuir com quantias inferiores às necessárias para que o fundo de pensão proporcione os benefícios prometidos.

Na pesquisa de Drew e Stanford (2003), em fundos de pensão australianos, os possíveis problemas de agência foram identificados nas seguintes relações:

- a) Entre os participantes e os patrocinadores;
- b) Entre os participantes e os sindicatos;
- c) Entre os participantes e os conselheiros;
- d) Entre os conselheiros e os consultores;
- e) Entre os conselheiros e os gestores dos fundos.

Na relação entre os participantes e os patrocinadores, a escolha do fundo de pensão, os planos ofertados e a nomeação de alguns conselheiros são definidos pelos patrocinadores. Como esses não estão sujeitos à direção ou à influência dos participantes, podem agir com decisões que privilegiem interesses próprios. Na segunda relação, os sindicatos poderiam atuar perante os patrocinadores na escolha dos fundos e dos tipos de planos ofertados. Entretanto, tais organizações estariam mais interessadas em canalizar os recursos para o fundo

estabelecido pela empresa e receber contribuições sindicais como recompensa. A terceira relação está no fato de que os participantes não podem remover os conselheiros que não agem no interesse de seus participantes. Além disso, os participantes não desempenham nenhum papel na determinação das despesas ou na remuneração dos conselheiros. Logo, não há incentivos para incorrer em custos de monitoramento, pois o benefício esperado é zero.

Na quarta e na quinta relação o conselho está em posição de influenciar o comportamento dos consultores e gestores. Vale a pena para esses agentes incorrerem em custos para demonstrar que seu comportamento está alinhado aos interesses do principal. Os agentes poderão exercer um papel de “conselheiros gestores” de modo a influenciar o conselho a aceitar a convenção da administração da indústria dos fundos de pensão. Isso particularmente não é difícil de ocorrer, em virtude de os conselheiros serem inexperientes em assuntos financeiros tendo limitações para expressar pontos de vistas contrários.

Blecher (2004), em sua pesquisa em fundos de pensão brasileiros, afirma que o primeiro nível de problema de agência reside na escolha da diretoria das EFPC, que frequentemente ocorre por indicação política e não técnica. Isso permite que não haja identificação entre os participantes e os administradores dos recursos. A autora defende que este problema é análogo aos das sociedades anônimas, nas quais ocorre a segregação entre controle e propriedade. O outro problema de agência existente é entre os dirigentes dos fundos de pensão e as instituições financeiras contratadas para a gestão do ativo. Essas instituições podem adotar decisões de investimento que as beneficie mais do que a EFPC. Uma ação seria incluir títulos da própria instituição financeira na carteira de investimento do fundo de pensão. A outra forma seria mediante a inclusão de títulos de outras empresas, que contratam os serviços dessas instituições financeiras, na carteira de investimento do fundo de pensão.

É notório que Besley e Prat (2003), Drew e Stanford (2003) e Blecher (2004) convergem suas ideias no sentido de que os problemas de agência podem ocorrer em dois níveis. O primeiro nível é quando o participante delega a administração de seus recursos a terceiros. O segundo nível é na decisão dos investimentos. Além disso, os autores afirmam que nos planos de contribuição definidas quem assume o risco de desequilíbrio atuarial são os participantes. Nesse caso, a estrutura de vigilância sobre a administração e a alocação do ativo deve ser mais forte.

Como resposta aos conflitos de agência, Jensen e Meckling (1976), afirmam que é necessário incorrer em custos destinados a limitar as ações aberrantes dos agentes. Esses custos são denominados de custos de agência e são compostos por:

- a) Custos de monitoramento, que são os recursos gastos para assegurar que o agente atuará de acordo com os interesses do principal;
- b) Custos relacionados a gastos incorridos pelo agente para demonstrar que seu comportamento está alinhado aos interesses do principal;
- c) Custos com perdas residuais, resultado de escolhas não ótimas inerentes à divergência de interesses.

No que tange aos fundos de pensão a redução dos conflitos de agência se concentra no monitoramento dos gestores dos fundos e sobre a alocação do ativo mediante a governança, com o objetivo de reduzir a exposição ao risco por parte dos beneficiários (BESLEY; PRAT, 2003). O próximo tópico desta pesquisa apresenta a revisão de literatura a respeito de governança em EFPC.

2.1.4 Governança em Fundos de Pensão

Segundo Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa é uma relação inerente aos interesses econômicos dos participantes, que lida particularmente com a maneira pelas quais os fornecedores de financiamento para as sociedades asseguram-se de obter um retorno sobre seus investimentos. Ela pode fazer uso de mecanismos internos e externos, sendo que a interação desses determina a eficácia da estrutura de governança total de uma empresa.

Os mecanismos internos de governança são aqueles estabelecidos internamente pelas organizações, sendo eles, o conselho de administração (seu papel, sua estrutura e seus incentivos), os incentivos gerenciais, a estrutura de capital e as disposições estatutárias e contratuais da firma. Já os mecanismos externos de governança são instituídos no ambiente externo em que as organizações estão inseridas. Dentre eles podem ser citados as leis e os regulamentos, o mercado e as fontes privadas de controle externo, em especial os meios de comunicação (GILLAN, 2006).

Desde a publicação do relatório *The Financial Aspects of Corporate Governance*, em 1992, pelo Cadbury, esforços vêm sendo realizados visando aprimorar os mecanismos de governança corporativa, tanto na Europa quanto nos Estados Unidos, em virtude de escândalos corporativos ocorridos ao final da década de 1990 e no início de 2000 (TIROLE, 2006).

Para os fundos de pensão, em 2002, a OECD publicou um documento denominado *OECD guidelines for pension fund governance*, o qual tem, por objetivo, determinar diretrizes

para adoção das práticas de governança. No ano de 2009, ele foi revisado, atualizado e novamente publicado. O material é dividido em estrutura de governança e mecanismos de governança. A parte da estrutura de governança é constituída por: identificação das responsabilidades, corpo de governança, *accountability*, adequação, delegação e consultoria de especialistas, auditor, atuário e custódia. A parte de mecanismos de governança é composta por: controles internos baseados em riscos, relatórios e *disclosure*.

O manual da OECD (2009), na seção de identificação de responsabilidades, determina que o fundo de pensão deve ser formatado de modo que seja claro identificar e separar as responsabilidades operacionais e de supervisão. Ainda, prevê que a responsabilidade do fundo de pensão, a forma jurídica, os objetivos, a estrutura de governança e a forma de nomeação dos membros da governança deverão ser formalizados no estatuto, na legislação, no contrato, no instrumento de confiança ou em documento associado a qualquer um desses. Caso a gestão dos investimentos seja realizada por instituições financeiras terceirizadas, as responsabilidades dessas organizações com a administração do fundo devem estar adequadamente documentadas. Além disso, o papel dos patrocinadores e os direitos dos membros e beneficiários do fundo, no que se refere à governança, necessitam estar formalizados de modo claro.

Na parte do corpo de governança, o documento da OECD (2009) define que os fundos de pensão são controlados por um órgão que é responsável pela sua operação e sua supervisão. Esse órgão pode ser uma pessoa, um comitê, um conselho de administração ou uma pessoa jurídica. Em geral o corpo de governança deve ater-se apenas às decisões estratégicas e de supervisão, delegando as atividades operacionais para os executivos do fundo de pensão, e quando apropriado, a prestadores de serviços terceirizados. Mesmo que exista delegação dessas tarefas a governança continua sendo responsável por garantir que o fundo de pensão cumpra seus objetivos. Um conselho de supervisão ou comitê de fiscalização pode ser estabelecido. Esse deve ter, como principal função, a seleção e a fiscalização do órgão encarregado das decisões estratégicas. O referido conselho também pode ser responsável pela nomeação do auditor e do atuário, bem como, pelo controle dos conflitos de interesse. As pessoas que compõem o conselho de supervisão poderão ser eleitas pelos patrocinadores e pelos membros e beneficiários do fundo de pensão. Cabe ressaltar que o documento da OECD prevê que as principais responsabilidades da governança são as de estabelecer as políticas e estratégias do fundo, monitorar a gestão, selecionar e afastar os executivos e assegurar o cumprimento das regras (*compliance*).

Em relação à *accountability*, o material da OECD (2009) estabelece que a prestação de contas sobre as funções de governança são importantes, uma vez que permitem que a autoridade de fiscalização e os membros e beneficiários dos fundos disciplinem o corpo de governança ou procurem outros meios de reparação, em caso de má gestão. Para garantir a *accountability* do corpo de governança, esses poderão ser responsabilizados pelos atos que não estiverem de acordo com os seus respectivos deveres. Tal responsabilização poderá atingir inclusive o patrimônio pessoal do membro da governança. É recomendável o fundo de pensão contratar um seguro a fim de reparar as perdas financeiras oriundas de uma má gestão. A *accountability* do corpo de governança exige reuniões regulares, difusão na tomada de decisão, divulgação adequada das decisões tomadas, reporte regular de informações importantes e significantes sobre a operação do fundo de pensão para o conselho de supervisão, reporte de informações a respeito da operação do fundo de pensão para as autoridades de fiscalização, mecanismos de seleção transparentes, para as vagas nos órgãos de governança, e processo de planejamento e sucessão adequados.

A seção de adequação do manual da OECD (2009) prevê que os membros da governança necessitam ter um padrão mínimo de aptidões, como por exemplo, critérios de competência e idoneidade. É importante que todos os membros da governança tenham experiência e conhecimento suficientes para entender as decisões tomadas pelos profissionais que operam o fundo. Igualmente, recomenda que a governança seja formada por pessoas que tenham competências que se complementam, com o objetivo de que suas atividades sejam executadas com êxito. Periodicamente, os integrantes que compõem a governança necessitam avaliar o seu conjunto de habilidades e considerar se são apropriadas. Além disso, o aumento do conhecimento deve ocorrer sempre que necessário, mediante treinamentos adequados, apoiados tanto pelo fundo de pensão como pelos órgãos reguladores.

No que se refere à delegação e à consultoria de especialistas, o documento da OECD (2009) diz que quando apropriado, a governança poderá procurar por consultoria de especialistas e até mesmo delegar determinadas atividades a prestadores de serviços terceirizados. As funções mais prováveis para tal situação são de decisões de investimento, de políticas de financiamento e de gestão de ativos e passivos. A governança deve se certificar de que os prestadores de serviços têm a qualificação e a experiência necessárias para realização de suas atividades. Ainda, é preciso ter a capacidade de contratar, avaliar e substituir tais prestadores quando preciso.

Na parte da auditoria, o material da OECD (2009) define a responsabilidade do auditor pelo exame das demonstrações contábeis. Também prevê a possibilidade de ele avaliar os

controles relativos a gestão de riscos e de conflitos de interesses. Outro fator importante, é que atribui ao auditor à função de “denúncia”. Logo, se alguma situação que ameace de forma significativa as finanças ou a organização administrativa e contábil do fundo de pensão, for identificada, o auditor deve comunicar imediatamente o órgão regulador. Caso nenhuma medida seja tomada, o profissional de auditoria deve considerar tal fato na emissão de sua opinião. É recomendado que o auditor seja nomeado pela governança com o objetivo de preservar a independência do mesmo.

Na seção do atuário, o guia da OECD (2009) informa que a governança deverá indicar um atuário para o fundo de pensão. O atuário pode nem sempre ser um empregado do fundo de pensão ou da instituição financeira administradora do fundo. Ele poderá ser empregado do patrocinador ou um prestador de serviço terceirizado. O papel do atuário consiste em avaliar as presentes e futuras pensões do fundo, visando determinar a solvência financeira do plano de pensão, seguindo os reconhecidos métodos atuariais e contábeis. Somado a isso, o atuário tem que identificar as necessidades de financiamento e estimar o nível de contribuições dos planos de pensão, considerando os tipos de obrigações desses. Assim como o auditor, a ele também cabe a função de “denúncia”.

Em relação à custódia, o documento da OECD (2009) diz que poderá ser necessária a nomeação de uma entidade de custódia distinta do fundo de pensão e da instituição financeira que administra o fundo de pensão. Esse tipo de ação é considerada uma forma eficaz de garantir a integridade física e jurídica do ativo dos fundos de pensão. O custodiante é detentor desse ativo e necessita ter condições de garantir a sua conservação.

No que se refere aos controles internos baseados em riscos, a OECD (2009) prevê em seu material, que a estrutura de controle do fundo de pensão dependerá do seu tamanho e tipo, bem como, da natureza e da extensão dos riscos enfrentados por essas organizações. Porém, há procedimentos considerados básicos para a gestão de riscos e de controle e boas práticas de negócio, a saber: avaliação regular do desempenho das pessoas e entidades envolvidas na operação e supervisão do fundo de pensão, revisão regular dos mecanismos de remuneração, revisão regular dos processos de informação, gerenciamento dos conflitos de interesse, mecanismos para penalizar o uso indevido de informações privilegiadas, implementação de um adequado sistema de mensuração e gerenciamento de riscos e avaliação regular dos sistemas que garantem o cumprimento da legislação e demais regras (*compliance*). Também é recomendável a adoção de um código de ética e conduta a fim de exigir um elevado padrão de integridade, honestidade e licitude das pessoas que atuam no fundo de pensão. Uma auditoria

interna deverá ser estabelecida para avaliar a existência, efetividade e adequação dos controles internos definidos.

A OECD (2009) afirma na seção de relatórios, por meio de seu manual, que os processos dos fundos de pensão devem ser desenhados para que os membros da governança recebam as informações de forma adequada, oportuna, completa e compreensível. Com isso, será possível que a governança cumpra com suas obrigações de forma mais eficaz. Cabe ressaltar, que a diretoria do fundo de pensão precisa assegurar que os atuários, gestores dos ativos, consultores, custodiantes e demais prestadores de serviços recebam informações relevantes tempestivamente. Isso assegurará que eles cumpram seus deveres perante a governança.

Por fim, na parte de *disclosure*, o guia da OECD (2009) recomenda que as informações relevantes dos fundos de pensão, precisam ser divulgadas a todas as partes envolvidas de forma clara, precisa e oportuna. Essa ação pode ser feita por meio das páginas eletrônicas ou pela mídia impressa. A governança poderá ser obrigada a divulgar se questões sociais e ambientais são consideradas na política de investimentos.

A governança dos fundos de pensão brasileiros teve início, de modo mais efetivo, a partir da publicação da Resolução N° 13, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar – CGPC, de 1° de outubro de 2004. A referida resolução determinou que as EFPC observassem uma série de exigências de gestão e de controles internos (LOPES; KATAOKA; RIBEIRO FILHO; PEDERNEIRAS, 2010).

O texto da referida resolução prevê que os fundos de pensão devem adotar princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos condizentes ao porte, complexidade e riscos relacionados aos planos de benefícios por eles operados. Essa regulamentação está organizada conforme o Quadro 3.

Quadro 3 – Estrutura da Resolução Nº 13, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar – CGPC, de 1º de outubro de 2004

Seções	Resumo do Conteúdo
Da estrutura de governança	Indica que a diretoria executiva, o conselho deliberativo e o conselho fiscal devem difundir uma cultura de controles internos para toda a organização. Esses órgãos de governança também necessitam manter e promover uma conduta pautada por elevados padrões de integridade e ética, sendo recomendável a instituição e divulgação de código de ética e conduta. Essa seção ainda trata da qualificação e da responsabilidade da governança e da administração. Estabelece que as pessoas que ocuparem esses órgãos precisarão ter qualificação compatível com a complexidade das funções exercidas, bem como, responsabiliza legalmente a governança e a administração pelos atos e omissões que provocarem prejuízos à entidade.
Dos riscos e do seu monitoramento	Esta parte define que os riscos deverão ser permanentemente identificados, avaliados, controlados e monitorados. Tais riscos serão identificados por tipo de exposição e avaliados quanto à probabilidade de ocorrência e pelo grau de impacto. Portanto, devem ser adotados, reavaliados e aprimorados os controles internos da EFPC, com vistas à mitigação dos riscos.
Da divulgação e dos sistemas de informações	As informações relevantes precisam ser divulgadas às partes interessadas da EFPC, e ao público, considerando a relação custo-benefício. Essa comunicação deve ser feita em linguagem clara e acessível, mediante o uso de ferramentas adequadas. A resolução ainda prevê que o fundo de pensão deve adotar ações para que as informações geradas por seus sistemas sejam consistentes.
Da manifestação do conselho fiscal	O conselho emitirá relatórios semestrais com as conclusões, recomendações e análise das manifestações dos responsáveis pelas áreas, referentes aos exames realizados na gestão das EFPC. Essas informações devem ser comunicadas tempestivamente ao conselho deliberativo.
Das disposições finais	Determina que o conselho deliberativo poderá contratar seguro para custeio da defesa de dirigentes, ex-dirigentes, empregados e ex-empregados do fundo de pensão, em caso de processos administrativos e judiciais oriundos de ato regular de gestão. Porém, é vedado para a cobertura de responsabilidade civil, penal ou administrativa.

Fonte: Adaptado da Resolução Nº 13, do Conselho de Gestão de Previdência Complementar - CGPC, de 01 de outubro de 2004.

Para Torres e Santos (2008), a Resolução Nº 13, é um aspecto legal de incentivo e desenvolvimento da governança nos fundos, pelo fato de detalhar a estrutura de governança das EFPC e pela defesa da utilização de códigos de boas práticas de governança. Somado a isso, ela ressalta a participação ativa do conselho fiscal, bem como, o nível de qualificação que a gestão do fundo deve ter. Outros pontos importantes são o uso de instrumentos de identificação, avaliação e monitoramento dos riscos, o foco nos mecanismos de controles internos e a contratação de auditorias externas.

A fim de acrescentar ações que tem por objetivo melhorar as ferramentas de governança das EFPC, em 06 de dezembro de 2006, o CGPC publicou a Resolução Nº 23. Tal regramento dispõe sobre os procedimentos de divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário. Essa norma determina que os estatutos e suas respectivas alterações, as demonstrações contábeis, os relatórios anuais, as políticas de investimentos, os regulamentos dos planos e o parecer atuarial deverão ser disponibilizados aos participantes e assistidos por meio eletrônico. Do mesmo modo, prevê os prazos para o envio dos balancetes mensais e as demonstrações contábeis consolidadas para a PREVIC.

Segundo Lopes et al. (2010), tal conjunto de normas tem como propósito criar um ambiente com padrões mínimos de segurança econômico-financeira e atuarial, preservando o patrimônio dos participantes e assistidos. Além disso, procura-se dar transparência às informações da gestão dos fundos de pensão, mediante o pleno acesso dos atuais e futuros pensionistas, que são os proprietários dos ativos.

Mais recentemente, em 2012, a PREVIC publicou um manual de boas práticas de governança para EFPC. Esse manual foi estruturado nas onze seções, a saber: governança nas EFPC, conflito de interesses e governança, transparência e comunicação com participantes e patrocinadores, dever fiduciário, código de conduta e ética, competência e treinamento de conselheiros e dirigentes, processos e controles, gestão de riscos, terceirização e prestadores de serviços, conselho fiscal e entidades multipatrocinadas e multiplanos ou com mais de um instituidor.

A primeira seção prevê que as EFPC devem ter uma estrutura mínima composta pelo conselho deliberativo, pelo conselho fiscal e pela diretoria executiva. Ela define a responsabilidade, a composição e a forma de acesso de cada uma das instâncias, conforme determinam as Leis Complementares 108 e 109, de 2001. Igualmente, atribui a responsabilidade ao conselho fiscal por emitir relatórios semestrais com opinião sobre a suficiência e a qualidade dos controles internos da EFPC. Além disso, apresenta o papel da PREVIC na fiscalização e punição aos responsáveis por atos e omissões contrários à legislação. A segunda seção aborda a importância dos conselheiros e dirigentes conduzirem as atividades da entidade com base no interesse dos participantes, patrocinadores e instituidores, mediante procedimentos e regras claras que permitam o monitoramento de suas ações. Para tanto, devem ser observados os princípios da transparência (*disclosure*), prestação de contas (*accountability*), responsabilidade corporativa e a adoção de mecanismos de controles internos.

A terceira seção consiste na comunicação clara e tempestiva de informações sobre as políticas de investimentos, as premissas atuariais, a situação econômica e financeira e dos custos administrativos aos conselheiros, patrocinadores, instituidores e participantes. É recomendável a adoção de um canal de comunicação e da rede mundial de computadores como instrumento para o processo de transparência na gestão da entidade. A quarta seção determina que todos os dirigentes, procuradores com poderes de gestão e membros de conselhos estatutários serão responsabilizados civilmente pelos prejuízos causados, por ação ou omissão, às EFPC. Essa responsabilização se estende aos patrocinadores e instituidores, atuários, auditores independentes, e a outros prestadores que realizem serviços técnicos às EFPC.

A quinta seção incentiva a adoção de um conjunto de regras de conduta ética com o propósito de estabelecer os deveres e responsabilidades dos conselhos, da administração, de empregados com poder de gestão e de prestadores de serviços terceirizados os quais atuam na EFPC, bem como dita as sanções a serem aplicáveis no caso de não observância às regras. É recomendável a criação de um comitê de ética para avaliar os desvios de conduta. A sexta seção informa que a EFPC deve adotar práticas que visam à qualificação profissional dos dirigentes e conselheiros. Esse processo inicia no momento da seleção, que deve ser baseado em critérios técnicos, com o propósito de garantir profissionais qualificados ao exercício de suas atividades. Posteriormente, o aumento do conhecimento deve ocorrer mediante treinamento e capacitação, para que os membros mantenham-se aptos a realizarem suas funções de forma adequada.

A sétima seção trata da adoção de processos de tomada de decisões acessíveis aos participantes e patrocinadores, com o objetivo de promover transparência na relação com a EFPC e reduzir situações geradoras de conflito de interesses. Também aborda que a atuação dos conselheiros e dirigentes deve ser pautada em: consciência do dever fiduciário na gestão dos recursos, processos decisórios devidamente estabelecidos, comunicação adequada dos processos, monitoramento e fiscalização da atuação dos gestores por parte dos conselheiros, decisões dos dirigentes substanciadas em análises técnicas e regras que considerem a segregação de funções. É considerada importante a utilização de manuais e regras, devidamente aprovados, para a redução e controle dos riscos. Recomenda-se a constituição de instâncias formadas por membros com capacidade e conhecimento técnico para assessorar de forma adequada os órgãos estatutários, tais como: comitês de investimento, comitês de riscos, área de controles internos, área de gerenciamento de riscos e área de auditoria interna.

A oitava seção aborda a necessidade de a EFPC identificar, monitorar e controlar os riscos aos quais está exposta. Assim, é importante a elaboração de uma estratégia de gerenciamento de risco que deve considerar fatores internos e externos do fundo de pensão. Essa estratégia deve ser aprovada e revisada pelos dirigentes da EFPC. Os fundos de pensão precisam constantemente monitorar os ambientes regulatório, econômico, financeiro e social. Caso alguma mudança seja identificada as seguintes medidas devem ser adotadas: adequação da estrutura organizacional, formulação da política de gestão de riscos, implementação de metodologias de análise e quantificação de risco, implementação de instância interna de conformidade, implementação de sistemas de informação e comunicação e elaboração e implementação de um código de conduta e ética.

A nona seção prevê que a escolha de terceirizados, para a prestação de serviços, deve ser realizada mediante processos adequadamente estruturados, os quais garantam a capacidade, a idoneidade e a ausência de conflito de interesses, por parte do prestador. Os dirigentes não são eximidos de suas responsabilidades por contratar serviços especializados. A relação entre a EFPC e os prestadores de serviços deve estar formalizada em contrato. Além disso, o fundo de pensão tem que possuir instrumentos de controle para monitorar os terceirizados, a fim de evitar práticas irregulares e de assegurar o desempenho nos níveis contratados. A décima seção define que o conselho fiscal é responsável pelo efetivo controle da EFPC. Esse órgão estatutário tem o papel de exercer o controle interno, fiscalizar e monitorar os resultados e emitir relatórios, manifestando-se perante o fundo, seus participantes e assistidos, patrocinadores e instituidores. O conselho fiscal não exerce atividades operacionais e não substitui a área de auditoria interna. A auditoria interna é o órgão de controle que se reporta ao conselho deliberativo. Já o conselho fiscal é uma instância com atribuições definidas em normas, não se subordinando ao conselho deliberativo.

A última seção recomenda às EFPC multipatrocinadas e multiplanos a promoverem ações de corresponsabilidade dos dirigentes e conselheiros com os patrocinadores e instituidores. O fundo de pensão poderá instituir um comitê gestor para os planos de benefícios com o intuito de acompanhar e compartilhar as decisões e responsabilidades de sua gestão. Entretanto, devem ser respeitadas as competências dos órgãos estatutários. A criação desse comitê não resulta na transferência de responsabilidades, mas sim no compartilhamento e no fortalecimento da gestão.

Nota-se que nos últimos 12 anos ações que objetivam fortalecer as práticas de governança para os fundos de pensão vêm sendo criadas, aprimoradas e difundidas no Brasil e no restante do mundo. Portanto, no próximo tópico desta pesquisa são tratados os estudos

empíricos relacionados à governança em fundos de pensão, que se constitui no tema desta pesquisa.

2.2 Revisão de Literatura Empírica Sobre Governança em Fundos de Pensão e Formulação das Hipóteses

Esse capítulo é composto pela revisão de literatura empírica e pela formulação das hipóteses. A revisão de literatura empírica foi desenvolvida a partir de uma análise das pesquisas publicadas, no período entre 2000 e 2014, nos seguintes periódicos: *Accounting, Organizations and Society*, *Applied Economics*, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, *Accounting & Business Research*, *British Accounting Review*, *Journal of International Business Studies*, *Journal of Business*, *Journal of Finance*, *Journal of International Financial Management & Accounting*, *Journal of Accounting and Economics*, *Journal of Accounting and Public Policy*, *Journal of Business Finance & Accounting*, *Journal of Accounting Research*, *Journal of Financial Services Research*, *European Accounting Review*, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, *Abacus*, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *Accounting Review*, *International Journal of Accounting*, *International Money Marketing*, *Accountancy: International Edition*, *Accountancy*. A pesquisa sobre o tema também foi realizada nas bases de dados da EBSCO, CAPES, Google Scholar e ScienceDirect disponibilizadas pela biblioteca da Unisinos. Para tanto, foram utilizadas as seguintes palavras-chave: Governança e Fundos de Pensão, em português e inglês, que deveriam encontrar-se no *abstract* ou nas palavras chaves do artigo.

Ao ser realizada a busca por estudos empíricos, que procuram relacionar a governança a algum fator explicativo, observou-se que há pouca produção acadêmica dessa natureza. Entre os anos de 2000 e 2014 foram identificados oito artigos internacionais. Nesse mesmo período, no Brasil, foram localizadas três dissertações e dois artigos. Tal situação converge com as afirmações de Ammann e Zing (2010) e Kowalewski (2012), que explicitaram serem escassas as publicações empíricas sobre esse tema. Como resultado dessa revisão de literatura, as publicações que se aproximam do tema de pesquisa são apresentadas a seguir.

Useem e Mitchell (2000) examinaram o impacto das políticas de governança sobre a estratégia de investimento dos fundos de pensão nos Estados Unidos e identificaram que a governança tem efeito direto sobre a forma como os fundos de pensão investem os seus ativos. Consequentemente, a estratégia de investimento afeta diretamente o desempenho dos investimentos. Isso permitiu os autores concluir que a qualidade da governança afeta

indiretamente o desempenho dos investimentos dos fundos de pensão. Não foi encontrada relação direta entre a qualidade da governança e o desempenho dos investimentos dos fundos.

Besley e Prat (2003) estudaram os problemas de agência e aspectos de governança em fundos de pensão do Reino Unido, por meio da teoria de contratos. Eles identificaram três possíveis fontes de problemas de agência. A primeira fonte refere-se às ações dos dirigentes do fundo em relação ao que os participantes e patrocinadores esperam do mesmo. A segunda e a terceira relacionam-se ao risco moral por parte do patrocinador. Os autores analisaram a responsabilidade sobre a vigilância, o papel dos conselheiros, o direito de decidir a alocação dos ativos e a necessidade de financiamento dos fundos de pensão. Concluíram que a estrutura de governança ideal dependerá se o plano for de benefício definido ou de contribuição definida.

Drew e Stanford (2003) exploraram a natureza e a extensão dos problemas entre o principal e o agente em fundos de pensão australianos. Eles identificaram problemas de agência entre: participantes e patrocinadores, participantes e sindicatos, participantes e conselheiros, conselheiros e consultores e conselheiros e gestores dos fundos. Os autores argumentam que, pela atual estrutura dos fundos de pensão, os membros dos planos (o principal) não podem escolher os seus agentes, não podem construir o contrato pelo qual o agente opera e não podem substituir o agente por mau desempenho. Como resultado de sua pesquisa, eles concluíram que a forma de solucionar estes problemas seria os membros poderem escolher os fundos de pensão livremente. Caso o fundo de pensão não possua um desempenho adequado os membros poderiam transferir o seu saldo para outro fundo.

Bateman e Mitchell (2004) estudaram as relações existentes entre as ofertas de planos de aposentadoria e as despesas, utilizando uma amostra de dois mil fundos de pensão australianos. Os autores afirmaram que o sistema de pensão tende a expandir e a despesa com planos de benefícios tende a subir menos, de forma proporcional, se o fundo de pensão tirar vantagem da economia de escala. Além disso, se o fundo de pensão tiver aumento de ativo e de participantes, haverá um aumento na despesa administrativa. Porém, caso haja economia de escala, a taxa será inferior do que 1 para 1.

Yang e Mitchell (2005) investigaram o efeito de diversas características estruturais e organizacionais dos fundos de pensões norte-americanos sobre o desempenho dos seus investimentos. O resultado da pesquisa encontrou evidências que a composição do conselho de curadores, bem como, as práticas de comunicação influenciam no desempenho dos investimentos dos fundos de pensão norte-americanos.

Cocco e Volpin (2007) investigaram como a gestão dos fundos de pensão de benefício definido do Reino Unido é afetada pela presença de conselheiros que são ao mesmo tempo diretores da empresa patrocinadora. Foram encontradas evidências que suportam problemas de agência. O primeiro é de que conselheiros *insiders* agem no interesse dos acionistas patrocinadores e não necessariamente no interesse dos membros do plano de pensão. O segundo, é que companhias mais alavancadas com maior proporção de conselheiros *insiders* fazem contribuições menores para os planos de pensão. O terceiro, é que os conselheiros *insiders* permitem que empresas façam contribuições inferiores ao plano de pensão, quando o investimento das empresas é alto, o que beneficia tanto os acionistas quanto os membros do plano de pensão, se o investimento for eficiente. Entretanto, não foi encontrada eficiência quando essa foi medida, o que sugere um problema de agência entre a gestão do plano de um lado e os acionistas e membros do plano de pensão do outro. Por fim, a evidência que suporta a visão de agência é baseada nos efeitos que conselheiros *insiders* têm sobre a estratégia de investimento para os ativos do plano de pensão e sobre as contribuições da empresa para o plano.

Ambachtsheer, Capelle e Lum (2007) aplicaram um questionário para 88 altos executivos de fundos de pensão internacionais com o objetivo de pontuar a qualidade de sua governança. Posteriormente, foi medido o desempenho dos fundos de pensão. Como resultado, foi identificada uma correlação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho dos fundos de pensão.

Bikker e Dreu (2009) estudaram o impacto dos determinantes dos custos administrativos de fundos de pensão holandeses, no período entre 1992 e 2004. Foi identificada forte dispersão dos custos administrativos e de investimentos, em todos os fundos de pensão holandeses. Isso foi explicado, principalmente, pelo seu tamanho. Além disso, esses autores constataram que fundos de pensão que terceirizam sua administração apresentam custos superiores aos demais. Por outro lado, o resseguro, ou seja, a terceirização de passivos e de investimentos reduz os custos.

Ammann e Zing (2010) investigaram a relação entre a governança dos fundos de pensão e o desempenho de seus investimentos. Eles desenvolveram um índice de governança para os fundos de pensão suíços. A análise empírica foi baseada numa amostra de 96 fundos de pensão. Como resultado da pesquisa, foi identificada uma relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho de seus investimentos.

Benson, Hutchinson e Sriram (2010) pesquisaram o nível de adoção de práticas de governança voluntária dos fundos de pensão australianos. Os indicadores de governança

foram elaborados com base em três áreas chaves, a saber: (i) composição, independência e frequência de reuniões do conselho, (ii) existência de comitês e (iii) revisão das políticas pelo conselho. Ainda, avaliaram se as práticas de governança estão associadas com o desempenho e a volatilidade/risco dos retornos. O resultado da pesquisa indicou que o tamanho do conselho e a revisão regular dos conflitos estão positivamente associados com os retornos dos fundos de pensão. Além disso, com a pesquisa se constatou que os fundos em que há reuniões mais frequentes dos conselhos têm mais volatilidade nos retornos.

Kowalewski (2012) analisou os diferentes aspectos de governança dos fundos de pensão de contribuição definida poloneses e avaliou o impacto desses sobre o seu desempenho. Os resultados da pesquisa demonstraram uma relação positiva entre o número de *outsiders* no conselho e o desempenho dos fundos. O estudo também documentou que os mecanismos de governança interna e externa nos fundos de pensões estão atualmente fracos, já que os resultados mostram que o *turnover* de gestores e membros do conselho não está relacionado com o desempenho do fundo. Uma explicação para essa fraqueza é o potencial conflito entre os beneficiários e o proprietário do fundo, que depende de quem assume o risco de investimento no fundo de pensão. Por isso, são encontrados diferentes fatores de governança importantes para os retornos dos ativos investidos dos fundos de pensão e também para o seu desempenho econômico.

Tan e Cam (2013) estudaram os fatores explicativos da evidenciação voluntária de fundos de pensão australianos. As autoras encontraram evidências para a hipótese de que os custos de divulgação e a governança afetam a divulgação voluntária, conforme o tipo de informação.

Em se tratando de pesquisas brasileiras, Blecher (2004) investigou a estrutura que os fundos de pensão brasileiros adotam para a administração dos seus ativos. A autora identificou a existência de problemas de agência em dois níveis. O primeiro está na relação entre o financiamento e a gestão do fundo, considerado como o clássico problema de agência das sociedades anônimas, de forma análoga. O segundo ocorre entre os dirigentes do fundo e a instituição financeira contratada para a gestão dos ativos. Como resposta aos problemas de agência, ela constatou que é possível segregar as funções no processo de gestão dos fundos de pensão permitindo o monitoramento adequado das tomadas de decisões de investimentos e o acompanhamento do desempenho desses. Também, foi percebido que é possível restringir a atuação do gestor dos ativos no tipo de fundo de investimento escolhido, por meio da diversificação de investimentos.

Pinho (2006) pesquisou a utilização de boas práticas de governança como instrumento de controle de riscos financeiros em fundos de pensão, na Fundação Cosipa de Seguridade Social (FEMCO). O resultado de sua investigação indicou que a utilização de uma matriz de risco auxilia de forma mais eficiente os dirigentes nas decisões de investimentos. Somado a isso, gera maior transparência e segurança no processo para os beneficiários.

Caamaño (2007) estudou as práticas de governança adotadas por fundos de pensão, mediante um estudo de caso único, na Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). Os resultados obtidos pelo estudo indicam que o principal fator que contribui para minimizar os problemas de agência é o desenvolvimento de um estatuto que assegure a aplicação eficaz da legislação vigente. A pesquisa também demonstrou que há necessidade de melhorias nas práticas de gestão, que envolvem os critérios de remuneração e avaliação de desempenho dos controladores, bem como, os critérios de seleção, remuneração e controle, dos administradores dos ativos.

Vasques (2008) analisou a qualidade da acessibilidade das páginas eletrônicas das maiores EFPC em observância às boas práticas de governança e de transparência informacional. O autor concluiu que todas as páginas eletrônicas necessitam melhorar a sua acessibilidade e a divulgação de documentos que possuem informações importantes dos fundos de pensão.

Torres e Santos (2008) avaliaram se as práticas de governança influenciam a rentabilidade acima da meta atuarial dos fundos de pensão brasileiros, no ano de 2005. Os resultados apontaram que o desempenho dos fundos de pensão é influenciado positivamente pela transparência desses.

Ribeiro Filho et al. (2008) pesquisaram os investimentos das EFPC de acordo com o tipo de patrocínio. Os autores identificaram que, se o fundo de pensão é de patrocínio público, os investimentos tendem a ser direcionados para títulos do governo. Já se o patrocínio for privado, os investimentos são canalizados para instituições financeiras.

Silva (2009) analisou o nível de aderência às práticas de governança das dez maiores EFPC do Brasil, além das duas maiores EFPC do estado de Santa Catarina. No total a amostra foi de 12 EFPC. Para sua pesquisa, o autor tomou como base a legislação de governança vigente para os fundos de pensão brasileiros e mais o código de melhores práticas de governança do IBGC. Os resultados obtidos foram de uma média de 81% de aderência à legislação de governança, e de 50% de aderência ao código de melhores práticas de governança do IBGC.

Lopes et al. (2010) pesquisaram o nível de divulgação das informações de práticas de governança nos endereços eletrônicos dos 50 maiores fundos de pensão, em relação aos ativos, mediante a aplicação de um formulário padronizado. Concluíram que as práticas de governança não estão sendo divulgadas de forma clara para os participantes e assistidos.

Pereira, Niyama e Sallaberry (2013) aplicaram o modelo de Bateman e Mitchell (2004) com o propósito de avaliar a existência de ganho de escala nos fundos de pensão brasileiros. Os resultados apontaram para a existência de ganho de escala nas EFPC, na medida em que aumenta o número de participantes.

Pasqualetto et al. (2014a) analisaram quais fatores estão relacionados com o total do custo administrativo e com o custo administrativo per capita, dos fundos de pensão brasileiros. Concluiu-se que o aumento do ativo total, do número de participantes e do número de planos, explica o aumento dos custos administrativo. Por outro lado, há uma relação inversa do custo per capita com os ativos per capita. Esse fato torna o ganho de escala como uma alternativa viável para a gestão dos fundos de pensão brasileiros.

Pasqualetto et al (2014b) estudaram a influência dos patrocinadores nas despesas administrativas das EFPC. O resultado da pesquisa apontou para uma diferença na classificação das despesas entre as EFPC de patrocínio público e as EFPC de patrocínio privado. Além disso, foi constatado que EFPC de patrocínio público possuem um custo per capita maior que as de patrocínio privado. Por fim, verificou-se que as EFPC de patrocínio privado possuem um número maior de contratos terceirizados.

Lima (2014) realizou uma análise das práticas de governança adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros e prováveis respostas à luz da teoria institucional. A autora identificou que os fundos de pensão tendem a adotar e divulgar predominantemente as práticas de governança obrigatórias. Também constatou que a idade, o tamanho do ativo e o patrocínio são variáveis que estão correlacionadas com as práticas voluntárias, incorrendo no isomorfismo mimético.

Tendo como base a teoria de agência, as pesquisas empíricas revisadas e a legislação vigente, construiu-se um conjunto de hipóteses, que ao testá-las, pretende-se responder a questão problema desse estudo. A seguir são apresentadas as referidas hipóteses.

H1. Há relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e o volume de recursos investidos.

A Resolução Nº 3.792/2009, do Banco Central do Brasil, prevê que os recursos das EFPC devem ser investidos pela administração, observando as condições de segurança, rentabilidade, solvência e liquidez. Com base na teoria de agência, Besley e Prat (2003) afirmam que o patrocinador poderá ter um comportamento oportunista e influenciar para que o fundo de pensão invista, em grande parte, nas ações das empresas do grupo do patrocinador. Também utilizando a teoria de agência, Blecher (2004) aborda que as instituições financeiras contratadas para gerir os recursos das EFPC, podem incluir títulos da própria instituição financeira na carteira de investimento do fundo de pensão. Além disso, menciona que poderão incluir títulos de outras empresas, que contratam os serviços dessas instituições financeiras, na carteira de investimento do fundo de pensão. Como resposta aos possíveis problemas de agência existentes, espera-se que os fundos de pensão adotem mecanismos de governança que permitam gerar maior segurança sobre os investimentos realizados por essas organizações. Logo, estima-se que há uma relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e o volume de recursos investidos.

H2. Há relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e o seu tamanho.

O ativo dos fundos de pensão é formado pelas contribuições dos patrocinadores e participantes. Os recursos são geridos pela administração das EFPC de maneira que seja assegurada a aposentadoria dos atuais e futuros beneficiários. Esse contexto caracteriza a segregação entre o controle e a propriedade, pesquisado por Berle e Means (1932). Entretanto, Jensen e Meckling (1976) afirmam que essa delegação de autoridade estabelecida, do principal para o agente, permite emergir o denominado problema de agência.

A Resolução CGPC Nº 13/2004 afirma, no art. 1º, que as EFPC devem adotar práticas de governança adequadas ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por ela administrados. Nesse sentido estima-se que quanto maior a EFPC maior será o nível de adesão às práticas de governança.

Ammann e Zingg (2010) encontraram que o tamanho do fundo de pensão tem influência sobre o nível de adesão às práticas de governança. Os autores identificaram que fundos de pensão médios e pequenos apresentam fraquezas graves em sua governança, como por exemplo, a falta de transparência sobre a meta de financiamento. Clark (2004) afirma que a governança de fundos de pensão é uma questão de tamanho e escala, tanto quanto é uma questão de regras e procedimentos

adequados, de competência e de experiência. Isso se deve ao fato de que quanto maior a organização, maior a capacidade de contratação de melhores gestores e consultores profissionais.

H3. Há relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e o seu desempenho.

Ammann e Zingg (2010) afirmam que fraudes e má gestão dos fundos de pensão tem colocado a governança dessas organizações no centro das atenções de interesse público, em países como Suíça, Alemanha, Holanda e Reino Unido. Isso ocorre, pois esses eventos afetam o desempenho dos fundos de pensão comprometendo a poupança previdenciária. O debate público e político sobre governança em fundo de pensão é muitas vezes centrado em torno do mau uso dos ativos dessas organizações. No entanto, a governança de fundos de pensão tem um escopo muito mais amplo e inclui gestão global, desenho organizacional e dos processos de tomada de decisão. Segundo Kowalewski (2012), em muitos países os políticos estão prestando atenção em como os recursos dos fundos de pensão são administrados e levando em consideração diferentes reformas que visam aumentar o retorno dos investimentos dos fundos de pensão.

Diante do exposto, estima-se que EFPC apresentam maior adesão às práticas de governança tendem a apresentar melhor desempenho, pois espera-se que exista um controle mais efetivo sobre a sua administração. As pesquisas de Yang e Mitchell (2005), Ambachtsheer, Capelle e Lum (2007), Torres e Santos (2008), Ammann e Zingg (2010), Benson, Hutchinson e Sriram (2010) e Kowalewski (2012), identificaram relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança e o desempenho dos fundos de pensão.

H4. Há relação negativa entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e as suas despesas.

A luz da teoria de agência, o principal (patrocinadores e participantes) espera que o agente (administração da EFPC) utilize os recursos de forma racional, visando a segurança da poupança previdenciária. Nesse sentido, a Resolução CGPC Nº13/2004 determina que as EFPC devem manter uma estrutura suficiente para administrar seus planos de benefícios, evitando desperdícios ou a prática de custos incompatíveis.

Bateman e Mitchell (2004), afirmam que, em um cenário com crescimento anual do salário de 3%, inflação de 2%, retorno nominal de investimento de 7% e contribuição histórica ininterrupta de 40 anos, os custos administrativos podem reduzir os benefícios em mais de 20%, se aumentarem 1%. Portanto, estima-se que exista uma relação negativa entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e as suas despesas.

H5. Há relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e a contratação de serviços terceirizados.

O artigo 4º da Resolução CGPC Nº 13/2004, prevê que a EFPC deve possuir mecanismos de governança que assegurem a qualificação dos prestadores de serviços terceirizados. Além disso, existe a necessidade de se buscar, de forma permanente, a otimização da relação custo-benefício. Ressalta-se que o manual de governança da Previc (2012), reforça o uso instrumentos de governança, na terceirização de atividade das EFPC. Bikker e Dreu (2009) estimaram a hipótese de que a terceirização teria relação negativa com os custos administrativos dos fundos de pensão holandeses, uma vez que esperavam um aumento de sua eficiência. Entretanto, encontraram relação positiva. Diante do cenário brasileiro, espera-se que o aumento das despesas com terceirização, em proporção às despesas totais, tenha relação positiva com o nível de adesão às práticas de governança de EFPC.

H6. Há uma relação entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e a natureza de seu patrocínio.

Com base na teoria de agência Besley e Prat (2003) afirmam que o patrocinador pode influenciar para que o fundo de pensão invista, em grande parte, nas ações das empresas do grupo do patrocinador. No Brasil, o estudo de Ribeiro Filho et al. (2008) confirma essa situação. Os autores identificaram que, se o fundo de pensão é de patrocínio público, os investimentos tendem a ser direcionados para títulos do governo. Já se o patrocínio for privado, os investimentos são canalizados para instituições financeiras.

As pesquisas de Pereira, Niyama e Sallaberry (2013) e Pasqualetto et al. (2014) identificaram que os fundos de pensão de patrocínio público têm despesas administrativas superiores aos de patrocínio privado. Cabe ressaltar que as EFPC de patrocínio público e privado diferem-se na estrutura de governança, pois são reguladas por leis complementares distintas. Assim, presume-se que exista relação entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e a natureza de seu patrocínio.

Esse capítulo apresentou a revisão de literatura teórica e empírica sobre fundos de pensão e governança. Também expôs as hipóteses construídas, e que serão testadas, visando responder ao problema de pesquisa. O próximo capítulo aborda a metodologia empregada para o desenvolvimento da pesquisa.

3 METODOLOGIA

O presente capítulo divide-se em duas partes. A primeira aborda o modelo estatístico e as suas variáveis dependente e explicativa. A segunda parte apresenta a população e amostra, bem como os procedimentos de coleta de evidências para este estudo.

3.1 Modelo de Regressão

A partir da formulação das hipóteses de fatores que poderiam explicar o nível de adesão às práticas de governança de EFPC, construiu-se o modelo econométrico com base na técnica de regressão linear múltipla. Para cada um dos fatores foram criadas variáveis. Os dados coletados, referentes a estas variáveis, foram submetidos ao programa estatístico Eviews 7®. A seguir apresenta-se o modelo estatístico utilizado nesta pesquisa, de acordo com as hipóteses elaboradas:

$$NG_i = \beta_0 + \beta_1 (ATV_i) + \beta_2 (PART_i) + \beta_3 (INV_i) + \beta_4 (DESP_i) + \beta_5 (DESPT_i) + \beta_6 (RENT_i) + \beta_7 (RTMA_i) + \beta_8 (PAT_i) + \beta_9 (PLN_i) \varepsilon_{i.}, \text{ em que:}$$

Quadro 4 – Descrição das variáveis desta pesquisa

Hipótese	Natureza da Variável	Variável	Descrição da Variável
-	Dependente	NG	Relação percentual entre o número de pontos obtidos nos indicadores, por cada EFPC, e o total de indicadores existentes.
Tamanho	Explicativa	β_1 ATV	Corresponde ao total do ativo de cada EFPC.
Tamanho	Explicativa	β_2 PART	Representa o número de participantes das EFPC.
Volume de Investimentos	Explicativa	β_3 INV	Relação percentual entre o total de investimentos e o total do ativo de cada EFPC.
Despesa	Explicativa	β_4 DESP	É o valor total das despesas de cada EFPC.
Terceirização	Explicativa	β_5 DESPT	É o valor total das despesas com serviços terceirizados de cada EFPC.
Desempenho	Explicativa	β_6 RENT	É o percentual de rentabilidade dos investimentos realizados pelas EFPC.
Desempenho	Explicativa	β_7 RTMA	Correspondem as EFPC que obtiveram rentabilidade superior à taxa máxima atuarial.
Patrocínio	Explicativa	β_8 PAT	Refere-se ao tipo de patrocínio de cada EFPC.
Tamanho	Explicativa	β_9 PLN	É o número total de planos de cada EFPC.
-	-	E	É o erro aleatório.
-	-	i	São as EFPC.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na sequência é apresentado como foram construídas as variáveis, segregando-se a variável dependente das variáveis explicativas.

3.1.1 Variável Dependente: Nível de Adesão Às Práticas de Governança de EFPC (NG)

A variável dependente (NG) foi estabelecida mediante a construção de um questionário composto por 34 perguntas, caracterizadas como indicadores de governança para EFPC. As bases para a construção dos indicadores foram a Lei Complementar 108/2001, a Lei Complementar 109/2001, a Resolução CGPC N° 13/2004, a Resolução CGPC N° 26/2006 e o Guia PREVIC de Melhores Práticas de Governança para EFPC. Os indicadores de governança foram construídos de modo que os dados possam ser coletados nas páginas eletrônicas das EFPC. O Quadro 5 apresenta a relação de indicadores, a sua origem e natureza.

Quadro 5 – Indicadores de governança de EFPC

(continua)

Nº.	Descrição do indicador	Origem do indicador	Natureza
1	O estatuto prevê as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários?	Leis Complementares 108/2001 e 109/2001 e a Resolução GCPC N° 13/2004.	Obrigatório
2	A EFPC divulga seu processo eleitoral para as vagas dos conselhos deliberativo e fiscal?	Manual PREVIC.	Voluntário
3	A EFPC apresenta os critérios mínimos (qualificação e idoneidade) para a assunção de cargos nos órgãos estatutários?	Leis Complementares 108/2001 e 109/2001, Resolução CGPC N° 13/2004 e o Manual PREVIC.	Obrigatório
4	A EFPC divulga as demais atividades exercidas pelos diretores a fim de identificar se eles não ocupam cargos em outros órgãos estatutários do próprio fundo de pensão?	Lei Complementar 108/2001.	Obrigatório

(continuação)

Nº.	Descrição do indicador	Origem do indicador	Natureza
5	A EFPC divulga a qualificação dos conselheiros e diretores?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Voluntário
6	A EFPC demonstra que qualifica os conselheiros, diretores e empregados, periodicamente, a fim de mantê-los permanentemente atualizados?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Voluntário
7	Há previsão de reuniões regulares dos órgãos estatutários?	Manual PREVIC.	Voluntário
8	A EFPC possui outras instâncias de assessoramento técnico que não apenas as exigidas pela lei (de investimento, de risco, entre outros)?	Manual PREVIC.	Voluntário
9	A EFPC possui comitê de ética?	Manual PREVIC.	Voluntário
10	A EFPC possui algum procedimento que assegure que a qualificação e a experiência dos terceirizados contratados são adequadas as suas incumbências, bem como, não haja conflito de interesses?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Obrigatório
11	A EFPC possui instrumentos de monitoramento e avaliação de desempenho dos prestadores de serviços terceirizados?	Manual PREVIC.	Obrigatório
12	A EFPC divulga o seu estatuto?	Resoluções CGPC Nº 13/2004 e 26/2006.	Obrigatório
13	A EFPC divulga o seu regimento interno?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Voluntário
14	Há regimentos internos contendo as regras de funcionamento dos conselhos constituídos?	Manual PREVIC.	Voluntário
15	Há regimentos internos contendo as regras de funcionamento dos comitês constituídos?	Manual PREVIC.	Voluntário
16	A EFPC possui manual de governança corporativa?	Manual PREVIC.	Voluntário

(continuação)

Nº.	Descrição do indicador	Origem do indicador	Natureza
17	A EFPC possui código de ética e conduta?	Manual PREVIC.	Voluntário
18	A EFPC divulga o seu processo de identificação, avaliação, controle e monitoramento dos riscos?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Obrigatório
19	A EFPC possui uma instância voltada aos controles internos?	Manual PREVIC.	Voluntário
20	A instância de controles internos é vinculada aos órgãos estatutários?	Manual PREVIC.	Voluntário
21	Há um setor de auditoria interna na EFPC?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Voluntário
22	O setor de auditoria interna é vinculado ao conselho deliberativo?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Obrigatório
23	A EFPC divulga as políticas de investimento?	Resoluções CGPC Nº 13/2004 e 26/2006.	Obrigatório
24	A EFPC divulga as premissas e hipóteses atuariais?	Resoluções CGPC Nº 13/2004 e 26/2006.	Obrigatório
25	Há canais de comunicação que permitam aos participantes ou assistidos acessarem informações da EFPC e de seus planos, de forma individualizada?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Voluntário
26	A EFPC apresentou o seu último relatório anual?	Resoluções CGPC Nº 13/2004 e 26/2006 e o Manual PREVIC.	Obrigatório
27	A data das demonstrações contábeis é anterior à 31/03 do exercício subsequente?	Resolução CGPC Nº 26/2006.	Obrigatório
28	A EFPC possui auditoria externa?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Obrigatório
29	A EFPC divulga o regulamento do plano de benefícios?	Resolução CGPC Nº 26/2006.	Obrigatório
30	Há divulgação do responsável pelas aplicações dos recursos da EFPC?	Leis Complementares 108/2001 e 109/2001.	Obrigatório
31	Há divulgação do responsável pela custódia dos recursos da EFPC?	Manual PREVIC.	Voluntário

(conclusão)

Nº.	Descrição do indicador	Origem do indicador	Natureza
32	A EFPC disponibiliza o relatório semestral de controles internos, emitido pelo conselho fiscal?	Resolução CGPC Nº 13/2004 e o Manual PREVIC.	Obrigatório
33	A EFPC disponibiliza o parecer conclusivo sobre as demonstrações contábeis, emitido anualmente pelo conselho fiscal?	Manual PREVIC.	Obrigatório
34	A EFPC adota ações socioambientais?	Manual PREVIC.	Voluntário

Fonte: Elaborado pelo autor.

Como podem ser observados, os indicadores possuem naturezas obrigatórias e voluntárias. Os indicadores obrigatórios são aqueles que as leis, as resoluções e o manual de governança da PREVIC definem que a EFPC deverá ter. Os indicadores voluntários são aqueles que as leis, as resoluções e o manual de governança da PREVIC apenas recomendam que as EFPC adotem. Cabe também salientar que os indicadores de governança para as EFPC foram elaborados em forma de perguntas a fim de facilitar a coleta dos dados. Após a construção dos indicadores, eles foram submetidos à avaliação de cinco profissionais de Ciências Contábeis que atuam em EFPC, dando suporte à governança. Esses profissionais trabalham na Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), Fundação Banrisul de Seguridade Social, Fundação CEEE de Seguridade Social, Fundação Corsan e na PRP Soluções Contábeis, empresa prestadora de serviços para EFPC. Sua contribuição auxiliou na classificação da natureza dos indicadores, no refinamento das perguntas, evitando duplicidade de indicadores, e por fim, na exclusão e substituição de indicadores.

As categorias de indicadores foram elaboradas com base na Resolução CGPC Nº 13/2004 e no Guia PREVIC de Melhores Práticas de Governança para EFPC. A Resolução CGPC Nº 13/2004 possui a seguinte disposição: (1) Da estrutura de governança, (2) Dos riscos e do seu monitoramento, (3) Da divulgação e dos sistemas de informações, (4) Da manifestação do conselho fiscal e (5) Das disposições finais. Tendo como referência essa estrutura foi acrescentada a base documental e os aspectos socioambientais, oriundos do Guia PREVIC de Melhores Práticas de Governança para EFPC, e excluída as disposições finais. Esse processo resultou na classificação de seis categorias de indicadores: (1) estrutura de governança, (2) base documental, (3) riscos e seu monitoramento, (4) divulgação de informações, (5) manifestação do conselho fiscal e (6) aspectos socioambientais. As

categorias de indicadores também foram submetidas à avaliação dos profissionais acima citados juntamente com os indicadores.

Com o propósito de quantificar as respostas obtidas, por meio da coleta de dados, assumiu-se como valor (1) quando a EFPC disponibiliza o dado referente ao indicador. Caso o dado referente ao indicador não fosse disponibilizado, assumiu-se o valor (0). Logo, se a EFPC atendesse todos os indicadores atingiria um total de 34 pontos (100%) e se não atendesse a nenhum, teria uma pontuação total igual a 0 (0%). Assumindo esse aspecto, o cálculo utilizado para mensurar o nível de adesão às práticas de governança, de cada EFPC, é apresentado a seguir:

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

O número total de indicadores esperados para cada EFPC é representado por n_j , a EFPC é representada por j e a quantidade de indicadores é expressa por i . Quando o indicador x_{ij} é revelado recebe o valor de (1), e (0) se não é.

Optou-se por adotar esse método para mensurar o nível de adesão às práticas de governança de EFPC, pois foi amplamente utilizado na literatura empírica revisada. Como exemplo, podem ser citadas as pesquisas de Torres e Santos (2008), Silva (2009), Ammann e Zingg (2010), Kowalewski (2012) e Lima (2014).

Essa variável foi aplicada na forma percentual no modelo econométrico. Conclui-se que essa parte da pesquisa, com uma amostra de 110 EFPC e 34 indicadores, totaliza 3.740 observações.

3.1.2 Variáveis Explicativas

As variáveis explicativas foram elaboradas tendo como base as pesquisas empíricas. O Quadro 6 demonstra as variáveis explicativas e os estudos que as testaram.

Quadro 6 – Variáveis explicativas e os estudos revisados

Hipótese	Variáveis	Descrição	Estudos
Tamanho	ATV	Corresponde ao total do ativo de cada EFPC.	Yang e Mitchell (2005); Ammann e Zingg (2010); Benson, Hutchinson e Sriram (2010); Kowalewski (2012); Tan e Cam (2013).
	PART	Representa o número de participantes das EFPC.	Bateman e Mitchell (2004); Bikker e Drew (2009); Kowalewski (2012); Pereira, Niyama e Sallaberry (2013); Tan e Cam (2013); Pasqualetto et al. (2014a).
	PLN	É o número total de planos de cada EFPC.	Benson, Hutchinson e Sriram (2010); Pasqualetto et al. (2014a).
Volume de recursos investidos	INV	Relação percentual entre o total de investimentos e o total do ativo de cada EFPC.	Besley e Prat (2003); Blecher (2004); Cocco e Volpin (2007); Ribeiro Filho et al. (2008).
Despesas	DESP	É o valor total das despesas de cada EFPC.	Bateman e Mitchell (2004); Bikker e Drew (2009); Ammann e Zingg (2010); Tan e Cam (2013); Pereira, Niyama e Sallaberry (2013); Pasqualetto et al. (2014b).
Terceirização	DESPT	É o valor total das despesas com serviços terceirizados de cada EFPC.	Bikker e Drew (2009).
Desempenho	RENT	É o percentual de rentabilidade dos investimentos realizados pelas EFPC.	Yang e Mitchell (2005); Ambachtsheer, Capelle e Lum (2007); Torres e Santos (2008); Ammann e Zingg (2010); Benson, Hutchinson e Sriram (2010); Kowalewski (2012).
	RTMA	Correspondem as EFPC que obtiveram rentabilidade superior à taxa máxima atuarial.	Torres e Santos (2008).
Patrocínio	PAT	Refere-se ao tipo de patrocínio de cada EFPC.	Ribeiro Filho et al. (2008); Pereira, Niyama e Sallaberry (2013); Tan e Cam (2013); Pasqualetto et al. (2014b).

Fonte: Elaborado pelo autor.

Abaixo é apresentada a descrição de cada uma das variáveis explicativas.

Variável total do ativo (ATV)

É uma variável quantitativa, a qual representa o tamanho do fundo de pensão. Os dados foram obtidos da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). O seu valor corresponde ao saldo final do ano de 2013, de cada EFPC. Para ser utilizada na regressão, aplicou-se o logaritmo natural de seu valor, a fim de normalizar os dados.

Variável número de participantes (PART)

Esta variável, de natureza quantitativa, foi obtida da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). O valor corresponde ao saldo, na data base 31 de dezembro de 2013, de cada fundo de pensão. Aplicou-se o logaritmo natural de seu valor, para uso na regressão, visando à normalização dos dados.

Variável número de planos (PLN)

A variável PLN representa o número de planos que cada EFPC possui até a data base 31 de dezembro de 2013. Os dados foram fornecidos pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Foi aplicado o logaritmo natural de seu valor, para uso na regressão, visando a normalização dos dados.

Variável volume de recursos investidos (INV)

Essa variável consiste no saldo final, em 31 de dezembro de 2013, do total dos recursos investidos, por cada fundo de pensão. Os dados foram disponibilizados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Para uma melhor análise estatística, dividiu-se o seu montante pelo ativo, resultando no percentual de investimento sobre o ativo total.

Variável despesa (DESP)

A variável despesa foi fornecida pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Seu valor consiste no total de despesas, de cada EFPC, no ano de

2013. Nesta pesquisa, dividiu-se o logaritmo natural da despesa pelo logaritmo natural do ativo, para normalização dos dados.

Variável despesa com serviços terceirizados (DESPT)

A variável DESPT, de natureza quantitativa, foi disponibilizada pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). Seu valor corresponde ao total de despesas com serviços terceirizados no ano de 2013. Para aplicação no modelo econométrico, dividiu-se o valor das despesas com terceirização pelas despesas totais, a fim de tornar os dados normalizados.

Variável rentabilidade (RENT)

Essa variável corresponde ao percentual de rentabilidade dos investimentos realizados, por cada EFPC, no ano de 2013. Estes dados foram obtidos da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

Variável rentabilidade acima da taxa máxima atuarial (RTMA)

A Resolução 09/2012, do Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), determina que a taxa máxima real de juros admitida nas projeções atuarias do plano de benefícios, que será utilizada em 2013, para desconto na apuração do valor presente dos fluxos de contribuições e benefícios é de 5,75% ao ano e mais o INPC. Essa taxa também é conhecida como meta atuarial. Logo, é recomendável que os fundos afirmem rentabilidade superior a esses valores, objetivando o equilíbrio atuarial. Para tal variável estabeleceu-se uma *dummy* com valor “1”, se a EFPC obtivesse rentabilidade superior à meta atuarial, prevista na Resolução CNPC 09/2012, e uma com valor “0”, se a EFPC obtivesse rentabilidade inferior à referida meta atuarial.

Variável tipo de patrocínio (PAT)

Essa variável, de natureza qualitativa, representa o tipo de patrocínio de cada fundo de pensão. Para isso, estabeleceu-se uma *dummy* com valor “1”, se a EFPC for de patrocínio

privado, e uma com valor “0”, se a EFPC for de patrocínio público. Os dados foram disponibilizados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC).

3.2 População, Amostra e Coleta de Evidências

De acordo com os dados da PREVIC (2014), o Brasil possui 321 fundos de pensão. Desse total, a PREVIC informa que parte da população encontra-se em processo de encerramento, migração, saldamento, transferência de recursos e outros casos, que inviabilizam o tratamento contábil de seus planos de benefícios. A referida situação resulta em disponibilidade de dados para 271 EFPC. A PREVIC classifica os fundos de pensão em grupos, conforme o volume de recursos no ativo total. O grupo A é constituído por EFPC cujo ativo total é superior a R\$ 15 bilhões. O grupo B é formado por EFPC cujo ativo total é superior a R\$ 2 bilhões e menor ou igual a R\$ 15 bilhões. O grupo C é composto por EFPC que a soma do ativo total é superior a R\$ 500 milhões e menor ou igual a R\$ 2 bilhões. O grupo D possui EFPC que o ativo total é superior a R\$ 100 milhões e menor ou igual a R\$ 500 milhões. Por fim, o grupo E é formado por EFPC cujo ativo total é de até R\$ 100 milhões. O Quadro 7 apresenta a distribuição do número de fundos de pensão segundo critério de volume de recursos no ativo total.

Quadro 7 – Distribuição do número de EFPC segundo critério de volume de recursos no ativo total

Grupos de EFPC	Classificação por Ativo Total (R\$)	Quantidade		População	Ativo Total (R\$)
		EFPC	Planos		
Grupo E	Até 100 milhões	52	70	89.201	2.363.262.985
Grupo D	100 milhões a 500 milhões	94	166	491.048	23.601.799.988
Grupo C	500 milhões a 2 bilhões	76	272	707.781	76.426.310.526
Grupo B	2 bilhões a 15 bilhões	43	384	1.041.051	209.689.923.233
Grupo A	Acima de 15 bilhões	6	70	683.783	361.753.194.738
Total		271	962	3.012.864	673.834.491.469

Fonte: Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC (2014)

Para a definição da amostra foram selecionados os fundos de pensão pertencentes aos grupos A, B e C, os quais totalizam 125. Tal escolha deu-se em função de esses grupos representarem 96,15% dos recursos no ativo total e 96,08% do total dos investimentos realizados por essas organizações. Posteriormente, para localizar as páginas eletrônicas das

EFPC, foi acessada a página eletrônica da @PREVIC (www.previdencia.gov.br/previc). Essa possui a relação com todos os fundos de pensão existentes e suas respectivas páginas eletrônicas, caso elas existam. Por fim, foi analisado se as EFPC tinham páginas eletrônicas e a disponibilidade das informações dessas. Como resultado desta avaliação, foram excluídas da amostra 15 EFPC. A amostra desta pesquisa é composta por 110 EFPC dos grupos A, B e C, cuja relação pode ser observada no apêndice A.

A coleta dos dados para elaboração da variável dependente, nível de adesão às práticas de governança de EFPC (NG), foi realizada com base nas informações evidenciadas pelas EFPC nas suas páginas eletrônicas na internet, por meio do acesso ao *link* direto da respectiva página eletrônica. Se alguma informação não fosse encontrada utilizou-se, quando possível, a ferramenta de busca (pesquisa) da página eletrônica. Os dados foram coletados no mês de dezembro de 2014 e o apêndice B contempla a data e o horário em que as evidências foram apanhadas para cada uma das EFPC. É importante ressaltar que os dados coletados são referentes a informações correntes, com exceção ao Relatório Anual de Informações (RAI), cujas informações correspondem ao ano de 2013, ou seja, o último publicado.

Por outro lado, os dados das variáveis explicativas foram disponibilizados pela PREVIC e referem-se ao ano de 2013. Ressalta-se que os dados relativos a todas as variáveis de cada EFPC, da amostra deste estudo, estão relacionados no apêndice C. No próximo capítulo é demonstrada a análise e a discussão dos resultados dessa pesquisa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo contém cinco partes. O primeiro é composto pela análise descritiva da variável dependente. Já, o segundo, pela análise descritiva das variáveis explicativas. O terceiro refere-se à matriz de correlação e sua respectiva análise. O quarto demonstra os resultados obtidos da regressão múltipla aplicada. Ao final, são analisados os resultados obtidos em cada uma das hipóteses testadas.

4.1 Análise Descritiva da Variável Nível de Adesão Às Práticas de Governança de EFPC

Conforme já mencionado no capítulo anterior, a Lei Complementar 108/2001, a Lei Complementar 109/2001, a Resolução CGPC N°13/2004, a Resolução CGPC N° 26/2006 e o Guia PREVIC de Melhores Práticas de Governança para EFPC possuem tanto práticas obrigatórias como voluntárias de governança. Assim, iniciou-se a análise descritiva pela variável dependente, examinando o comportamento das EFPC, na adoção das práticas de governança, segundo a natureza dessas. A Tabela 4 demonstra essa análise descritiva.

Tabela 4 – Análise descritiva do nível de governança das EFPC por natureza

Tipo de Prática	Máximo	Média	Mínimo	Desvio Padrão
Voluntária	15	5,55	1	2,46
Obrigatória	17	11,73	3	2,63
Todas	30	17,27	4	4,11

Fonte: Elaborado pelo autor.

Pode ser observado que, em média, os fundos de pensão atingiram 17,27 pontos no nível de adoção das práticas de governança. Tal resultado corresponde a 50,79% do total de indicadores. Também, evidencia-se que as EFPC tendem a aderir, em média, mais às práticas de governança obrigatórias do que as voluntárias.

As EFPC são divididas entre as de patrocínio público e as de patrocínio privado. Portanto, igualmente se analisou o comportamento das EFPC na adoção das práticas de governança, conforme a natureza dessas, por tipo de patrocínio. A Tabela 5 demonstra a análise descritiva para as EFPC de patrocínio público.

Tabela 5 – Análise descritiva do nível de governança das EFPC de patrocínio público por natureza

Tipo de Prática	Máximo	Média	Mínimo	Desvio Padrão
Voluntária	15	6,62	3	2,41
Obrigatória	17	12,44	7	2,14
Todas	30	19,07	13	3,45

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observa-se que em média o nível de adesão às práticas de governança das EFPC, de patrocínio público, é de 19,07 pontos. Esse resultado significa 56,08% do total de indicadores. Assim como para a amostra completa, as EFPC de patrocínio público tendem a adotar mais, as práticas de governança obrigatórias. Em média, tais organizações atingiram 12,44 pontos, o que corresponde a 73,20% do total de indicadores obrigatórios.

Para as EFPC de patrocínio privado identificou-se que em média o nível de adesão às práticas de governança é de 16,03 pontos, representando 47,14% do total de indicadores. Além disso, as práticas obrigatórias de governança são em média mais aderidas quando comparadas às voluntárias, com 11,23 pontos. Este número corresponde a 66,06% do total de indicadores obrigatórios. A Tabela 6 demonstra a análise descritiva para as EFPC de patrocínio privado.

Tabela 6 – Análise descritiva do nível de governança das EFPC de patrocínio privado por natureza

Tipo de Prática	Máximo	Média	Mínimo	Desvio Padrão
Voluntária	9	4,80	1	2,23
Obrigatória	15	11,23	3	2,83
Todas	23	16,03	4	4,09

Fonte: Elaborado pelo autor.

Concluiu-se que, se os indicadores tiverem o mesmo peso, os fundos de pensão cujo patrocínio for público, tendem a possuir melhores níveis de adesão às práticas de governança, comparados aos de patrocínio privado. Pode-se afirmar que os órgãos estatutários e a administração dessas organizações adotam medidas mais efetivas para a redução dos problemas de agência, gerando maior segurança aos seus participantes e assistidos.

A análise descritiva da variável dependente também foi realizada para os resultados dos indicadores, de forma individualizada. De acordo com a metodologia deste estudo, os indicadores foram construídos com base em 06 categorias. Portanto, a análise descritiva será

apresentada por categoria. A Tabela 7 demonstra a análise da categoria estrutura de governança.

Tabela 7 – Análise descritiva individualizada dos indicadores da categoria: Estrutura de Governança

Código	Indicadores	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
1	O estatuto prevê as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários?	0,9636	0,1881	106	110
2	A EFPC divulga seu processo eleitoral para as vagas dos conselhos deliberativo e fiscal?	0,5273	0,5015	58	110
3	A EFPC apresenta os critérios mínimos (qualificação e idoneidade) para a assunção de cargos nos órgãos estatutários?	0,6636	0,4746	73	110
4	A EFPC divulga as demais atividades exercidas pelos diretores a fim de identificar se eles não ocupam cargos em outros órgãos estatutários do próprio fundo de pensão?	0,9182	0,2753	101	110
5	A EFPC divulga a qualificação dos conselheiros e diretores?	0,0909	0,2888	10	110
6	A EFPC demonstra que qualifica os conselheiros, diretores e empregados, periodicamente, a fim de mantê-los permanentemente atualizados?	0,2273	0,4210	25	110
7	Há previsão de reuniões regulares de todos os órgãos estatutários?	0,3727	0,4857	41	110
8	A EFPC possui outras instâncias de assessoramento técnico que não apenas as exigidas pela lei (de investimento, de risco, entre outros)?	0,6091	0,4902	67	110
9	A EFPC possui comitê de ética?	0,1364	0,3447	15	110
10	A EFPC possui algum procedimento que assegure que a qualificação e a experiência dos terceirizados contratados são adequadas as suas incumbências, bem como, não haja conflito de interesses?	0,4273	0,4969	47	110
11	A EFPC possui instrumentos de monitoramento e avaliação de desempenho dos prestadores de serviços terceirizados?	0,3273	0,4714	36	110

Fonte: Elaborado pelo autor.

Em análise a Tabela 7, constata-se pelas médias, que o indicador que aborda o conteúdo que o estatuto deve conter é o mais observado pelos fundos de pensão, com 96,36% de média, num total de 106 entidades. O segundo é o que trata da divulgação das demais atividades dos diretores a fim de identificar se eles não ocupam cargos em outros órgãos estatutários do próprio fundo de pensão, com 91,82% de média, num total de 101 organizações. Por outro lado, a prática menos aderida, nessa categoria, é a existência de um

comitê de ética, com média de 13,64%, ou seja, apenas 15 EFPC. A seguir, na Tabela 8 é exposta a análise da categoria base documental.

Tabela 8 – Análise descritiva individualizada dos indicadores da categoria: Base Documental

Código	Indicadores	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
12	A EFPC divulga o seu estatuto?	0,9636	0,1881	106	110
13	A EFPC divulga o seu regimento interno?	0,1364	0,3447	15	110
14	Há regimentos internos contendo as regras de funcionamento dos conselhos constituídos?	0,0818	0,2753	9	110
15	Há regimentos internos contendo as regras de funcionamento dos comitês constituídos?	0,0545	0,2281	6	110
16	A EFPC possui manual de governança corporativa?	0,3091	0,4642	34	110
17	A EFPC possui código de ética e conduta?	0,7273	0,4474	80	110

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na segunda categoria, que trata da base documental, a divulgação do estatuto é o indicador que possui maior média de adoção, com 96,36%, num total de 106 fundos de pensão. O segundo indicador refere-se à existência de código de ética, que atingiu uma média de 72,73% de adoção, tendo um total de 80 entidades. Já a existência de regimentos internos para os comitês constituídos, representa a prática de governança menos observada, na presente categoria, com média de 5,45%. A Tabela 9 exhibe a análise da categoria riscos e seu monitoramento.

Tabela 9 – Análise descritiva individualizada dos indicadores da categoria: Riscos e Seu Monitoramento

Código	Indicadores	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
18	A EFPC divulga o seu processo de identificação, avaliação, controle e monitoramento dos riscos?	0,7909	0,4085	87	110
19	A EFPC possui uma instância voltada aos controles internos?	0,1091	0,3132	12	110
20	A instância de controles internos é vinculada aos órgãos estatutários?	0,1000	0,3014	11	110
21	Há um setor de auditoria interna na EFPC?	0,1455	0,3542	16	110
22	O setor de auditoria interna é vinculado ao conselho deliberativo?	0,0545	0,2281	6	110

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na terceira categoria, o indicador que prevê se a EFPC divulga o seu processo de identificação, avaliação, controle e monitoramento dos riscos, tem maior adesão, com um

total de 87 fundos de pensão, representando uma média de 79,09%. Entretanto, a existência de um setor de auditoria interna vinculado ao conselho deliberativo é adotada por apenas 06 fundos de pensão, resultando numa média de 5,45%. Logo abaixo, na Tabela 10, é apresentada a análise da categoria divulgação de informações.

Tabela 10 – Análise descritiva individualizada dos indicadores da categoria: Divulgação de Informações

Código	Indicadores	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
23	A EFPC divulga as políticas de investimento?	0,7727	0,4210	85	110
24	A EFPC divulga as premissas e hipóteses atuariais?	0,8636	0,3447	95	110
25	Há canais de comunicação que permitam aos participantes ou assistidos acessarem informações da EFPC e de seus planos, de forma individualizada?	0,9364	0,2452	103	110
26	A EFPC apresentou o seu último relatório anual?	0,7455	0,4376	82	110
27	A data das demonstrações contábeis é anterior à 31/03 do exercício subsequente?	0,8909	0,3132	98	110
28	A EFPC possui auditoria externa?	0,9091	0,2888	100	110
29	A EFPC divulga o regulamento do plano de benefícios?	0,8909	0,3132	98	110
30	Há divulgação do responsável pelas aplicações dos recursos da EFPC?	0,5909	0,4939	65	110
31	Há divulgação do responsável pela custódia dos recursos da EFPC?	0,4545	0,5002	50	110

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na quarta categoria, cujo tema é a divulgação de informações, a prática mais utilizada é a que aborda a existência de canais de comunicação entre a EFPC e os participantes e assistidos. A adoção dessa prática é demonstrada por 103 fundos de pensão, numa média de 93,64%. Em seguida, a existência de auditoria externa é a mais evidenciada, com 90,91% de média, ou seja, 100 EFPC. O indicador com menor adesão, nessa categoria, é o de divulgação do responsável pela custódia dos recursos, com média de 45,45%, correspondendo a 50 EFPC. A Tabela 11 demonstra a análise das categorias manifestação do conselho fiscal e aspectos socioambientais.

Tabela 11 – Análise descritiva individualizada dos indicadores das categorias: Manifestação do Conselho Fiscal e Aspectos Socioambientais

Código	Indicadores	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
32	A EFPC disponibiliza o relatório semestral de controles internos, emitido pelo conselho fiscal?	0,0545	0,2281	6	110
33	A EFPC disponibiliza o parecer conclusivo sobre as demonstrações contábeis, emitido anualmente pelo conselho fiscal?	0,9000	0,3014	99	110
34	A EFPC adota ações socioambientais?	0,5273	0,5015	58	110

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na quinta categoria, a disponibilização do parecer conclusivo sobre as demonstrações contábeis, emitido anualmente pelo conselho fiscal, é o indicador mais observado num total de 99 fundos de pensão, atingindo uma média de 90%. A última categoria, que é composta por apenas um indicador, o qual aborda a adoção de práticas socioambientais possui 52,73% de média de adesão, num total de 58 EFPC.

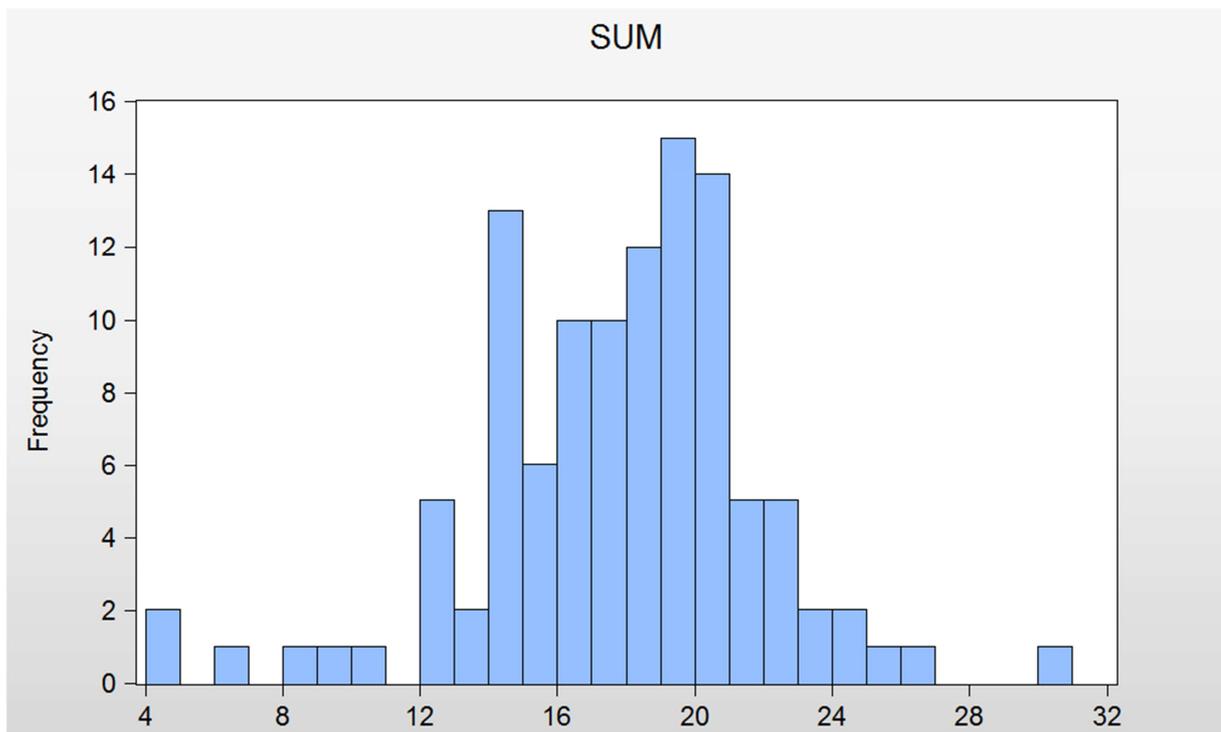
Em uma análise consolidada, os 03 indicadores que possuem o mais baixo nível de adesão por parte das EFPC, são: existência de regimento interno para os comitês constituídos, auditoria interna vinculada ao conselho deliberativo e relatórios semestrais de controles internos, emitidos pelo conselho fiscal. Para esses indicadores apenas 06 fundos de pensão demonstraram adotar tais práticas de governança. Os indicadores que demonstram a existência de regimento interno para os conselhos constituídos e a divulgação da qualificação dos conselheiros e diretores, também apresentam baixa adesão. O primeiro é composto por 09 EFPC e o segundo por 10 EFPC, que empregam essas práticas. A pouca divulgação do relatório semestral de controles internos, emitido pelo conselho fiscal e da qualificação dos conselheiros e diretores, converge com o estudo de Lopes et al. (2010). Os autores identificaram apenas 04 EFPC que divulgam o relatório semestral e 06 EFPC que demonstram o currículo dos dirigentes e conselheiros.

A divulgação do estatuto e a previsão das atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários, no próprio estatuto, apresentam uma média de 96,36%. Esses números os classificam como os de maior adesão pelas EFPC. Além disso, pode-se inferir que quando o estatuto é divulgado, o mesmo é revestido de todas as características necessárias para uma boa prática de governança. Cabe ainda, ressaltar que a divulgação do relatório anual, do código de ética e do manual de governança, apresentaram médias de adoção de 74,55%, 72,73% e 30,31%.

A pesquisa de Vasquez (2008) encontrou resultados semelhantes a esses. O nível de divulgação do estatuto foi de 88,89%, do relatório anual de 71,43% e do manual de governança foi de 26,98%. O único que apresentou uma diferença representativa, em relação ao presente estudo, foi o código de ética, o qual teve um percentual de divulgação de 52,38%.

O Gráfico 1 demonstra a relação entre a quantidade de indicadores atendidos, no eixo das abcissas, e a quantidade de EFPC que atendem a esses indicadores, no eixo das ordenadas. Ao avaliar suas informações, nota-se que o maior número de EFPC adota 19 práticas de governança, representando 55,88% do total. O fundo de pensão que utiliza a maior quantidade de práticas de governança atingiu um total de 30 pontos. Por outro lado, 02 EFPC empregam a menor quantidade de práticas de governança, num total de 04 pontos. Também, é possível observar que a maioria dos fundos de pensão adota entre 14 e 21 práticas de governança.

Gráfico 1 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de EFPC que atendem a esses indicadores (Histograma)



Fonte: Elaborado pelo autor.

Avaliou-se o comportamento individualizado das respostas dos indicadores de governança, por tipo de patrocínio. Da mesma forma que a análise descritiva da amostra completa, essa avaliação também foi realizada por categorias. Porém, manteve-se nos quadros, apenas o código do indicador para sua identificação, a fim de permitir o exame

comparativo. As tabelas completas das análises descritivas individualizadas dos indicadores, para EFPC de patrocínio público e privado, constam no apêndice D e no apêndice E, respectivamente. A seguir, no Quadro 8, é demonstrada a análise descritiva da categoria estrutura de governança, por tipo de patrocínio.

Quadro 8 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo de patrocínio, da categoria: Estrutura de Governança

Código	Público				Privado			
	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
1	1,0000	0,0000	45	45	0,938462	0,242186	61	65
2	0,6667	0,4767	30	45	0,430769	0,499038	28	65
3	0,8889	0,3178	40	45	0,507692	0,503831	33	65
4	1,0000	0,0000	45	45	0,861538	0,348072	56	65
5	0,1778	0,3866	8	45	0,030769	0,174036	2	65
6	0,3556	0,4841	16	45	0,138462	0,348072	9	65
7	0,5556	0,5025	25	45	0,246154	0,434122	16	65
8	0,7333	0,4472	33	45	0,523077	0,503354	34	65
9	0,2000	0,4045	9	45	0,092308	0,291712	6	65
10	0,3778	0,4903	17	45	0,461538	0,502398	30	65
11	0,3556	0,4841	16	45	0,307692	0,46513	20	65

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na categoria estrutura de governança, os indicadores mais observados pelas EFPC de patrocínio público são o conteúdo mínimo que o estatuto deve conter (código 1) e a divulgação das demais atividades exercidas pelos diretores (código 4), com 100% de adesão. O segundo mais divulgado refere-se à previsão de critérios mínimos de qualificação e idoneidade, para que uma pessoa assuma um cargo nos órgãos estatutários (código 3), com média de 88,89%. Já o indicador que aborda a divulgação da qualificação dos dirigentes e conselheiros (código 5) aparece como o menos utilizado, tendo uma média de 17,78%. No caso das EFPC de patrocínio privado, os indicadores de códigos 1 e 4 são os mais adotados, com médias de 93,84% e 86,15%, respectivamente. Além disso, o indicador de código 5 é o menos observado, tendo apenas 2 fundos de pensão.

Nessa categoria, exceto pelo valor das médias, observa-se um comportamento semelhante nos tipos de práticas de governança utilizadas, entre as EFPC de patrocínio público e as EFPC de patrocínio privado. O Quadro 9 apresenta a análise descritiva da categoria base documental por tipo de patrocínio.

Quadro 9 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo patrocínio, da categoria: Base Documental

Código	Público				Privado			
	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
12	1,0000	0,0000	45	45	0,938462	0,242186	61	65
13	0,1333	0,3438	6	45	0,138462	0,348072	9	65
14	0,1333	0,3438	6	45	0,046154	0,211451	3	65
15	0,0889	0,2878	4	45	0,030769	0,174036	2	65
16	0,3333	0,4767	15	45	0,292308	0,458362	19	65
17	0,8222	0,3866	37	45	0,661538	0,476869	43	65

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para as EFPC de patrocínio público, o indicador que apresentam maior destaque nessa categoria, é o que trata da divulgação do estatuto (código 12), com média de 100%. Já a divulgação do código de ética (código 17) é o segundo com maior adesão tendo uma média de 82,22%. Por outro lado, a prática que trata da existência de regimento interno para os comitês constituídos (código 15) é a menos adotada, com somente 8,89% de média. Tal comportamento é semelhante nas EFPC de patrocínio privado. Porém, as médias percentuais para os indicadores de códigos 12, 17 e 15 são de 93,84%, 66,15% e 3,07%. A seguir, no Quadro 10, é exposta a análise descritiva da categoria riscos e seu monitoramento por tipo de patrocínio.

Quadro 10 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo patrocínio, da categoria: Riscos e Seu Monitoramento

Código	Público				Privado			
	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
18	0,8000	0,4045	36	45	0,784615	0,414288	51	65
19	0,1333	0,3438	6	45	0,092308	0,291712	6	65
20	0,1333	0,3438	6	45	0,076923	0,268543	5	65
21	0,2000	0,4045	9	45	0,107692	0,312404	7	65
22	0,0667	0,2523	3	45	0,046154	0,211451	3	65

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na terceira categoria as EFPC de patrocínio público e as EFPC de patrocínio privado, igualmente, possuem comportamento semelhante, na evidenciação das práticas de governança adotadas, exceto pelas médias. A divulgação do processo de identificação, avaliação, controle e monitoramento dos riscos (código 18), demonstrou ser a prática mais utilizada, tendo média de 80% para EFPC de patrocínio público e de 78,46% para EFPC de patrocínio privado. Em segundo lugar, encontra-se a existência de um setor de auditoria interna no fundo de pensão

(código 21) com 20% de média para EFPC de patrocínio público e de 10,77% para EFPC de patrocínio privado. Entretanto, a existência de um setor de auditoria interna vinculado ao conselho deliberativo (código 22) é o de menor adesão, com 6,67% de média para EFPC de patrocínio público e de 4,61% para EFPC de patrocínio privado. O Quadro 11 apresenta a análise descritiva da categoria divulgação de informações, por tipo de patrocínio.

Quadro 11 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo patrocínio, da categoria: Divulgação de Informações

Código	Público				Privado			
	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
23	0,7556	0,4346	34	45	0,784615	0,414288	51	65
24	0,8889	0,3178	40	45	0,846154	0,363609	55	65
25	0,9333	0,2523	42	45	0,938462	0,242186	61	65
26	0,7111	0,4584	32	45	0,769231	0,424604	50	65
27	0,9778	0,1491	44	45	0,830769	0,377874	54	65
28	1,0000	0,0000	45	45	0,846154	0,363609	55	65
29	0,9333	0,2523	42	45	0,861538	0,348072	56	65
30	0,6667	0,4767	30	45	0,538462	0,502398	35	65
31	0,4444	0,5025	20	45	0,461538	0,502398	30	65

Fonte: Elaborado pelo autor.

Na quarta categoria, para as EFPC de patrocínio público, a existência de auditoria externa (código 28), é a prática de governança de média mais relevante, com 100% de adesão. A apresentação das demonstrações contábeis dentro do prazo previsto (código 27) é a segunda prática mais observada, tendo uma média de 97,78%, num total de 44 fundos de pensão. Já, a divulgação do responsável pela custódia dos recursos (código 31) é a prática menos adotada, com um total de 20 EFPC, numa média de 44,44%.

No que se refere às EFPC de patrocínio privado, a existência de canais de comunicação para os participantes e assistidos (código 25) configura-se como a prática mais evidenciada, com média de 93,84%. Em seguida, a divulgação do regulamento do plano de benefícios (código 29) é a prática com média mais relevante, tendo 86,15%. Por outro lado, do mesmo modo que para as EFPC de patrocínio público, a divulgação do responsável pela custódia dos recursos (código 31) é a prática menos adotada, com média de 46,15%. A seguir, no Quadro 12, é demonstrada a análise descritiva das categorias manifestação do conselho fiscal e aspectos socioambientais por tipo de patrocínio.

Quadro 12 – Análise descritiva individualizada dos indicadores, por tipo de patrocínio, das categorias: Manifestação do Conselho Fiscal e Aspectos Socioambientais

Código	Público				Privado			
	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
32	0,0444	0,2084	2	45	0,061538	0,242186	4	65
33	0,9778	0,1491	44	45	0,846154	0,363609	55	65
34	0,5778	0,4995	26	45	0,492308	0,503831	32	65

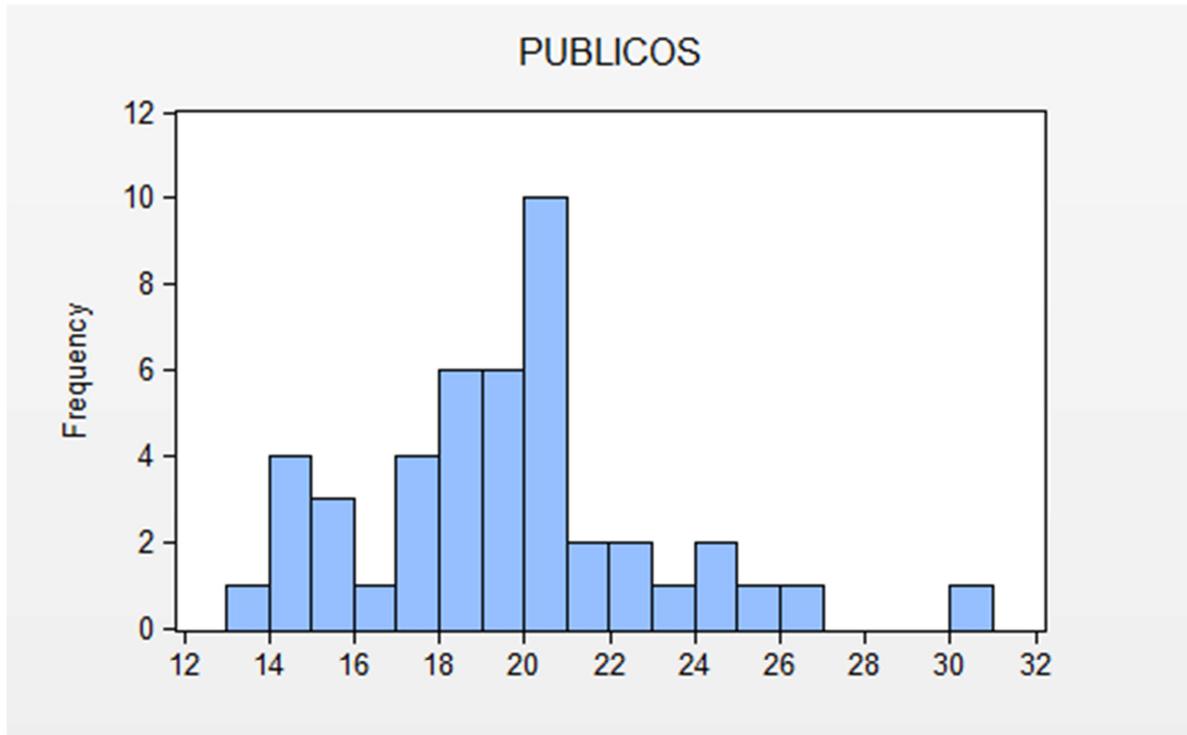
Fonte: Elaborado pelo autor.

Na quinta categoria, a disponibilização do parecer conclusivo sobre as demonstrações contábeis, emitido anualmente pelo conselho fiscal (código 33) é o indicador mais observado, por EFPC de patrocínios público e privado, com médias de 97,78% e 84,61%, respectivamente. A sexta categoria possui apenas a adoção de práticas socioambientais (código 34), com média de 57,78%, para EFPC de patrocínio público e de 49,23% para EFPC de patrocínio privado.

Como resultado dessa análise, pode-se concluir que os tipos de práticas de governança mais utilizadas pelas EFPC, em geral, independem da natureza do patrocínio. Essa conclusão também é válida para as práticas de menor adesão. Na realidade, o que, essencialmente, o tipo de patrocínio impacta, são nas médias de adesão das práticas de governança. As EFPC de patrocínio público possuem médias de adesão superiores às EFPC de patrocínio privado.

O Gráfico 2 exibe a relação entre a quantidade de indicadores atendidos, no eixo das abcissas, e a quantidade de EFPC de patrocínio público que atendem a esses indicadores, no eixo das ordenadas. Observando suas informações, conclui-se que o maior número de EFPC de patrocínio público adota 21 práticas de governança, representando 61,76% do total de indicadores. O fundo de pensão de patrocínio público que utiliza a maior quantidade de práticas de governança atingiu um total de 30 pontos. Já, a EFPC de patrocínio público que empregou a menor quantidade de práticas de governança, obteve um total de 13 pontos. É necessário ressaltar que a maioria das EFPC de patrocínio público adota entre 17 e 21 práticas de governança.

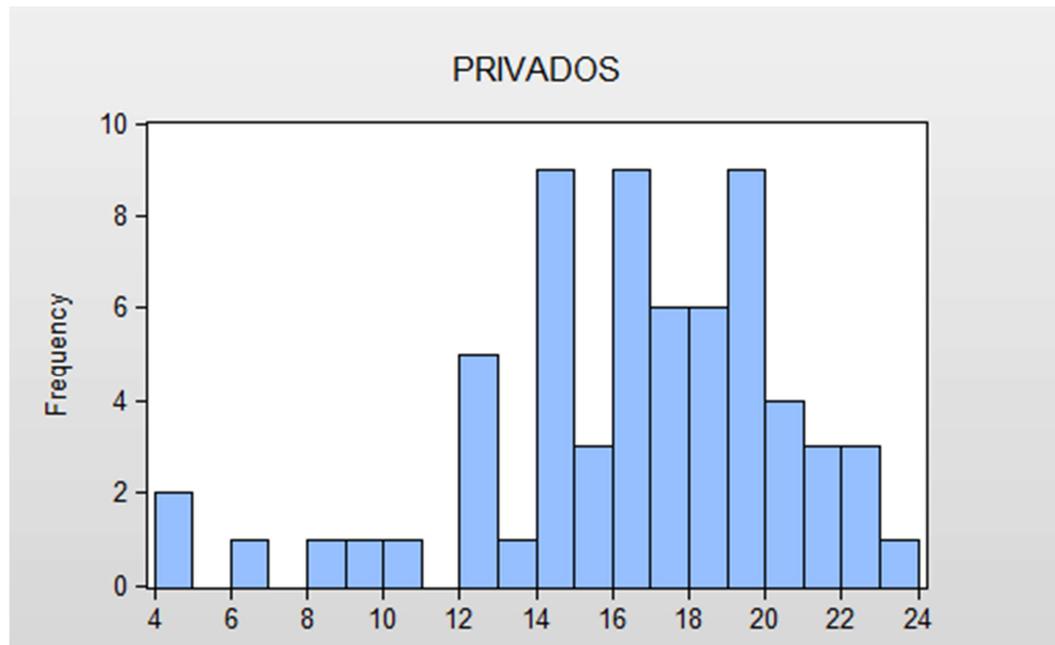
Gráfico 2 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de EFPC de patrocínio público que atendem a esses indicadores (Histograma)



Fonte: Elaborado pelo autor.

O Gráfico 3 expõe a relação entre a quantidade de indicadores atendidos, no eixo das abcissas, e a quantidade de EFPC de patrocínio privado que atendem a esses indicadores, no eixo das ordenadas. Examinando suas informações, pode-se concluir que a maioria das EFPC de patrocínio privado adota entre 14 e 19 práticas de governança. O fundo de pensão de patrocínio privado, o qual evidencia o uso da maior quantidade de práticas de governança, atingiu um total de 23 pontos. No entanto, duas EFPC de patrocínio privado demonstraram a adoção de apenas 04 práticas de governança.

Gráfico 3 – Quantidade de indicadores atendidos e quantidade de EFPC de patrocínio privado que atendem a esses indicadores (Histograma)



Fonte: Elaborado pelo autor.

A mensuração do nível de adesão às práticas de governança permitiu a classificação das EFPC. A Tabela 12 relaciona os cinco fundos de pensão com melhores níveis de adesão às práticas de governança.

Tabela 12 – Cinco EFPC com melhores níveis de adesão às práticas de governança

Posição	EFPC	Patrocínio	Nível de Governança (Pontos)	Nível de Governança (%)
1	CERES	Pública Federal	30	88,24%
2	PREVI/BB	Pública Federal	26	76,47%
3	ELOS	Pública Federal	25	73,53%
4	FUNCEF	Pública Federal	24	70,59%
	PREVINORTE	Pública Federal	24	70,59%
5	CAPEF	Pública Federal	23	67,65%
	FIBRA	Privada	23	67,65%

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme a Tabela 12, o fundo de pensão com melhor nível de adesão às práticas de governança é a Ceres, que atingiu uma soma de 30 pontos, correspondendo a 88,24% do total. Em segundo lugar, aparece a Previ, com uma pontuação total de 26 indicadores, o que equivale a 76,47% do total. A terceira EFPC com melhor nível de adesão é a Elos, com 25 indicadores atendidos, resultando num percentual de 73,53% do total. Completam o grupo dos

fundos de pensão com melhores níveis de adesão às práticas de governança, a Funcef (70,59%), a Previnorte (70,59%), a Capef (67,65%) e a Fibra (67,65%). A classificação completa está relacionada no apêndice F. O resultado encontrado converge com o estudo de Silva (2009). Em sua pesquisa, com uma amostra de 12 fundos de pensão brasileiros, o autor, do mesmo modo, classificou a Previ e a Funcef entre as cinco EFPC com melhor nível de adesão às práticas de governança, tendo como base a legislação vigente. Porém, a Previ se posicionava na primeira colocação e a Funcef na segunda colocação. Em seu trabalho, assim como nesse, nenhum fundo de pensão demonstrou adesão a 100% das práticas de governança.

4.2 Análise Descritiva das Variáveis Explicativas

Em relação à análise descritiva das variáveis explicativas, realizou-se a segregação entre as variáveis quantitativas e as dicotômicas. Na Tabela 13, é exposta a análise descritiva das variáveis explicativas quantitativas.

Tabela 13 – Análise descritiva das variáveis explicativas quantitativas

Variáveis quantitativas	Média	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
Ativo (em R\$ mil)	5.678.360	171.084.212	500.655	18.520.720
ln Ativo	21,39	25,87	20,03	1,15
Investimento (em R\$ mil)	5.408.152	169.465.751	489.840	18.004.506
% Investimento	0,96	1,00	0,54	0,07
Despesas (em R\$ mil)	20.851	287.860	258	42.642
% ln Despesa sobre o ln Ativo	0,75	0,84	0,62	0,03
Despesa Serviços Terceirizados (em R\$ mil)	4.263	55.721	97	8.576
% Despesa Serviços Terceirizados	0,30	0,94	0,04	0,23
Participantes	17.409	172.087	584	29.020
ln Participantes	9,03	12,06	6,37	1,16
Rentabilidade dos Investimentos	0,02	0,14	-0,14	0,06
Quantidade de Planos	4	43	1	6
ln Quantidade de Planos	0,94	3,76	0	0,79

Fonte: Elaborado pelo autor.

De acordo com o apresentado na Tabela 13, o valor médio do ativo dos fundos de pensão que compõem a amostra é de R\$ 5,67 bilhões. Desse total, em média, são investidos

R\$ 5,4 bilhões. Assim, o percentual de investimento médio sobre o ativo corresponde a 96%. As despesas médias das EFPC estudadas são de R\$ 20,85 milhões. Em média, 30% das despesas são compostas por contratações de serviços terceirizados, o que equivale em médias R\$ 4,26 milhões. O número médio de participantes é de 17.409, os quais possuem, em média, 4 planos de benefícios à sua disposição. Por fim, os fundos de pensão avaliados nesta pesquisa auferiram um retorno médio de 2% sobre os investimentos realizados. Salienta-se que as variáveis ativo (ATV), despesas (DESP), participantes (PART) e quantidade de planos (PLN) foram estimadas em logaritmo natural, em virtude de o desvio padrão ser maior que suas médias. Já, a variável investimento (INV) foi dividida pelo ativo para ajustar este efeito. Com o mesmo propósito, a variável despesa com serviços terceirizados (DESPT) foi dividida pelas despesas.

Finalizando a análise, no que tange às variáveis dicotômicas, dos 110 fundos de pensão estudados, 65 são de patrocínio privado e 45 são de patrocínio público. Desse total, apenas 2 tiveram rentabilidade superior à meta atuarial máxima. A seguir é apresentada a análise de correção entre as variáveis.

4.3 Análise da Correlação entre as Variáveis

A Tabela 14 expõe a matriz de correlação entre as variáveis estudadas nesta pesquisa. Antes de se estimar as regressões é necessário aplicar o teste de correlação das variáveis. Segundo Gujarati (2011) a análise de correlação tem como principal escopo mensurar o grau de associação linear entre duas variáveis. Caso haja alta correlação entre elas, os seus coeficientes se tornarão insignificantes. Portanto, estabeleceu-se que índices de correlação superiores a 0,8 são inaceitáveis.

Tabela 14 – Matriz de correlação das variáveis

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. NGFP	1									
2. DESP	0,19	1								
3. DESPT	-0,37	-0,54	1							
4. INV	-0,02	-0,24	0,30	1						
5. ATV	0,35	0,20	-0,20	-0,12	1					
6. PART	0,01	-0,03	0,09	-0,03	0,65	1				
7. PAT	-0,36	-0,54	0,52	0,34	-0,23	-0,02	1			
8. PLN	0,13	0,21	-0,19	-0,08	0,45	0,42	-0,05	1		
9. RENT	0,10	0,03	-0,18	-0,02	-0,02	-0,09	-0,03	-0,16	1	
10. RTMA	0,14	-0,09	-0,09	-0,14	0,15	0,07	-0,03	0,05	0,26	1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota-se que as variáveis participantes (PART), ativo (ATV), patrocínio (PAT) e despesas com serviços terceirizados (DESPT) possuem correlação moderada. As variáveis restantes possuem índices de correlação menos significantes. Entretanto, nenhuma possui correlação superior ao limite aceitável de 0,8. Dessa maneira, todas elas serão utilizadas no modelo econométrico. A seguir será apresentado o modelo de regressão linear múltipla estimado e os seus respectivos resultados.

4.4 Análise da Regressão Linear Múltipla

Após o teste de correlação entre as variáveis, estimaram-se modelos de regressão linear múltipla, mediante o método dos mínimos quadrados. Inicialmente, foi estimado o modelo com todas as variáveis, o qual é apresentado na Tabela 15.

Tabela 15 – Resultado do modelo com todas as variáveis

Variável Dependente: NGFP				
Método: Mínimos Quadrados				
Observações: 110				
Variáveis	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística F	Probabilidade
DESP	-0,525444	0,431462	-1,217821	0,2262
DESPT	-0,106946	0,058547	-1,826677	0,0707*
INVEST	0,259730	0,146509	1,772801	0,0793*
ATV	0,047119	0,012769	3,690218	0,0004***
PART	-0,029098	0,012344	-2,357160	0,0204**
PAT	-0,068722	0,026559	-2,587496	0,0111**
PLN	0,006146	0,015233	0,403484	0,6875
RENT	0,072453	0,182700	0,396570	0,6925
RTMA	0,059724	0,079949	0,747026	0,4568
C	-0,027140	0,419933	-0,064629	0,9486
R-quadrado	0,319709	R-quadrado Ajustado		0,258483
Estatística F	5,221774	Prob (Estatística F)		0,000008
Durbin-Watson	2,065220			

*** 1% de significância, ** 5% de significância e *10% de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Percebe-se que o tamanho do ativo possui relação positiva com o nível de adesão às práticas de governança dos fundos de pensão, a 1% de significância. Os tipos de patrocínio, por meio da *dummy*, que indica patrocínio privado, e o número de participantes, possuem relação negativa com o nível de adesão às práticas de governança de EFPC, a 5% de significância. Por fim, o percentual de investimento sobre o ativo e o percentual de despesas com serviços terceirizados tem nível de explicação de adesão às práticas de governança, a 10% de significância. Todavia, o primeiro possui relação positiva e o segundo relação negativa.

Ao término desse exame, estimou-se o modelo final para os fatores explicativos do nível de adesão às práticas de governança de EFPC. Para isto, foram mantidas apenas as variáveis que tiveram nível de significância a 10%, a 5% e a 1%. A Tabela 16 apresenta os resultados do referido modelo.

Tabela 16 – Resultado do modelo final dos fatores explicativos da adesão às práticas de governança de EFPC

Variável Dependente: NGFP				
Método: Mínimos Quadrados				
Observações: 110				
Variáveis	Coefficiente	Erro-Padrão	Estatística F	Probabilidade
DESPT	-0,094778	0,053135	-1,783716	0,0774*
INVEST	0,249012	0,144308	1,725559	0,0874*
ATV	0,048086	0,012326	3,901051	0,0002***
PART	-0,027611	0,011883	-2,323446	0,0221**
PAT	-0,054303	0,024401	-2,225476	0,0282**
C	-0,448043	0,250865	-1,785992	0,0770
R-quadrado	0,300048	R-quadrado Ajustado		0,266397
Estatística F	8,916342	Prob (Estatística F)		0,000000
Durbin-Watson	2,081076			

*** 1% de significância, ** 5% de significância e *10% de significância.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Com base nos resultados apresentados, observa-se que o R^2 ajustado é de 0,266397. Isso significa dizer que o nível de explicação do modelo é de 26,63%. A estatística (F) é de 8,916342.

A fim de validar o modelo, é necessária a realização de testes de diagnóstico. Nesse sentido, realizou-se o teste de autocorrelação de Durbin-Watson, o teste de heterocedasticidade de White e Breusch-Godfrey e o teste de normalidade dos resíduos de Jarque-Bera. A Tabela 17 demonstra a hipótese nula e os resultados dos testes de diagnósticos realizados para o nível de adesão às práticas de governança de EFPC do modelo final.

Tabela 17 – Teste de diagnósticos, hipótese nula e os seus resultados para o modelo final

Teste de diagnóstico	Hipótese Nula (H0)	Estatística (F)	Prob
Autocorrelação - Durbin Watson	Não há autocorrelação	2,081076	-
Heterocedasticidade – White	Não há heterocedasticidade	0,371107	0,867423
Heterocedasticidade - Breusch-Godfrey	Não há heterocedasticidade	0,390234	0,854545
Jarque-Bera	Há normalidade dos resíduos	-	0,001073

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os resultados apresentados determinam que se aceita a hipótese nula (H0) para autocorrelação e heterocedasticidade. Porém, rejeita-se a hipótese nula (H0) para a normalidade dos resíduos. Contudo, esta situação explica-se pelo teorema central do limite. Segundo Gujarati (2011), este teorema demonstra que se existe um grande número de variáveis aleatórias independentes e com distribuição idêntica, logo, com poucas exceções, a distribuição de suas somas tende à distribuição normal à medida que a quantidade dessas variáveis aumenta indefinidamente. Portanto, a aproximação da normal melhora conforme a amostra cresce.

Após a conclusão dos testes de diagnóstico é possível examinar os resultados da regressão final. Constata-se que os níveis de significância das variáveis permaneceram estáveis, para cada uma delas, assim como, as relações com o nível de adesão às práticas de governança de EFPC. A seguir, é exibido o modelo final estimado com as respectivas variáveis.

$$NG = - 0,448043 - 0,094778 (\text{DESPT}) + 0,249012 (\text{INV}) + 0,048086 (\text{ATV}) - 0,027611 (\text{PART}) - 0,054303 (\text{PAT})$$

Ao analisar o modelo final deste estudo, tem-se que a variação de 1% no ativo, aumenta 0,048086 vezes o NG. O resultado converge com pesquisa de Ammann e Zingg (2010), que, igualmente, encontraram relação positiva do nível de adesão às práticas de governança de fundos de pensão suíços, com o tamanho do ativo. No entanto, divergente com o estudo de Tan e Cam (2013), que não identificaram relação com significância, para o tamanho do ativo, como fator explicativo do *disclosure* voluntário das práticas de governança, para fundos de pensão australianos. Além disso, observa-se que uma variação de uma unidade nas despesas com serviços terceirizados reduz em -0,094778 vezes o NG. Já, uma variação de uma unidade nos investimentos aumenta o NG, em 0,249012. Esse resultado está de acordo com a pesquisa de Cocco e Volpin (2007), que comprovaram que fundos de pensão com menor adesão às práticas de governança tendem a realizar mais investimentos de alto risco. Por outro lado, o aumento em uma unidade na variável, patrocínio privado, resulta em uma redução de -0,054303 no NG. Entretanto, no estudo de Tan e Cam (2013) não foi identificada relação, com nível de significância, para o tipo de fundo de pensão, como fator explicativo do *disclosure* voluntário das práticas de governança, para fundos de pensão australianos. Por fim, observa-se que a variação de 1% no número de participantes diminui o NG em -0,027611. A seguir será apresentada a análise das hipóteses testadas nesta dissertação.

4.5 Análise das Hipóteses Testadas

Ao término da aplicação do modelo de regressão linear múltipla, e com base no pressuposto teórico dessa pesquisa, pode-se realizar o teste das hipóteses. Na sequência, será apresentada a análise de cada uma das hipóteses construídas nesse estudo.

A hipótese H1 pressupõe uma relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e o volume de investimentos realizados por elas. Nesse sentido, aceita-se a hipótese H1, pois a variável investimento (INV) apresentou relação positiva com o nível de adesão às práticas de governança de EFPC, a 10% de significância. A pesquisa de Cocco e Volpin (2007) identificou que uma pior governança leva os fundos de pensão a investirem maior parte dos ativos, em ativos financeiros de alto risco. Esse resultado empírico está de acordo com o encontrado pelo presente estudo. Diante dessa situação, é possível afirmar que o volume de recursos investidos pelas EFPC explica o nível de adesão às práticas de governança dessas organizações.

A hipótese H2 presume uma relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e o seu tamanho. Em relação à variável número de planos (PLN) não foi identificada uma relação significativa, para o modelo aplicado. No que se refere à variável número de participantes (PART), foi encontrada uma relação negativa, a 5% de significância. Tal constatação é divergente à pesquisa de Tan e Cam (2013), que não encontraram significância para o número de membros, como fator explicativo do *disclosure* voluntário. Logo, se forem utilizadas as variáveis PLN e PART, deve rejeitar-se H2. Porém, foi identificada relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC com o tamanho do ativo (ATV), a 1% de significância. Este resultado está em conformidade com o estudo de Ammann e Zingg (2010). Portanto, se considerada a variável ATV, deve aceitar-se H2. Conclui-se que o tamanho do ativo das EFPC explica o nível de adesão às práticas de governança.

A hipótese H3 estima que há uma relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e o seu desempenho. Tanto a variável rentabilidade RENT, quanto a variável rentabilidade acima da taxa máxima atuarial (RTMA), não tiveram relação significativa com o nível de adesão às práticas de governança das EFPC. Esse resultado é oposto aos encontrados nas pesquisas de Yang e Mitchell (2005), Ambachtsheer, Capelle e Lum (2007), Torres e Santos (2008), Ammann e Zingg (2010), Benson, Hutchinson e Sriram (2010) e Kowalewski (2012). Dessa maneira, rejeita-se H3. Pode concluir-se que o nível de adesão às práticas de governança de EFPC não é explicado por seu desempenho.

A hipótese H4 presume que há uma relação negativa entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e as despesas. Ela foi construída, pois a Resolução CGPC Nº13/2004 prevê que as EFPC devem manter uma estrutura suficiente para administrar seus planos de benefícios, evitando desperdícios ou a prática de custos incompatíveis. Porém, não foi identificada relação, com significância, entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e suas despesas. Esse resultado é oposto ao da pesquisa de Tan e Cam (2013). Os autores encontraram uma relação negativa entre as despesas e o índice de *disclosure* voluntário, de fundos de pensão australianos. Por outro lado, Bikker e Dreu (2009), identificaram que as despesas têm relação mais forte com o tamanho do ativo e mais fraca com a estrutura de governança, em fundos de pensão holandeses. Portanto, rejeita-se H4 e afirma-se que as despesas não explicam o nível de adesão às práticas de governança de EFPC.

A hipótese H5 estima a existência de uma relação positiva entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e a contratação de serviços terceirizados. Esta pesquisa identificou uma relação negativa, com significância, entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e a contratação de serviços terceirizados. Tal hipótese foi construída em função de que a Resolução CGPC Nº13/2004 determina que as EFPC devem possuir mecanismos de governança que assegurem a qualificação dos prestadores de serviços terceirizados. Além disso, deve-se buscar de forma permanente a otimização da relação custo-benefício. Do mesmo modo que foi constatado por Bikker e Dreu (2009), em fundos de pensão holandeses, a terceirização teve relação no mesmo sentido que as despesas administrativas. Isso demonstra que não há aumento da eficiência. Portanto, rejeita-se H5.

A hipótese H6 pressupõe que há relação entre o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e a natureza de seu patrocínio. O resultado da aplicação do modelo econométrico apresentou uma relação negativa, com significância, para o nível de adesão às práticas de governança quando o fundo de pensão é de patrocínio privado. Em contraste, a pesquisa de Tan e Cam (2013), não identificou relação, com significância, para o tipo de patrocínio, como fator explicativo do *disclosure* voluntário das práticas de governança, para fundos de pensão australianos. Pode-se concluir que o nível de adesão às práticas de governança de EFPC brasileiras é explicado pelo tipo de patrocínio. Em decorrência disso, aceita-se H6.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Essa pesquisa teve por objetivo analisar os fatores explicativos do nível de adesão às práticas de governança de EFPC, mediante informações divulgadas em suas páginas eletrônicas, disponíveis na Internet. Para isso, tendo como base a legislação brasileira de governança para EFPC e o manual de governança da PREVIC, foi construído um conjunto de 34 indicadores de governança para EFPC. Esses indicadores foram submetidos à avaliação de cinco profissionais de Ciências Contábeis, que atuam em EFPC, dando suporte a governança. Esse processo resultou na classificação de seis categorias de indicadores: (1) estrutura de governança, (2) base documental, (3) riscos e seu monitoramento, (4) divulgação de informações, (5) manifestação do conselho fiscal e (6) aspectos socioambientais. Portanto, atingiram-se os objetivos específicos de construção de indicadores que permitissem mensurar o nível de adesão às práticas de governança de EFPC e identificar categorias de indicadores representativos da adesão às práticas de governança de EFPC.

Sendo assim, foi possível mensurar o nível de adesão às práticas de governança dos fundos de pensão brasileiros. Os resultados apontaram que as EFPC, em média, possuem um nível de adesão às práticas de governança baixo. A EFPC que apresentou melhor nível de adesão às práticas de governança foi a Ceres, que atingiu uma soma de 30 pontos, correspondendo a 88,24% do total de indicadores. Também, constatou-se que nenhuma EFPC demonstrou adotar os 34 indicadores existentes. Além disso, identificou-se que as EFPC, de patrocínio público, em média, possuem melhor nível de adesão às práticas de governança, se comparadas às EFPC de patrocínio privado. Nesse sentido, atingiu-se o objetivo específico de mensurar o nível de adesão às práticas de governança das EFPC.

A fim de identificar os fatores explicativos do nível de adesão às práticas de governança de EFPC, e atender ao objetivo geral, testou-se 6 hipóteses. Pressupõe-se que as hipóteses tenham relação significativa entre os fatores explicativos do nível de adesão às práticas de EFPC e a variável correspondente à hipótese. Tais relações significativas foram positivas ou negativas, conforme a hipótese construída. Os resultados do modelo econométrico sugeriram a aceitabilidade das hipóteses: H1, H2 e H6 e a rejeição das hipóteses: H3, H4 e H5.

Portanto, os resultados do modelo estatístico estimado indicaram que o tamanho do ativo (ATV) e o volume de recursos investidos (INV) são os fatores que possuem relação positiva com o nível de adesão às práticas de governança de EFPC. Por outro lado, o tipo de patrocínio (PAT), o número de participantes (PART) e a contratação de serviços terceirizados

(DESPT), possuem relação negativa com o nível de adesão às práticas de governança dos fundos de pensão brasileiros. Diante do exposto, conclui-se que EFPC que possuem maior ativo, maior volume de recursos investidos, menor número de participantes e menor gasto com terceirização, tendem a possuir melhor nível de adesão às práticas de governança. Contudo, se essa EFPC for de patrocínio privado, existe a tendência de ela ter pior nível de adesão às práticas de governança. Assim, é possível afirmar que os órgãos estatutários e os dirigentes, dessas EFPC, adotam ações mais efetivas, visando à redução dos problemas de agência e gerando maior segurança aos participantes e aos assistidos.

Salienta-se que esse estudo considerou apenas as informações das páginas eletrônicas dos fundos de pensão, disponíveis na internet. O nível de adesão às práticas de governança mensurado considera apenas as informações dos indicadores construídos. Ainda, a análise das evidências foi realizada num período específico. Além disso, a pesquisa não avaliou se as informações obrigatórias estavam de acordo com as exigências legais e tampouco foram verificados os reflexos da EFPC apresentar, ou não, um melhor nível de adesão às práticas de governança. Por fim, não foi analisada a veracidade da informação evidenciada.

Em termos de limitações esta pesquisa deparou-se com a inexistência de um banco de dados público, centralizado, que contenha informações de governança, contábeis, financeiras e outras, de todas as EFPC, de forma individualizada. Outro fator é a impossibilidade de coletar informações históricas da governança das EFPC, nas suas respectivas páginas eletrônicas, não permitindo uma análise do seu comportamento por mais de um período.

Como sugestão para estudos futuros, recomenda-se a ampliação da amostra de maneira que seja dada cobertura a uma quantidade superior de EFPC. A utilização de outros indicadores de governança, para EFPC, também poderia contribuir no avanço da pesquisa, no que se refere a esse tema. Além disso, o emprego de outras variáveis seria importante para a busca de outros fatores que explicariam o nível de adesão às práticas de governança das EFPC. Concluindo, é recomendável a comparação com outros países, a fim de se verificar o comportamento dos fundos de pensão brasileiros, em relação à governança.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, George A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**. v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- AMBACHTSHEER, Keith; CAPELLE, Ronald; LUM, Hubert. The state of global pension fund governance today. **Working Paper**. 2007.
- AMMANN, Manuel; ZINGG, Andreas. Performance and governance of Swiss pension funds. **Journal of Pension Economics and Finance**. v.9, n.1, 95-128, 2010.
- ASSOCIAÇÃO Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP. São Paulo [2014?]. Disponível em: < <http://www.abrapp.org.br>>. Acesso em: 26 set. 2014.
- BATEMAN, Hazel; MITCHELL, Olivia S. New Evidence on Pension Plan design and Administrative Expenses: The Australian Experience. **Journal of Pension Economics and Finance**. 2004, Vol. 3, Issue 1, pp. 63-76
- BENSON, Karen L.; HUTCHINSON, Marion; SRIRAM, Ashwin. Governance in the australian superannuation industry. **Journal of Business Ethics**. v.99, n.2, 183-200, 2010.
- BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1932.
- BESLEY, Timothy J.; PRAT, Andrea. Pension fund governance and the choice between defined benefit and defined contribution plans. **CEPR Discussion Paper No. 3955**. 2003
- BIKKER, Jacob A.; DREU, Jan. Operating costs of pension funds: the impact of scale, governance, and plan design. **Cambridge University Press**. 2009.
- BLECHER, Flávia C.M.V. **Gestão de ativos de fundos de pensão: práticas de governança, estrutura de controle e remuneração**. 2004. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Programa de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, 2004.
- BODIE, Zvi; SHOVEN, John B.; WISE, David A. Issues in pension economics. **National Bureau of Economic Research Project Report**. 1987.
- 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: 28 jul. 2014.
- BRASIL. **Lei Complementar 108/2001, de 29 de maio de 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. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp108.htm>. Acesso em: 10 jan. 14.
- BRASIL. **Lei Complementar 109/2001, de 29 de maio de 2001**. 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: 10 jan. 14.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **GUIA PREVIC: Melhores práticas em fundos de pensão.** Brasília, 2010. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_101112-163932-055.pdf>. Acesso em 14 fev. 2015.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **GUIA PREVIC: Melhores práticas de governança para entidades fechadas de previdência complementar.** Brasília, 2012. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/1_130730-162556-548.pdf>. Acesso em 14 fev. 2015.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Panorama da previdência social brasileira.** Brasília, [2008a]. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_090126-092058-729.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2014.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Previdência Complementar: cartilha do participante.** Brasília, [2008b]. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/Documentos%20Pblicos/GuiaDoParticipante.pdf>>. Acesso em: 28 jul. 2014.

BRASIL. **Resolução CMN N° 3.792/2009, de 24 de setembro de 2009.** Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3792_v3_P.pdf>. Acesso em: 22 fev. 2015

BRASIL. **Resolução CNPC N° 09/2012, de 29 de novembro de 2012.** Altera a Resolução N° 18, de 28 de março de 2006, do Conselho de Gestão de Previdência Complementar, que estabelece parâmetros técnicos-atuariais para estruturação de plano de benefícios de entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/1_130124-141537-458.pdf>. Acesso em: 16 fev. 2015.

BRASIL. **Resolução MPS/CGPC N° 13/2004, 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. Disponível em: <<http://www3.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/MPS-CGPC/2004/13.htm>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

BRASIL. **Resolução MPS/CGPC N° 16/2005, de 22 de novembro de 2005.** Normaliza os planos de benefícios de caráter previdenciário nas modalidades de benefício definido, contribuição definida e contribuição variável, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www3.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/MPS-CGPC/2005/16.htm>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

BRASIL. **Resolução MPS/CGPC N° 23/2006, de 06 de dezembro de 2006.** Dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências. Disponível em: <<http://www3.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/MPS-CGPC/2006/23.htm>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

BRASIL. Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. **Estatística trimestral – dezembro 2013**. Brasília, 2014. Disponível em: < <http://www.previdencia.gov.br/previc/informes-estatisticos>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

CAAMAÑO, Paulo C. **Práticas de governança corporativa em fundo de pensão. Estudo de um caso brasileiro**. 2007. Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão) – Curso de Mestrado em Sistemas de Gestão, Universidade Federal Fluminense, Niterói, RJ, 2007.

CAIXA de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI. Rio de Janeiro [2015?]. Disponível em: < <http://www.previ.com.br/menu-auxiliar/sala-de-imprensa/releases/detalhes-de-releases/previ-e-o-24-maior-fundo-de-pensao-do-mundo.htm>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

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

COCCO, João F.; VOLPIN, Paolo F. Corporate governance of pension plans: the U.K. evidence. **Financial Analysis Journal**. v.63, n.1, 2007.

CORRAR, L. J. Análise do desempenho de entidades fechadas de previdência complementar: um estudo com base em indicadores contábeis. In: 10º CONGRESSO USP INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 2013, São Paulo. Anais eletrônicos 336. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2013. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos132013/an_indiceautor.asp?letra=l&con=2>. Acesso em: 20 ago. 2014.

COSTA, Thiago M.T.; PIACENTI, Carlos A. Utilização de contratos futuros agropecuários no perfil médio de investimentos dos fundos de pensão no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, v.19, n.46, 59-72, 2008.

DOMENEGHETTI, V. **Gestão financeira de fundos de pensão**. 2009. Dissertação (Mestrado em Administração de Organizações) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Rio Preto, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, 2009.

DREW, Michael E.; STANFORD, Jon D. Principal and agent problems in superannuation funds. **The Australian Economic Review**. v.36, n.1, 98-107, 2003.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**. v.26, 1983.

FEDERAÇÃO Nacional de Previdência Privada e Vida - FENAPREVI. Rio de Janeiro [2014?]. Disponível em: < <http://www.cnseg.org.br/fenaprevi/home.html>>. Acesso em: 29 jul. 2014.

FONTES FILHO, J.R. **Estudo da validade de generalização das práticas de governança corporativa ao ambiente dos fundos de pensão: uma análise segundo as teorias de agência e institucional**. 2004. Tese (Doutorado em Administração) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, 2004.

GILLAN, Stuart L. Recent developments in corporate governance: an overview. **Journal of Corporate Finance**. 12, 381-402, 2006.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HERBST, Pedro A.; DUARTE JÚNIOR, Antônio M. A regulamentação do risco de crédito para fundos de pensão: lições do setor bancário. **Brazilian Business Review**. v.4, n.2, 140-157, 2007.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, [S.l.], v. 3, n. 4, 1976.

KOWALEWSKI, Oscar. Corporate governance and pension fund performance. **Contemporary Economics**. v.6, n.1, 2012.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Agency problems and dividend policies around the world. **Journal of Finance**, [S.l.], 2000.

LIMA, Letícia C. **Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros**. 2014. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, 2014.

LOPES, Jorge E.G.; KATAOKA, Sheila S.; RIBEIRO FILHO, José F.; PEDERNEIRAS, Marcleide M. M. Um estudo sobre a divulgação das informações das práticas de governança corporativa nos sítios das entidades fechadas de previdência complementar. **Revista Contemporânea de Contabilidade**. v.1, n.13, 151-174, 2010.

MACAGNAN, Clea B. **Condicionantes e implicación de revelar activos intangibles**. 2007. Tese (Doutorado) -- Universitat Autònoma de Barcelona, Barcelona, 2007.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. **Guidelines for pension fund governance**. Paris, 2002. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/2767694.pdf>>. Acesso em: 14 fev. 2015

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT - OECD. **OECD guidelines for pension fund governance**. Paris, 2009. Disponível em: <<http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/34799965.pdf>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

PASQUALETO, Júlio C.M.; TEIXEIRA, Bruno M.; SILVA, Mariana H.; MANGONI, Luiz A.; MACAGNAN, Clea B. Custo administrativo das entidades fechadas de previdência complementar brasileiras. **Revista ADMPG Gestão Estratégica**. v.7, n.2, 103-109, 2014.

PASQUALETO, Júlio C.M.; MANGONI, Luiz A.; SILVA, Mariana H.; TEIXEIRA, Bruno M.; MACAGNAN, Clea B. A influência dos patrocinadores nas despesas administrativas dos fundos de pensão brasileiros. In: CONGRESSO INTERNACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO, 2014, Ponta Grossa. Anais eletrônicos. Disponível em: <<http://www.admpg.com.br/2014/down.php?id=949&q=1>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

PEREIRA, Carlos A.P.; NIYAMA, Jorge K.; SALLABERY, Jonas D. A economia de escala no custo administrativo dos fundos de pensão brasileiros. In: CONGRESSO BRASILEIRO

DE CUSTOS, 2013, 20., Uberlândia. Anais eletrônicos. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia, 2013. Disponível em:
<<http://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/download/1/1>>. Acesso em: 14 fev. 2015.

PINHEIRO, R. P. **Riscos demográficos e atuariais nos planos de benefício definido e de contribuição definida num fundo de pensão.** 2005. Tese (Doutorado em Demografia) – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, 2005.

PINHO, Mariangela M.L. **Governança corporativa como instrumento para redução do risco financeiro nos fundos de pensão.** 2006. Dissertação (Mestrado em Gestão de Negócios) – Programa de Mestrado em Gestão de Negócios, Universidade Católica de Santos, Santos, SP, 2006.

PUNSUVO, Fábio R.; KAYO, Eduardo K.; BARROS, Lucas A. B. C. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade e Finanças - USP**, São Paulo, v. 18, n. 45, 2007.

RIBEIRO FILHO, José F.; LIBONATI, Jeronymo J.; LOPES, Jorge E.G.; SANTIAGO, Hugo L.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.** v.10, n.27, 175-188, 2008.

SILVA, Rodrigo V. **Atendimento às regras, princípios e práticas de governança em entidades fechadas de previdência complementar.** 2009. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC. 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Survey of corporate governance. **The Journal of Finance.** 52(2), 737-783, 1997.

SUPERINTENDÊNCIA de Seguros Privados. Disponível em: <<http://www.susep.gov.br>>. Acesso em: 26 set. 2014.

TAN, Monica G.; CAM, Marie-Anne. Explaining pension fund product and governance disclosure in Australia. **Australasian Accounting Business & Finance Journal.** v.7, n.3, 2013.

TEIXEIRA, Lucas C.M. **Estimativas de contribuintes e beneficiários urbanos do regime geral de previdência social.** 2006. Dissertação (Mestrado) – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, 2006.

TORRES, Fernando J.V.; SANTOS, Josete F. Influência das práticas de governança corporativa no retorno excessivo dos fundos de pensão brasileiros no ano de 2005. In: ENCONTRO DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA E GOVERNANÇA – ENAPG, 2008, 3., 2008, Salvador. Anais eletrônicos 231. Salvador: Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – ANPAD, 2008. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnAPG/enapg_2008/2008_ENAPG231.pdf>. Acesso em: 14 fev. 2015.

TIROLE, Jean. The theory of corporate finance. **Princeton University Press**. 2006.

USEEM, Michael; MITCHELL, Olivia S. Holders of the purse strings: governance and performance of public retirement systems. **Social Science Quarterly**. V.81, n.2, 2000.

VASQUEZ, Joel G.P. **Acessibilidade nos websites e transparência informacional na perspectiva da governança corporativa dos fundos de pensão**. 2008. Dissertação (Mestrado em Engenharia e Gestão do Conhecimento) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia e Gestão do Conhecimento, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, 2008.

YANG, Tongxuan; MITCHELL, Oivia. S. Public pension governance, funding, and performance: a longitudinal appraisal. **Pension Research Council Working Paper**. University of Pennsylvania – Insurance and Risk Management Department. 2005.

APÊNDICE A – RELAÇÃO DE EFPC ESTUDADAS

(continua)

EFPC	Grupo	Ativo
ABRILPREV	C	R\$ 651.580.805,78
ACEPREV	C	R\$ 807.114.580,61
AGROS	C	R\$ 717.015.078,12
ALCOA PREVI	C	R\$ 626.054.410,97
BANDEPREV	C	R\$ 1.479.659.113,39
BANESES	C	R\$ 1.294.357.457,70
BANESPREV	B	R\$ 14.591.924.859,22
BANRISUL/FBSS	B	R\$ 3.214.202.239,44
BASES	C	R\$ 814.343.550,99
BB PREVIDENCIA	B	R\$ 2.234.929.759,89
BRASILETROS	C	R\$ 937.703.358,47
BRASLIGHT	B	R\$ 2.708.751.201,25
BRF PREVIDÊNCIA	B	R\$ 2.570.181.429,12
CAPEF	B	R\$ 3.081.746.093,52
CARGILLPREV	C	R\$ 623.663.788,18
CBS	B	R\$ 4.091.493.102,82
CELOS	B	R\$ 3.057.171.327,68
CELPOS	C	R\$ 776.242.042,25
CENTRUS	B	R\$ 8.240.994.546,59
CERES	B	R\$ 4.017.337.225,32
CIBRIUS	C	R\$ 764.399.803,30
COMPESAPREV	C	R\$ 581.262.654,63
COMSHELL	C	R\$ 500.655.386,18
CYAMPREV	C	R\$ 562.969.970,82
DESBAN	C	R\$ 763.692.051,55
DUPREV	C	R\$ 529.052.610,29
ECONOMUS	B	R\$ 5.538.820.502,68
ECOS	C	R\$ 774.913.322,61
ELETRA	C	R\$ 662.592.238,96
ELETROCEEE	B	R\$ 5.158.250.172,54
ELETROS	B	R\$ 3.360.871.229,35
ELOS	B	R\$ 2.332.471.974,33
EMBRAER PREV	C	R\$ 1.270.877.705,39
ENERPREV	C	R\$ 1.196.406.187,00
FACEB	C	R\$ 1.072.573.591,30
FACHESF	B	R\$ 5.390.524.020,15
FAELBA	C	R\$ 1.431.390.059,88
FAELCE	C	R\$ 972.616.190,03
FAPES	B	R\$ 9.320.098.518,63
FASC	C	R\$ 1.066.006.680,39
FATL	B	R\$ 8.874.570.682,69
FIBRA	B	R\$ 2.653.395.583,19
FIPECQ	C	R\$ 954.462.359,56
FORLUZ	B	R\$ 12.429.520.649,89

Relação de EFPC estudadas

(continuação)

EFPC	Grupo	Ativo
FUNBEP	B	R\$ 3.680.715.396,51
FUNCEF	A	R\$ 55.435.598.596,92
FUNCESP	A	R\$ 23.219.294.288,50
FUNDACAO COPEL	B	R\$ 7.031.124.937,19
FUNDACAO CORSAN	C	R\$ 1.019.627.037,96
FUNDAÇÃO LIBERTAS	B	R\$ 2.451.917.298,80
FUNDAMBRAS	C	R\$ 645.987.628,06
FUNDIAGUA	C	R\$ 752.326.414,26
FUNEPP	C	R\$ 1.527.596.939,45
FUNSEJEM	C	R\$ 1.054.200.932,68
FUNSSEST	C	R\$ 1.992.606.227,08
FUSAN	C	R\$ 963.291.742,18
FUSESC	C	R\$ 1.822.445.948,70
GEAPPREVIDÊNCIA	C	R\$ 1.932.919.156,36
GEBSA-PREV	C	R\$ 635.822.762,56
GERDAU	B	R\$ 3.663.869.957,63
HP PREV	C	R\$ 873.199.844,62
IAJA	C	R\$ 509.473.966,84
IBM	B	R\$ 3.788.387.940,98
INFRAPREV	B	R\$ 2.435.956.852,40
INSTITUTO AMBEV	C	R\$ 1.592.251.794,19
ISBRE	C	R\$ 674.395.773,72
ITAU UNIBANCO	A	R\$ 18.455.542.882,98
ITAUSAINDL	C	R\$ 1.994.912.317,68
METRUS	C	R\$ 1.644.121.013,38
NUCLEOS	C	R\$ 1.889.647.446,01
ODEPREV	C	R\$ 1.616.358.215,04
PETROS	A	R\$ 76.729.136.403,40
PLANEJAR	C	R\$ 522.070.499,79
POSTALIS	B	R\$ 8.534.450.009,14
PRECE	B	R\$ 2.341.810.016,83
PREVDATA	C	R\$ 702.719.299,27
PREVDOW	C	R\$ 1.261.816.878,86
PREVHAB	C	R\$ 609.456.753,65
PREVI - SIEMENS	C	R\$ 1.148.713.509,26
PREVI NOVARTIS	C	R\$ 740.109.683,27
PREVI/BB	A	R\$ 171.084.211.891,61
PREVIBAYER	C	R\$ 1.166.110.846,55
PREVIDÊNCIA USIMINAS	B	R\$ 7.586.592.788,38
PREVI-ERICSSON	C	R\$ 918.784.389,77
PREVIG	C	R\$ 859.224.188,51
PREVINORTE	B	R\$ 2.301.658.779,19
PREVIRB	C	R\$ 1.652.307.589,40
PREVISC	C	R\$ 758.803.869,55
PREVSAN	C	R\$ 555.080.077,55
PREVUNIAO	C	R\$ 784.382.232,64

Relação de EFPC estudadas

(conclusão)

EFPC	Grupo	Ativo
PRHOSPER	C	R\$ 1.038.066.957,58
PROMON	C	R\$ 1.181.748.877,88
PSS	B	R\$ 2.407.787.478,31
REAL GRANDEZA	B	R\$ 11.352.634.336,72
REDEPREV	C	R\$ 819.519.255,01
REFER	B	R\$ 2.675.365.768,10
REGIUS	C	R\$ 1.455.681.177,65
SABESPREV	C	R\$ 1.940.157.900,18
SANTANDERPREVI	B	R\$ 2.005.826.252,20
SAO BERNARDO	C	R\$ 838.184.621,68
SAO RAFAEL	C	R\$ 847.904.025,38
SARAHPREV	C	R\$ 986.835.831,91
SERGUS	C	R\$ 502.656.304,58
SERPROS	B	R\$ 4.208.070.101,44
SISTEL	B	R\$ 13.810.293.959,55
TELOS	B	R\$ 5.846.473.320,61
UNILEVERPREV	B	R\$ 2.114.464.386,67
VALIA	A	R\$ 17.220.857.396,95
VISÃO PREV	B	R\$ 4.553.854.654,25
WEG	C	R\$ 553.302.469,66

APÊNDICE B – DATA E HORÁRIO QUE AS EVIDÊNCIAS FORAM COLETADAS

(continua)

EFPC	Ativo	Data	Horário		Tempo
			Início	Fim	
ABRILPREV	R\$ 651.580.805,78	02/12/2014	13:00	13:30	00:30
ACEPREV	R\$ 807.114.580,61	02/12/2014	13:37	14:10	00:33
AGROS	R\$ 717.015.078,12	02/12/2014	14:12	14:37	00:25
ALCOA PREVI	R\$ 626.054.410,97	02/12/2014	14:49	14:59	00:10
BANDEPREV	R\$ 1.479.659.113,39	02/12/2014	15:03	15:22	00:19
BANESES	R\$ 1.294.357.457,70	02/12/2014	15:48	16:01	00:13
BANESPREV	R\$ 14.591.924.859,22	02/12/2014	16:02	16:21	00:19
BANRISUL/FBSS	R\$ 3.214.202.239,44	02/12/2014	16:25	16:48	00:23
BASES	R\$ 814.343.550,99	02/12/2014	16:49	17:02	00:13
BB PREVIDENCIA	R\$ 2.234.929.759,89	02/12/2014	17:05	17:10	00:05
BRASILETROS	R\$ 937.703.358,47	02/12/2014	17:15	17:35	00:20
BRASLIGHT	R\$ 2.708.751.201,25	02/12/2014	17:35	17:46	00:11
BRF PREVIDÊNCIA	R\$ 2.570.181.429,12	02/12/2014	17:49	18:08	00:19
CAPEF	R\$ 3.081.746.093,52	02/12/2014	18:23	18:51	00:28
CARGILLPREV	R\$ 623.663.788,18	02/12/2014	18:53	19:06	00:13
CBS	R\$ 4.091.493.102,82	02/12/2014	19:22	19:43	00:21
CELOS	R\$ 3.057.171.327,68	03/12/2014	14:08	14:25	00:17
CELPOS	R\$ 776.242.042,25	03/12/2014	14:53	15:11	00:18
CENTRUS	R\$ 8.240.994.546,59	03/12/2014	14:27	14:46	00:19
CERES	R\$ 4.017.337.225,32	03/12/2014	15:15	15:54	00:39
CIBRIUS	R\$ 764.399.803,30	03/12/2014	15:57	16:17	00:20
COMPESAPREV	R\$ 581.262.654,63	03/12/2014	16:20	16:35	00:15
COMSHELL	R\$ 500.655.386,18	03/12/2014	16:37	16:47	00:10
CYAMPREV	R\$ 562.969.970,82	03/12/2014	16:48	17:01	00:13
DESBAN	R\$ 763.692.051,55	03/12/2014	17:05	17:15	00:10
DUPREV	R\$ 529.052.610,29	03/12/2014	18:17	18:26	00:09
ECONOMUS	R\$ 5.538.820.502,68	03/12/2014	18:27	18:48	00:21
ECOS	R\$ 774.913.322,61	03/12/2014	18:49	19:08	00:19
ELETRA	R\$ 662.592.238,96	03/12/2014	19:09	19:22	00:13
ELETROCEEE	R\$ 5.158.250.172,54	03/12/2014	19:22	19:37	00:15
ELETROS	R\$ 3.360.871.229,35	03/12/2014	19:52	20:04	00:12
ELOS	R\$ 2.332.471.974,33	03/12/2014	20:05	20:18	00:13
EMBRAER PREV	R\$ 1.270.877.705,39	03/12/2014	20:21	20:32	00:11
ENERPREV	R\$ 1.196.406.187,00	03/12/2014	20:33	20:46	00:13
FACEB	R\$ 1.072.573.591,30	03/12/2014	20:48	20:59	00:11
FACHESF	R\$ 5.390.524.020,15	03/12/2014	21:22	21:32	00:10
FAELBA	R\$ 1.431.390.059,88	03/12/2014	21:58	22:12	00:14
FAELCE	R\$ 972.616.190,03	03/12/2014	22:46	22:58	00:12
FAPES	R\$ 9.320.098.518,63	03/12/2014	23:00	23:22	00:22
FASC	R\$ 1.066.006.680,39	04/12/2014	07:00	07:21	00:21
FATL	R\$ 8.874.570.682,69	04/12/2014	07:22	07:44	00:22
FIBRA	R\$ 2.653.395.583,19	04/12/2014	07:45	07:59	00:14

Data e horário que as evidências foram coletadas

(continuação)

EFPC	Ativo	Data	Horário		Tempo
			Início	Fim	
FIPECQ	R\$ 954.462.359,56	04/12/2014	08:00	08:16	00:16
FORLUZ	R\$ 12.429.520.649,89	04/12/2014	08:20	08:48	00:28
FUNBEP	R\$ 3.680.715.396,51	04/12/2014	11:27	11:44	00:17
FUNCEF	R\$ 55.435.598.596,92	04/12/2014	11:45	12:23	00:38
FUNCESP	R\$ 23.219.294.288,50	04/12/2014	12:24	12:39	00:15
FUNDACAO COPEL	R\$ 7.031.124.937,19	04/12/2014	12:41	13:01	00:20
FUNDACAO CORSAN	R\$ 1.019.627.037,96	04/12/2014	13:02	13:27	00:25
FUNDAÇÃO LIBERTAS	R\$ 2.451.917.298,80	04/12/2014	13:30	14:04	00:34
FUNDAMBRAS	R\$ 645.987.628,06	04/12/2014	14:10	14:24	00:14
FUNDIAGUA	R\$ 752.326.414,26	04/12/2014	14:25	14:54	00:29
FUNEPP	R\$ 1.527.596.939,45	04/12/2014	18:39	18:54	00:15
FUNSEJEM	R\$ 1.054.200.932,68	04/12/2014	18:55	19:15	00:20
FUNSSEST	R\$ 1.992.606.227,08	04/12/2014	20:43	21:05	00:22
FUSAN	R\$ 963.291.742,18	04/12/2014	21:06	21:19	00:13
FUSESC	R\$ 1.822.445.948,70	04/12/2014	21:20	21:34	00:14
GEAPPREVIDÊNCIA	R\$ 1.932.919.156,36	04/12/2014	21:35	21:54	00:19
GEBSA-PREV	R\$ 635.822.762,56	04/12/2014	21:55	22:04	00:09
GERDAU	R\$ 3.663.869.957,63	04/12/2014	22:05	22:15	00:10
HP PREV	R\$ 873.199.844,62	04/12/2014	22:16	22:30	00:14
IAJA	R\$ 509.473.966,84	04/12/2014	22:36	22:47	00:11
IBM	R\$ 3.788.387.940,98	04/12/2014	22:49	23:01	00:12
INFRAPREV	R\$ 2.435.956.852,40	04/12/2014	23:09	23:26	00:17
INSTITUTO AMBEV	R\$ 1.592.251.794,19	05/12/2014	05:23	05:44	00:21
ISBRE	R\$ 674.395.773,72	05/12/2014	05:45	05:54	00:09
ITAU UNIBANCO	R\$ 18.455.542.882,98	05/12/2014	05:55	06:08	00:13
ITAUSAINDL	R\$ 1.994.912.317,68	05/12/2014	06:09	06:23	00:14
METRUS	R\$ 1.644.121.013,38	05/12/2014	06:25	06:42	00:17
NUCLEOS	R\$ 1.889.647.446,01	05/12/2014	06:44	06:56	00:12
ODEPREV	R\$ 1.616.358.215,04	05/12/2014	06:57	07:02	00:05
PETROS	R\$ 76.729.136.403,40	05/12/2014	07:03	07:14	00:11
PLANEJAR	R\$ 522.070.499,79	05/12/2014	13:17	13:23	00:06
POSTALIS	R\$ 8.534.450.009,14	05/12/2014	13:24	14:00	00:36
PRECE	R\$ 2.341.810.016,83	05/12/2014	14:01	14:13	00:12
PREVDATA	R\$ 702.719.299,27	05/12/2014	14:15	14:36	00:21
PREVDOW	R\$ 1.261.816.878,86	05/12/2014	14:38	14:55	00:17
PREVHAB	R\$ 609.456.753,65	05/12/2014	14:56	15:10	00:14
PREVI – SIEMENS	R\$ 1.148.713.509,26	05/12/2014	15:15	15:24	00:09
PREVI NOVARTIS	R\$ 740.109.683,27	05/12/2014	15:25	15:43	00:18
PREVI/BB	R\$ 171.084.211.891,61	05/12/2014	15:48	16:00	00:12
PREVIBAYER	R\$ 1.166.110.846,55	05/12/2014	16:01	16:14	00:13
PREVIDÊNCIA USIMINAS	R\$ 7.586.592.788,38	05/12/2014	16:16	16:30	00:14
PREVI-ERICSSON	R\$ 918.784.389,77	05/12/2014	16:30	16:45	00:15
PREVIG	R\$ 859.224.188,51	05/12/2014	16:50	17:19	00:29
PREVINORTE	R\$ 2.301.658.779,19	05/12/2014	17:35	17:58	00:23

Data e horário que as evidências foram coletadas

(conclusão)

EFPC	Ativo	Data	Horário		Tempo
			Início	Fim	
PREVIRB	R\$ 1.652.307.589,40	05/12/2014	18:00	18:17	00:17
PREVISC	R\$ 758.803.869,55	05/12/2014	18:18	18:27	00:09
PREVSAN	R\$ 555.080.077,55	05/12/2014	18:39	18:46	00:07
PREVUNIAO	R\$ 784.382.232,64	05/12/2014	18:46	18:59	00:13
PRHOSPER	R\$ 1.038.066.957,58	05/12/2014	19:01	19:53	00:52
PROMON	R\$ 1.181.748.877,88	05/12/2014	19:55	20:07	00:12
PSS	R\$ 2.407.787.478,31	05/12/2014	21:15	21:42	00:27
REAL GRANDEZA	R\$ 11.352.634.336,72	05/12/2014	22:41	23:08	00:27
REDEPREV	R\$ 819.519.255,01	05/12/2014	23:10	23:38	00:28
REFER	R\$ 2.675.365.768,10	06/12/2014	06:00	06:21	00:21
REGIUS	R\$ 1.455.681.177,65	06/12/2014	06:22	06:32	00:10
SABESPREV	R\$ 1.940.157.900,18	06/12/2014	06:33	06:47	00:14
SANTANDERPREVI	R\$ 2.005.826.252,20	06/12/2014	06:48	07:01	00:13
SAO BERNARDO	R\$ 838.184.621,68	06/12/2014	07:02	07:14	00:12
SAO RAFAEL	R\$ 847.904.025,38	06/12/2014	07:20	07:36	00:16
SARAHPREV	R\$ 986.835.831,91	06/12/2014	07:37	07:47	00:10
SERGUS	R\$ 502.656.304,58	06/12/2014	07:48	07:56	00:08
SERPROS	R\$ 4.208.070.101,44	06/12/2014	07:57	08:11	00:14
SISTEL	R\$ 13.810.293.959,55	06/12/2014	17:00	17:20	00:20
TELOS	R\$ 5.846.473.320,61	06/12/2014	09:15	09:31	00:16
UNILEVERPREV	R\$ 2.114.464.386,67	06/12/2014	09:31	09:43	00:12
VALIA	R\$ 17.220.857.396,95	06/12/2014	09:44	09:55	00:11
VISÃO PREV	R\$ 4.553.854.654,25	06/12/2014	09:56	10:08	00:12
WEG	R\$ 553.302.469,66	06/12/2014	10:09	10:27	00:18

APÊNDICE C – DADOS DE TODAS AS VARIÁVEIS DAS EFPC ESTUDADAS

(continua)

EFPC	NG	PLN	PAT	ATV	INV	RTMA	RENT	DESP	PART	DESPT
ABRILPREV	0,59	0	1	20,29	1,00	0	0,06	0,75	8,98	0,31
ACEPREV	0,56	0	1	20,51	1,00	0	0,10	0,74	8,20	0,29
AGROS	0,56	1	0	20,39	0,92	0	0,04	0,80	8,61	0,12
ALCOA PREVI	0,26	0	1	20,25	0,99	0	0,00	0,73	8,86	0,91
BANDEPREV	0,62	1	1	21,12	1,00	0	0,08	0,74	7,48	0,26
BANESES	0,44	0	0	20,98	0,84	0	0,07	0,74	8,28	0,18
BANESPREV	0,59	2	1	23,40	0,78	1	0,14	0,71	10,06	0,21
BANRISUL/FBSS	0,53	1	0	21,89	0,92	0	-0,11	0,76	9,71	0,19
BASES	0,56	1	1	20,52	0,99	0	0,07	0,73	7,62	0,17
BB PREVIDENCIA	0,18	4	1	21,53	0,99	0	-0,06	0,76	11,18	0,16
BRASILETROS	0,50	1	1	20,66	0,96	0	-0,04	0,75	8,05	0,31
BRASLIGHT	0,24	1	1	21,72	0,54	0	-0,01	0,73	9,02	0,28
BRF PREVIDÊNCIA	0,47	1	1	21,67	1,00	0	0,05	0,74	10,39	0,42
CAPEF	0,68	1	0	21,85	0,98	1	0,12	0,74	9,17	0,10
CARGILLPREV	0,50	1	1	20,25	1,00	0	0,08	0,73	9,09	0,49
CBS	0,53	2	1	22,13	1,00	0	0,00	0,75	10,27	0,17
CELOS	0,50	1	0	21,84	0,81	0	0,02	0,75	8,93	0,15
CELPOS	0,59	1	1	20,47	0,82	0	0,08	0,74	8,29	0,27
CENTRUS	0,59	1	0	22,83	1,00	0	0,06	0,77	6,73	0,12
CERES	0,88	3	0	22,11	0,98	0	0,06	0,75	9,73	0,08
CIBRIUS	0,59	0	0	20,45	0,99	0	0,04	0,77	7,83	0,13
COMPESAPREV	0,65	0	0	20,18	0,84	0	0,09	0,78	8,37	0,11
COMSHELL	0,35	1	1	20,03	0,99	0	-0,09	0,74	7,68	0,68
CYAMPREV	0,41	1	1	20,15	1,00	0	-0,06	0,74	10,11	0,76
DESBAN	0,56	1	0	20,45	0,96	0	-0,08	0,77	6,73	0,16
DUPREV	0,44	1	1	20,09	0,99	0	0,04	0,76	7,96	0,92
ECONOMUS	0,56	1	0	22,44	0,80	0	0,08	0,78	9,83	0,08
ECOS	0,65	1	1	20,47	1,00	0	0,11	0,76	6,37	0,11
ELETRA	0,62	1	0	20,31	0,75	0	0,00	0,75	7,88	0,17
ELETROCEEE	0,62	2	0	22,36	0,94	0	-0,06	0,75	9,47	0,14
ELETROS	0,53	2	0	21,94	0,97	0	0,00	0,79	8,53	0,11
ELOS	0,74	1	0	21,57	0,95	0	-0,07	0,74	8,28	0,20
EMBRAER PREV	0,53	0	1	20,96	1,00	0	-0,03	0,73	9,62	0,36
ENERPREV	0,65	3	1	20,90	1,00	0	-0,02	0,75	8,41	0,52
FACEB	0,59	1	0	20,79	0,91	0	0,08	0,78	7,62	0,15
FACHESF	0,59	1	0	22,41	0,92	0	-0,11	0,78	9,40	0,27
FAELBA	0,65	1	1	21,08	1,00	0	0,05	0,74	8,44	0,15

Dados de todas as variáveis das EFPC estudadas

(continuação)

EFPC	NG	PLN	PAT	ATV	INV	RTMA	RENT	DESP	PART	DESPT
FAELCE	0,56	1	1	20,70	0,98	0	0,11	0,74	7,96	0,23
FAPES	0,59	0	0	22,96	0,89	0	-0,03	0,84	8,48	0,06
FASC	0,56	1	1	20,79	1,00	0	-0,07	0,73	9,06	0,61
FATL	0,56	1	1	22,91	0,99	0	-0,06	0,77	10,23	0,39
FIBRA	0,68	0	1	21,70	0,96	0	0,05	0,75	7,94	0,14
FIPECQ	0,59	1	0	20,68	0,99	0	-0,02	0,78	7,74	0,06
FORLUZ	0,53	1	0	23,24	0,93	0	0,01	0,73	9,87	0,19
FUNBEP	0,53	1	1	22,03	0,98	0	-0,11	0,74	8,67	0,52
FUNCEF	0,71	1	0	24,74	0,99	0	0,06	0,76	11,77	0,18
FUNCESP	0,62	2	1	23,87	0,95	0	0,02	0,77	10,62	0,07
FUNDAÇÃO COPEL	0,47	1	0	22,67	0,96	0	0,06	0,76	9,72	0,08
FUNDAÇÃO CORSAN	0,56	0	0	20,74	0,88	0	0,09	0,77	8,87	0,17
FUNDAÇÃO LIBERTAS	0,44	3	0	21,62	0,92	0	0,03	0,78	10,13	0,16
FUNDAMBRAS	0,44	1	1	20,29	1,00	0	0,04	0,75	9,37	0,33
FUNDIAGUA	0,50	1	0	20,44	0,76	0	-0,01	0,76	8,53	0,07
FUNEPP	0,50	1	1	21,15	0,94	0	-0,03	0,71	10,20	0,60
FUNSEJEM	0,41	1	1	20,78	1,00	0	0,04	0,76	10,31	0,13
FUNSSEST	0,50	1	1	21,41	0,99	0	0,10	0,68	8,96	0,70
FUSAN	0,38	0	0	20,69	0,97	0	-0,02	0,74	9,09	0,19
FUSESC	0,65	1	0	21,32	0,99	0	0,06	0,75	8,87	0,21
GEAPREVIDÊNCIA	0,53	1	0	21,38	0,99	0	0,00	0,69	11,03	0,86
GEBSA-PREV	0,35	1	1	20,27	0,99	0	0,01	0,75	8,86	0,68
GERDAU	0,53	1	1	22,02	1,00	0	0,04	0,69	10,06	0,43
HP PREV	0,59	1	1	20,59	0,99	0	-0,04	0,72	8,54	0,29
IAJA	0,41	1	1	20,05	0,99	0	-0,01	0,62	8,69	0,38
IBM	0,35	1	1	22,06	0,99	0	0,05	0,73	9,61	0,94
INFRAPREV	0,56	1	0	21,61	0,98	0	0,04	0,79	9,53	0,15
INSTITUTO AMBEV	0,53	1	1	21,19	0,98	0	-0,07	0,71	8,78	0,44
ISBRE	0,41	1	0	20,33	0,99	0	0,01	0,75	6,67	0,11
ITAU UNIBANCO	0,47	2	1	23,64	0,99	0	0,03	0,75	10,87	0,69
ITAUSAINDL	0,50	1	1	21,41	1,00	0	0,01	0,72	9,27	0,24
METRUS	0,50	1	0	21,22	0,91	0	0,00	0,80	9,35	0,07
NUCLEOS	0,56	0	0	21,36	0,82	0	-0,10	0,76	8,39	0,16
ODEPREV	0,12	0	1	21,20	1,00	0	0,03	0,74	9,71	0,23
PETROS	0,59	4	0	25,06	0,86	0	0,00	0,77	11,87	0,25
PLANEJAR	0,12	0	1	20,07	0,99	0	0,06	0,71	8,34	0,86
POSTALIS	0,59	1	0	22,87	0,98	0	0,02	0,79	11,81	0,26
PRECE	0,53	1	0	21,57	0,72	0	0,03	0,77	9,05	0,14

Dados de todas as variáveis das EFPC estudadas

(conclusão)

EFPC	NG	PLN	PAT	ATV	INV	RTMA	RENT	DESP	PART	DESPT
PREVDATA	0,41	1	0	20,37	0,98	0	0,06	0,79	8,34	0,16
PREVDOW	0,41	0	1	20,96	1,00	0	-0,02	0,74	8,32	0,86
PREVHAB	0,35	1	1	20,23	0,99	0	0,07	0,78	6,76	0,20
PREVI - SIEMENS	0,41	1	1	20,86	0,99	0	-0,04	0,72	9,25	0,29
PREVI NOVARTIS	0,29	1	1	20,42	1,00	0	-0,02	0,74	8,06	0,50
PREVI/BB	0,76	1	0	25,87	0,99	0	0,07	0,75	12,06	0,19
PREVIBAYER	0,47	1	1	20,88	1,00	0	0,00	0,71	8,69	0,47
PREVIDÊNCIA USIMINAS	0,47	1	1	22,75	0,87	0	0,07	0,74	10,55	0,31
PREVI-ERICSSON	0,35	1	1	20,64	1,00	0	0,07	0,73	8,50	0,26
PREVIG	0,41	1	1	20,57	0,97	0	0,07	0,76	7,84	0,25
PREVINORTE	0,71	2	0	21,56	0,99	0	0,00	0,77	8,83	0,11
PREVIRB	0,62	1	1	21,23	0,99	0	0,11	0,74	7,45	0,17
PREVISC	0,44	3	1	20,45	0,98	0	-0,02	0,77	9,37	0,12
PREVSAN	0,59	0	0	20,13	0,95	0	0,06	0,73	8,15	0,16
PREVUNIAO	0,47	1	1	20,48	1,00	0	-0,03	0,70	8,64	0,40
PRHOSPER	0,56	1	1	20,76	1,00	0	0,01	0,72	8,40	0,87
PROMON	0,41	1	1	20,89	1,00	0	0,08	0,74	7,88	0,28
PSS	0,56	1	1	21,60	1,00	0	-0,14	0,72	8,73	0,35
REAL GRANDEZA	0,59	1	0	23,15	0,97	0	-0,05	0,77	9,32	0,05
REDEPREV	0,47	2	1	20,52	1,00	0	0,00	0,77	8,92	0,18
REFER	0,41	2	0	21,71	0,87	0	0,03	0,82	9,92	0,06
REGIUS	0,41	1	0	21,10	0,99	0	0,06	0,76	8,39	0,16
SABESPREV	0,53	1	0	21,39	0,86	0	0,06	0,81	9,88	0,04
SANTANDERPREVI	0,41	0	1	21,42	1,00	0	0,01	0,68	10,68	0,76
SAO BERNARDO	0,50	0	1	20,55	0,99	0	0,01	0,72	9,59	0,70
SAO RAFAEL	0,47	0	1	20,56	1,00	0	0,05	0,73	7,80	0,31
SARAHPREV	0,41	0	1	20,71	1,00	0	-0,02	0,72	8,43	0,27
SERGUS	0,50	0	0	20,04	1,00	0	0,07	0,74	7,19	0,24
SERPROS	0,44	1	0	22,16	0,97	0	0,10	0,78	9,53	0,23
SISTEL	0,56	2	1	23,35	0,99	0	-0,05	0,75	9,94	0,31
TELOS	0,47	1	1	22,49	0,99	0	0,09	0,74	9,36	0,19
UNILEVERPREV	0,56	1	1	21,47	1,00	0	0,03	0,71	9,68	0,55
VALIA	0,53	1	1	23,57	0,99	0	0,03	0,76	11,45	0,19
VISÃO PREV	0,47	3	1	22,24	0,99	0	-0,12	0,75	9,86	0,42
WEG	0,38	0	1	20,13	0,99	0	0,05	0,71	10,02	0,30

**APÊNDICE D – ANÁLISE DESCRITIVA INDIVIDUALIZADA DOS INDICADORES
DE GOVERNANÇA DAS EFPC DE PATROCÍNIO PÚBLICO**

(continua)

Código	Indicadores	Natureza do Indicador	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
1	O estatuto prevê as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários?	Obrigatório	1,0000	0,0000	45	45
2	A EFPC divulga seu processo eleitoral para as vagas dos conselhos deliberativo e fiscal?	Voluntário	0,6667	0,4767	30	45
3	A EFPC apresenta os critérios mínimos (qualificação e idoneidade) para a assunção de cargos nos órgãos estatutários?	Obrigatório	0,8889	0,3178	40	45
4	A EFPC divulga as demais atividades exercidas pelos diretores a fim de identificar se eles não ocupam cargos em outros órgãos estatutários do próprio fundo de pensão?	Obrigatório	1,0000	0,0000	45	45
5	A EFPC divulga a qualificação dos conselheiros e diretores?	Voluntário	0,1778	0,3866	8	45
6	A EFPC demonstra que qualifica os conselheiros, diretores e empregados, periodicamente, a fim de mantê-los permanentemente atualizados?	Voluntário	0,3556	0,4841	16	45
7	Há previsão de reuniões regulares de todos os órgãos estatutários?	Voluntário	0,5556	0,5025	25	45
8	A EFPC possui outras instâncias de assessoramento técnico que não apenas as exigidas pela lei (de investimento, de risco, entre outros)?	Voluntário	0,7333	0,4472	33	45
9	A EFPC possui comitê de ética?	Voluntário	0,2000	0,4045	9	45
10	A EFPC possui algum procedimento que assegure que a qualificação e a experiência dos terceirizados contratados são adequadas as suas incumbências, bem como, não haja conflito de interesses?	Obrigatório	0,3778	0,4903	17	45
11	A EFPC possui instrumentos de monitoramento e avaliação de desempenho dos prestadores de serviços terceirizados?	Obrigatório	0,3556	0,4841	16	45
12	A EFPC divulga o seu estatuto?	Obrigatório	1,0000	0,0000	45	45
13	A EFPC divulga o seu regimento interno?	Voluntário	0,1333	0,3438	6	45
14	Há regimentos internos contendo as regras de funcionamento dos conselhos constituídos?	Voluntário	0,1333	0,3438	6	45
15	Há regimentos internos contendo as regras de funcionamento dos comitês constituídos?	Voluntário	0,0889	0,2878	4	45
16	A EFPC possui manual de governança corporativa?	Voluntário	0,3333	0,4767	15	45
17	A EFPC possui código de ética e conduta?	Voluntário	0,8222	0,3866	37	45
18	A EFPC divulga o seu processo de identificação, avaliação, controle e monitoramento dos riscos?	Obrigatório	0,8000	0,4045	36	45

**Análise descritiva individualizada dos indicadores de governança das EFPC de
patrocínio público**

(conclusão)

Código	Indicadores	Natureza do Indicador	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
19	A EFPC possui uma instância voltada aos controles internos?	Voluntário	0,1333	0,3438	6	45
20	A instância de controles internos é vinculada aos órgãos estatutários?	Voluntário	0,1333	0,3438	6	45
21	Há um setor de auditoria interna na EFPC?	Voluntário	0,2000	0,4045	9	45
22	O setor de auditoria interna é vinculado ao conselho deliberativo?	Obrigatório	0,0667	0,2523	3	45
23	A EFPC divulga as políticas de investimento?	Obrigatório	0,7556	0,4346	34	45
24	A EFPC divulga as premissas e hipóteses atuariais?	Obrigatório	0,8889	0,3178	40	45
25	Há canais de comunicação que permitam aos participantes ou assistidos acessarem informações da EFPC e de seus planos, de forma individualizada?	Voluntário	0,9333	0,2523	42	45
26	A EFPC apresentou o seu último relatório anual?	Obrigatório	0,7111	0,4584	32	45
27	A data das demonstrações contábeis é anterior à 31/03 do exercício subsequente?	Obrigatório	0,9778	0,1491	44	45
28	A EFPC possui auditoria externa?	Obrigatório	1,0000	0,0000	45	45
29	A EFPC divulga o regulamento do plano de benefícios?	Obrigatório	0,9333	0,2523	42	45
30	Há divulgação do responsável pelas aplicações dos recursos da EFPC?	Obrigatório	0,6667	0,4767	30	45
31	Há divulgação do responsável pela custódia dos recursos da EFPC?	Voluntário	0,4444	0,5025	20	45
32	A EFPC disponibiliza o relatório semestral de controles internos, emitido pelo conselho fiscal?	Obrigatório	0,0444	0,2084	2	45
33	A EFPC disponibiliza o parecer conclusivo sobre as demonstrações contábeis, emitido anualmente pelo conselho fiscal?	Obrigatório	0,9778	0,1491	44	45
34	A EFPC adota ações socioambientais?	Voluntário	0,5778	0,4995	26	45

**APÊNDICE E – ANÁLISE DESCRITIVA INDIVIDUALIZADA DOS INDICADORES
DE GOVERNANÇA DAS EFPC DE PATROCÍNIO PRIVADO**

(continua)

Código	Indicadores	Natureza do Indicador	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
1	O estatuto prevê as atribuições, composição, forma de acesso, duração e término do mandato dos membros dos órgãos estatutários?	Obrigatório	0,938462	0,242186	61	65
2	A EFPC divulga seu processo eleitoral para as vagas dos conselhos deliberativo e fiscal?	Voluntário	0,430769	0,499038	28	65
3	A EFPC apresenta os critérios mínimos (qualificação e idoneidade) para a assunção de cargos nos órgãos estatutários?	Obrigatório	0,507692	0,503831	33	65
4	A EFPC divulga as demais atividades exercidas pelos diretores a fim de identificar se eles não ocupam cargos em outros órgãos estatutários do próprio fundo de pensão?	Obrigatório	0,861538	0,348072	56	65
5	A EFPC divulga a qualificação dos conselheiros e diretores?	Voluntário	0,030769	0,174036	2	65
6	A EFPC demonstra que qualifica os conselheiros, diretores e empregados, periodicamente, a fim de mantê-los permanentemente atualizados?	Voluntário	0,138462	0,348072	9	65
7	Há previsão de reuniões regulares de todos os órgãos estatutários?	Voluntário	0,246154	0,434122	16	65
8	A EFPC possui outras instâncias de assessoramento técnico que não apenas as exigidas pela lei (de investimento, de risco, entre outros)?	Voluntário	0,523077	0,503354	34	65
9	A EFPC possui comitê de ética?	Voluntário	0,092308	0,291712	6	65
10	A EFPC possui algum procedimento que assegure que a qualificação e a experiência dos terceirizados contratados são adequadas as suas incumbências, bem como, não haja conflito de interesses?	Obrigatório	0,461538	0,502398	30	65
11	A EFPC possui instrumentos de monitoramento e avaliação de desempenho dos prestadores de serviços terceirizados?	Obrigatório	0,307692	0,46513	20	65
12	A EFPC divulga o seu estatuto?	Obrigatório	0,938462	0,242186	61	65
13	A EFPC divulga o seu regimento interno?	Voluntário	0,138462	0,348072	9	65
14	Há regimentos internos contendo as regras de funcionamento dos conselhos constituídos?	Voluntário	0,046154	0,211451	3	65
15	Há regimentos internos contendo as regras de funcionamento dos comitês constituídos?	Voluntário	0,030769	0,174036	2	65
16	A EFPC possui manual de governança corporativa?	Voluntário	0,292308	0,458362	19	65

Análise descritiva individualizada dos indicadores de governança das EFPC de patrocínio privado

						(conclusão)
Código	Indicadores	Natureza do Indicador	Média	Desvio Padrão	Soma	Observações
17	A EFPC possui código de ética e conduta?	Voluntário	0,661538	0,476869	43	65
18	A EFPC divulga o seu processo de identificação, avaliação, controle e monitoramento dos riscos?	Obrigatório	0,784615	0,414288	51	65
19	A EFPC possui uma instância voltada aos controles internos?	Voluntário	0,092308	0,291712	6	65
20	A instância de controles internos é vinculada aos órgãos estatutários?	Voluntário	0,076923	0,268543	5	65
21	Há um setor de auditoria interna na EFPC?	Voluntário	0,107692	0,312404	7	65
22	O setor de auditoria interna é vinculado ao conselho deliberativo?	Obrigatório	0,046154	0,211451	3	65
23	A EFPC divulga as políticas de investimento?	Obrigatório	0,784615	0,414288	51	65
24	A EFPC divulga as premissas e hipóteses atuariais?	Obrigatório	0,846154	0,363609	55	65
25	Há canais de comunicação que permitam aos participantes ou assistidos acessarem informações da EFPC e de seus planos, de forma individualizada?	Voluntário	0,938462	0,242186	61	65
26	A EFPC apresentou o seu último relatório anual?	Obrigatório	0,769231	0,424604	50	65
27	A data das demonstrações contábeis é anterior à 31/03 do exercício subsequente?	Obrigatório	0,830769	0,377874	54	65
28	A EFPC possui auditoria externa?	Obrigatório	0,846154	0,363609	55	65
29	A EFPC divulga o regulamento do plano de benefícios?	Obrigatório	0,861538	0,348072	56	65
30	Há divulgação do responsável pelas aplicações dos recursos da EFPC?	Obrigatório	0,538462	0,502398	35	65
31	Há divulgação do responsável pela custódia dos recursos da EFPC?	Voluntário	0,461538	0,502398	30	65
32	A EFPC disponibiliza o relatório semestral de controles internos, emitido pelo conselho fiscal?	Obrigatório	0,061538	0,242186	4	65
33	A EFPC disponibiliza o parecer conclusivo sobre as demonstrações contábeis, emitido anualmente pelo conselho fiscal?	Obrigatório	0,846154	0,363609	55	65
34	A EFPC adota ações socioambientais?	Voluntário	0,492308	0,503831	32	65

**APÊNDICE F – CLASSIFICAÇÃO DAS EFPC CONFORME O NÍVEL DE ADESÃO
ÀS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA**

(continua)

Posição	EFPC	Pontuação	Percentual
1	Ceres	30	88,24%
2	Previ	26	76,47%
3	Elos	25	73,53%
4	Funcef	24	70,59%
5	Previnorte	24	70,59%
6	Capef	23	67,65%
7	Fibra	23	67,65%
8	Compesaprev	22	64,71%
9	Ecos	22	64,71%
10	Enerprev	22	64,71%
11	Faelba	22	64,71%
12	Funsesc	22	64,71%
13	Bandeprev	21	61,76%
14	Eletra	21	61,76%
15	Eletoceee	21	61,76%
16	Funcesp	21	61,76%
17	Previrb	21	61,76%
18	Abrilprev	20	58,82%
19	Banesprev	20	58,82%
20	Celpos	20	58,82%
21	Centrus	20	58,82%
22	Cibrius	20	58,82%
23	Faceb	20	58,82%
24	Fachesf	20	58,82%
25	Fapes	20	58,82%
26	Fipeqc	20	58,82%
27	HP Prev	20	58,82%
28	Petros	20	58,82%
29	Postalis	20	58,82%
30	Prevsan	20	58,82%
31	Real Grandeza	20	58,82%
32	Aceprev	19	55,88%
33	Agros	19	55,88%
34	Bases	19	55,88%
35	Desban	19	55,88%
36	Economus	19	55,88%
37	Faelce	19	55,88%
38	Fasc	19	55,88%
39	Fatl	19	55,88%
40	Fundação Corsan	19	55,88%
41	Infraprev	19	55,88%
42	Núcleos	19	55,88%
43	Prhosper	19	55,88%

Classificação das EFPC conforme o nível de adesão às práticas de governança

(continuação)

Posição	EFPC	Pontuação	Percentual
44	PPS	19	55,88%
45	Sistel	19	55,88%
46	Unileprev	19	55,88%
47	Banrisul/FBSS	18	52,94%
48	CBS	18	52,94%
49	Eletros	18	52,94%
50	Embraerprev	18	52,94%
51	Forluz	18	52,94%
52	Funbep	18	52,94%
53	Geapprevidência	18	52,94%
54	Gerdau	18	52,94%
55	Instituto Ambev	18	52,94%
56	Prece	18	52,94%
57	Sabesprev	18	52,94%
58	Valia	18	52,94%
59	Brasileiros	17	50,00%
60	Cargillprev	17	50,00%
61	Celos	17	50,00%
62	Fundiágua	17	50,00%
63	Funep	17	50,00%
64	Fusset	17	50,00%
65	Itausaíndl	17	50,00%
66	Metrus	17	50,00%
67	São Bernardo	17	50,00%
68	Sergus	17	50,00%
69	BRF Previdência	16	47,06%
70	Fundação Copel	16	47,06%
71	Itaú	16	47,06%
72	Previ Bayer	16	47,06%
73	Previdência Usiminas	16	47,06%
74	Prevunião	16	47,06%
75	Redeprev	16	47,06%
76	São Rafael	16	47,06%
77	Telos	16	47,06%
78	Visão Prev	16	47,06%
79	Baneses	15	44,12%
80	Duprev	15	44,12%
81	Fundação Libertas	15	44,12%
82	Fundambras	15	44,12%
83	Previsc	15	44,12%
84	Serpros	15	44,12%
85	Cyamprev	14	41,18%
86	Funsejem	14	41,18%
87	Iaja	14	41,18%
88	Isbre	14	41,18%
89	Prevdata	14	41,18%

Classificação das EFPC conforme o nível de adesão às práticas de governança

(conclusão)

Posição	EFPC	Pontuação	Percentual
90	Prevdow	14	41,18%
91	Previ Siemens	14	41,18%
92	Previg	14	41,18%
93	Promon	14	41,18%
94	Refer	14	41,18%
95	Regius	14	41,18%
96	Santanderprevi	14	41,18%
97	Sarahprev	14	41,18%
98	Fusan	13	38,24%
99	Weg	13	38,24%
100	Comshell	12	35,29%
101	Gebsaprev	12	35,29%
102	IBM	12	35,29%
103	Prevhab	12	35,29%
104	Previ Ericsson	12	35,29%
105	Previ Novartis	10	29,41%
106	Alcoaprevi	9	26,47%
107	Braslight	8	23,53%
108	BB Previdência	6	17,65%
109	Odeprev	4	11,76%
110	Planejar	4	11,76%