UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

Arlete de Araújo Silva Nese

**Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos:
evidências em fundos de pensão no Brasil**

SÃO PAULO

2017

Prof. Dr. Marco Antonio Zago
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Adalberto Américo Fischmann
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Roberto Sbragia
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Júnior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

Arlete de Araújo Silva Nese

**Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos:
evidências em fundos de pensão no Brasil**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho

Coorientador: Prof. Dr. José Roberto Ferreira Savoia

Versão Corrigida

(versão original disponível na Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade)

SÃO PAULO

2017

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Processamento Técnico do SBD/FEA/USP

Nese, Arlete de Araújo Silva.

Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos: evidências em fundos de pensão no Brasil / Arlete de Araújo Silva Nese -- São Paulo, 2017.
206 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2017.

Orientador: Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho.

Coorientador: José Roberto Ferreira Savoia.

1. Governança corporativa. 2. Características das organizações. 3. Fundos de pensão. 4. Investimentos - Desempenho. 5. Países em desenvolvimento. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 658.4

Nome: Arlete de Araújo Silva Nese

Título: Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos:
evidências em fundos de pensão no Brasil

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em
Administração do Departamento de Administração da
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
da Universidade de São Paulo, como requisito parcial à
obtenção do título de Doutor em Ciências.

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho

Instituição: FEA USP

Julgamento: _____

Prof. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi

Instituição: Insper - Externo

Julgamento: _____

Prof. Dr. Jose Roberto Ferreira Savoia

Instituição: FEA USP

Julgamento: _____

Profa. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini

Instituição: Insper - Externo

Julgamento: _____

Prof. Dra. Fabiana Lopes da Silva

Instituição: FIPECAFI - Externo

Julgamento: _____

*À minha avó,
Georgina Gonçalves de Araújo “in memorian”,
pela disciplina e dedicação ao não desistir e
reservar tempo para escrever seus contos e
poesias com fé em Deus constante e que me
serviram de exemplo para persistir e acreditar
sempre que posso avançar em meus sonhos e
projetos como este doutoramento.*

Dedico

AGRADECIMENTOS

Sinceros agradecimentos aos meus orientadores Prof. Dr. Cláudio Antonio Pinheiro Machado Filho e Prof. Dr. José Roberto Ferreira Savoia pela amizade, por todo apoio e comentários para esta tese de doutoramento em administração.

Ao Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini, membro da banca de qualificação e de defesa, que foi meu orientador de Mestrado no Insper, por todas as contribuições para esta tese e por estar sempre pronto a me orientar. Agradeço ao Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo e à Profa. Dra. Priscila Fernandes Ribeiro, pelas contribuições para o desenvolvimento da abordagem empírica desta pesquisa.

Aos professores que prontamente me deram a honra de aceitar o convite para participação na banca de defesa, Profa. Dra. Andrea Maria Accioly Fonseca Minardi, Prof. Dr. Almir Ferreira Souza e Profa. Dra. Fabiana Lopes da Silva, como membros titulares, e aos professores Prof. Dr. Decio Zylbersztajn; Profa. Dra. Maria Sylvia Maccione Saes; Prof. Dr. Daniel Reed Bergman e Prof. Dr. Danny Pimentel Claro, como membros suplentes.

Aos participantes do Programa de Pós-graduação em Administração da FEA USP, turma de 2013-2017, pela ajuda e comentários, e do Pensa - Centro de Conhecimento no Agronegócio, pelo acolhimento no grupo de estudos de governança corporativa na FEA USP.

Agradeço ao Fundo Banespa de Seguridade Social (BANESPREV) pelo apoio para ser possível a minha participação no curso de doutorado e à Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) no fornecimento de dados, exclusivamente, para uso desta pesquisa e, especialmente, ao Ivan Correa Filho e ao Luiz Alberto Klein, ambos do Núcleo Técnico da ABRAPP pela pronta colaboração.

À Andrea Bizutti Rolim Correa, estudiosa de governança corporativa, pela amizade incondicional e pelo apoio na revisão inicial desta tese.

Por último e não menos importante, ao meu querido marido Otávio pela paciência e carinho, à minha filha primogênita Jéssica, também colega na FEA USP, pelo incentivo e apoio na revisão final desta tese, e à minha caçula Fátima pelo carinho, paciência e respeito durante minhas ausências ao me concentrar na pesquisa: muito obrigada!

*Não sou nem otimista, nem pessimista. Os
otimistas são ingênuos, e os pessimistas amargos.
Sou um realista esperançoso. Sou um homem da
esperança. Sei que é para um futuro muito
longínquo. Sonho com o dia em que o sol de Deus
vai espalhar justiça pelo mundo todo.*

Ariano Suassuna
(Lucena, 2012)

RESUMO

Nese, A. A. S. (2017). *Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos: Evidências em fundos de pensão* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Esta pesquisa inova ao investigar a associação de práticas de governança e de características específicas de fundos de pensão brasileiros com o desempenho dos investimentos. Déficits crescentes observados desde 2011, combinados com casos de corrupção e gestão temerária, são fatores que podem contestar a efetividade de fundos de pensão e lançar questionamentos sobre a previdência complementar fechada. O estudo utiliza dados coletados de demonstrações contábeis anuais auditadas de 2011 a 2015 de 41 fundos de pensão do país e que possuem sob a gestão 72% dos investimentos do total das entidades do Brasil. As informações sobre práticas de governança foram obtidas de relatórios internos dos fundos de pensão disponíveis em seus sites eletrônicos e, também de plataformas eletrônicas como Bloomberg, LinkedIn e Google. Foi desenvolvido estudo quantitativo para investigar o problema de aspectos de governança e de características específicas em fundos de pensão brasileiros e que podem impactar de forma diferenciada o retorno dos ativos sob a gestão. O experimento do trabalho testou dados em painel através do método dos momentos generalizados em dois estágios com uso de variáveis instrumentais. Os resultados indicam evidências de impacto positivo no desempenho dos investimentos quando há uso de melhores práticas de governança como o comitê de investimentos. Sugere-se que estão sendo efetivos a avaliação e o controle de riscos sob esta prática e em benefício dos planos sob a gestão. Porém, há evidências de associação negativa de características no nível destas organizações sobre o retorno dos investimentos. Dentre as características que puderam ser observadas, os resultados sugerem que conexões com governo pelo tipo de patrocínio e existência de contratos de gestão externa dos investimentos por fundo de pensão com patrocinador do setor financeiro, podem influenciar a busca de outros interesses que não o melhor retorno aos planos de benefícios. Entretanto, a partir das mesmas características apresentam-se evidências de associação positiva com uso de melhores práticas de governança. Entende-se que pode haver o incentivo de se manter as condições para atendimento dos interesses políticos de suas relações. Os resultados desta pesquisa trazem contribuições para a discussão de características no nível dos fundos de pensão que podem influenciar o comportamento de seus executivos e para o debate da governança dessas organizações no país. Entende-se que estas contribuições podem ser aplicadas no contexto de demais economias emergentes. Por fim, a pesquisa sugere não ser óbvio que o monitoramento e controle pelos órgãos de supervisão e regulação atual sejam suficientes para evitar a evolução de déficits nos fundos de pensão e de impacto social no longo prazo. O argumento é que sem mecanismos de governança adequados às características no nível das entidades, os executivos em fundos de pensão podem não atuar no interesse único dos participantes dos planos de benefícios.

Palavras-chave: Governança corporativa. Características das organizações. Fundos de pensão. Desempenho dos investimentos. Economia emergente.

ABSTRACT

Nese, A. A. S. (2017). *Governance, organizations characteristics and investment performance: Evidence from Brazilian Pension Funds* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

This research innovates by investigating the association of governance practices and specific characteristics of Brazilian pension funds with the performance of investments. Increasing deficits observed since 2011, combined with cases of corruption and reckless management, are factors that can challenge the effectiveness of pension funds and raise questions about closed private pension plans. The study uses data collected from audited annual financial statements between 2011 and 2015 from 41 pension funds that accounting for 72% of investments in this system. Information on pension fund governance practices was obtained from internal reports available on its websites and also from electronic platforms such as Bloomberg, LinkedIn, and Google. A quantitative study was developed to investigate the problem of governance aspects, and specific characteristics of them that may have a different impact on the return of assets under management. The work experiment tested panel data through the generalized method of moments (GMM) in two stages and use of instrumental variables. The results indicate evidence of a positive impact on the performance of asset under management in the use of governance best-practices such as investment Committee. It is suggested that under this practice, risk assessment and control are being effective for the benefit of plans under the management of pension funds. However, there is evidence of a negative association at the organization-level on the return of investments. The results demonstrate that characteristics such as the government connections by the type of sponsorship and the outsourcing of the investment management by pension funds with sponsor from the financial sector can influence the pursuit of interests other than the best return of investments for the benefit plans. However, these same characteristics present evidence of a positive association with the use of governance best-practices. It is understood that the incentive would be to maintain the conditions to attend the political interests of their relations. The results of this research bring contributions to the discussion of characteristics at the level of pension funds that can influence the behavior of its executives and to the debate of their corporate governance in the country. It is understood that these contributions can be applied in the context of other emerging economies. Finally, this paper suggests that it isn't obvious that monitoring and controlling by current supervisory and regulatory bodies are sufficient to avoid the evolution of deficits in pension funds and greater social impact in the long term. The argument is that without appropriated governance mechanisms to entity-level characteristics, pension fund executives may not act in the sole interest of participants.

Keywords: Corporate governance. Organization characteristics. Investment performance. Pension funds. Emerging economies.

LISTA DE ABREVIATURAS

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
AETQ	Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado
ALM	<i>Asset Liability Management</i>
ANAPAR	Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
APT	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BD	Plano de Benefício Definido
BIS	<i>Bank for International Settlement</i>
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CD	Plano de Contribuição Definida
CDP	<i>Carbon Disclosure Project</i>
CEA	Certificação de Especialista em Investimentos ANBIMA
CEF	Caixa Econômica Federal
CGA	Certificação de Gestores ANBIMA
CGPC	Conselho de Gestão da Previdência Complementar
CGFS	<i>Committee on the Global Financial System</i>
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPC	Conselho Nacional da Previdência Complementar
CNPI	Certificado Nacional do Profissional de Investimento
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CPI	Comissão Parlamentar de Inquérito
CV	Plano de Contribuição Variável
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CWR	<i>Capital-Weighted Rate of Return</i>
EA	Efeitos Aleatórios
EAPC	Entidade Aberta de Previdência Complementar
EF	Efeitos Fixos
ERISA	<i>Employee Retirement Income Security Act</i>
EFFC	Entidade Fechada de Previdência Complementar
ESG	<i>Environment, Social and Governance</i>
G10	Grupo dos Dez

GIPS	<i>Global Investment Performance Standards</i>
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICSS	Instituto de Certificação de Profissionais da Seguridade Social
IOPS	<i>International Organization of Pension Supervisors</i>
IRR	<i>Internal Rate of Return</i>
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
NDC	Plano Nacional de Contribuição Definida
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ONU	Organização das Nações Unidas
PAYG	<i>Pay-As-You-Go</i>
PEC	Projeto de Emenda Constitucional
PIB	Produto Interno Bruto
POLS	<i>Pooled Ordinary Least Squares</i>
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
PRI	<i>Principles for Responsible Investment</i>
PRMIA	<i>Professional Risk Managers' International Association</i>
SBR	Supervisão Baseada em Riscos
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SINDAPP	Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
SNCR	Sistema Nacional de Crédito Rural
SUSEP	Superintendência Nacional de Seguros Privados
TCU	Tribunal de Contas da União
TIR	Taxa Interna de Retorno
TWR	<i>Time-Weighted Rate of Return</i>

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – A heterogeneidade da indústria de fundos de pensão no Brasil.	22
Tabela 2 – Investidores institucionais e ativos sob a gestão no mundo.	47
Tabela 3 – Revisão da literatura sobre associações com desempenho em fundos de pensão	122
Tabela 4 – Descrição dos dados dos fundos de pensão para construção das variáveis	143
Tabela 5 – Estatística descritiva dos dados dos fundos de pensão brasileiros: 2004- 2015.....	144
Tabela 6 – Descrição das medidas estimadas para desempenho dos fundos de pensão	145
Tabela 7 – Estatística descritiva para o retorno dos investimentos: 2004-2015	146
Tabela 8 – Descrição das variáveis operacionalizadas para a abordagem empírica	149
Tabela 9 – Estatísticas descritivas das variáveis para a abordagem empírica: 2011-2015	150
Tabela 10 – Correlação entre as variáveis do modelo	152
Tabela 11 – O efeito de práticas de governança e de características no nível dos fundos de pensão sobre desempenho dos investimentos: 2011-2015.....	153
Tabela 12 – O efeito de características no nível dos fundos de pensão sobre práticas de governança: 2011-2015	160
Tabela 13 – Evidências de associações com retorno dos investimentos: 2011-2015	165
Tabela 14 – Evidências de associações com práticas de governança: 2011-2015	166

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Descrição das duas etapas para desenvolvimento do estudo empírico	19
Quadro 2. Separação de áreas por decisões de controle e de gestão.	77
Quadro 3. Os tipos de governança em investimentos.....	86

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Sobreposições de contexto do ambiente de investidores institucionais.	24
Figura 2. Fluxo de caixa livre da organização em relação aos custos de agência.....	26
Figura 3. Conexão de características no nível da organização e práticas de governança corporativa	30
Figura 4. Distribuição do capital global entre a população adulta.....	48
Figura 5. Os tipos de sistemas previdenciários.....	56
Figura 6. O sistema de seguridade social no Brasil.	90
Figura 7. A regulamentação dos fundos de pensão no Brasil.	95
Figura 8. A formalização do fundo de pensão e dos contratos para gestão de planos de benefícios	96
Figura 9. Os fundos de pensão no Sistema Financeiro Nacional.....	97
Figura 10. Visão da estrutura básica de governança de fundo de pensão.....	103
Figura 11. Diagrama de hipóteses da tese.	121

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Evolução de Gastos da União com a Previdência Social em R\$ bilhões e % do PIB de 2006 a 2016.	91
Gráfico 2. Quantidade de Benefícios por Regime da Previdência Social em 2015.	92
Gráfico 3. Proporção do Déficit da Previdência Social por Regime da Previdência Social – 2015.	93
Gráfico 4. Proporção dos Gastos por Regime de Previdência Social – 2015.	93
Gráfico 5. Evolução dos investimentos, contribuição do retorno, déficits e superávits em fundos de pensão a preços de jun16 (INPC).	100
Gráfico 6. Evolução do número de fundos de pensão por tipo de patrocínio.	101
Gráfico 7. Proporção de fundos de pensão por tipo de patrocínio.	109
Gráfico 8. Proporção de fundos de pensão distribuídos pelo setor econômico do patrocinador.....	110
Gráfico 9. Proporção de planos de benefícios por tipo de contribuição.	110
Gráfico 10. Evolução da longevidade em anos de países da OCDE e Brasil.	192
Gráfico 11. Evolução da taxa de natalidade de países da OCDE e Brasil.	192
Gráfico 12. Evolução da taxa de ativos sobre idosos para países da OCDE e Brasil.	193
Gráfico 13. Comparativo de idade para aposentadoria - países da OCDE.	194
Gráfico 14. Benefícios de países OCDE selecionados: % do PIB e modelos.....	194

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS.....	I
LISTA DE TABELAS.....	III
LISTA DE QUADROS.....	V
LISTA DE FIGURAS.....	VII
LISTA DE GRÁFICOS	IX
1 INTRODUÇÃO	15
1.1 O PROBLEMA DE PESQUISA	17
1.2 O OBJETIVO GERAL.....	18
1.2.1 Determinantes de práticas de governança	19
1.2.2 Associação entre governança corporativa e retorno dos investimentos.....	24
1.3 AS JUSTIFICATIVAS DO TEMA	30
1.4 AS QUESTÕES DA PESQUISA	32
1.5 A ESTRUTURA DA TESE	32
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	35
2.1 O CONTEXTO DO AMBIENTE INSTITUCIONAL.....	36
2.1.1 O sistema financeiro no contexto de países.....	36
2.1.2 O contexto financeiro de economia emergente	37
2.1.3 A regulamentação específica de investidores institucionais	40
2.1.4 A relevância dos investidores institucionais no sistema financeiro	41
2.1.5 Os desafios para obtenção do retorno dos investimentos	43
2.1.6 Os diferentes tipos de investidores institucionais	45
2.2 O FUNDAMENTO ECONÔMICO DOS FUNDOS DE PENSÃO.....	49
2.2.1 O fundamento econômico da seguridade social	50
2.2.2 O desequilíbrio no sistema de previdência no mundo	51
2.2.3 Os tipos de sistemas previdenciários	55
2.2.4 Os dilemas para redução dos gastos previdenciários	58
2.2.5 A transferência do risco da previdência para o mercado.....	61
2.2.6 Os desafios para obtenção do retorno	64

2.2.6.1	A alocação estratégica com base no passivo	65
2.2.6.2	A limitação das regras para criação de valor	67
2.2.6.3	A influência do comportamento sobre desempenho	70
2.3	A GOVERNANÇA EM FUNDOS DE PENSÃO	71
2.3.1	Os desafios para alinhamento de interesses	73
2.3.1.1	A questão do duplo conflito de agência	73
2.3.1.2	Os incentivos em organizações que não visam lucro	74
2.3.1.3	O monitoramento sob contratos incompletos	76
2.3.2	Os princípios de governança em fundos de pensão	78
2.3.3	A estrutura para efetividade da governança	80
2.3.4	Os mecanismos de controle de riscos	82
2.3.5	As possíveis soluções para o déficit de governança	83
2.3.5.1	As oportunidades para cobertura de lacunas de governança	84
2.3.5.2	O planejamento do orçamento de risco para melhor desempenho	85
2.3.5.3	O engajamento no uso de boas práticas de governança	85
2.3.5.4	Os níveis de práticas adequadas de governança para investimentos	86
2.4	A ORGANIZAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL	87
2.4.1	O modelo escolhido para o sistema de previdência brasileiro	88
2.4.2	A necessidade de reforma da previdência social	90
2.4.3	A regulamentação e supervisão dos fundos de pensão	94
2.4.4	A crise no desempenho dos fundos de pensão	98
2.4.5	A governança nos fundos de pensão brasileiros	103
2.4.6	Heterogeneidade dos fundos de pensão	107
2.4.6.1	Condições predeterminadas	107
2.4.6.2	Condições determinadas	108
2.5	OS DIFERENTES INCENTIVOS EM FUNDOS DE PENSÃO	109
2.5.1	Incentivos na presença de conexão com o governo	111
2.5.2	Incentivos quando houver instituição financeira como parte relacionada	112
2.5.3	Incentivos na gestão de planos de contribuição definida	113
3	HIPÓTESES DA TESE	115
3.1	DETERMINANTES PARA O RETORNO DE INVESTIMENTOS	115
3.1.1	Melhores práticas de governança	115
3.1.2	Conexões com o governo	117

3.1.3 Contrato com gestor externo de investimentos e patrocinador do setor financeiro

118

3.1.4 Gestão de planos com característica de contribuição definida. 119

3.2 DETERMINANTES PARA MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA.....120

3.2.1 Conexões com o governo..... 120

3.2.2 Gestão externa dos recursos e patrocinador do setor financeiro.....120

3.2.3 Gestão de planos com característica de contribuição definida 121

4 METODOLOGIA..... 123

4.1 A BASE DE DADOS.....123

4.2 A VARIÁVEL DEPENDENTE126

4.2.1 Desempenho dos investimentos126

4.2.2 Uso de melhores práticas de governança129

4.3 AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS.....129

4.3.1 Melhores práticas de governança129

4.3.2 Características no nível dos fundos de pensão130

4.4 AS VARIÁVEIS DE CONTROLE.....131

4.5 AS VARIÁVEIS INSTRUMENTAIS133

4.6 A ABORDAGEM EMPÍRICA135

4.6.1 Tratamento da endogeneidade.....135

**4.6.2 Teste da associação entre melhores práticas de governança e retorno dos
investimentos139**

**4.6.3 Teste da associação entre características específicas de fundos de pensão com
melhores práticas de governança.....141**

5 RESULTADOS DA PESQUISA143

5.1 ANÁLISES ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS143

**5.2 GOVERNANÇA, CARACTERÍSTICAS NO NÍVEL DOS FUNDOS DE PENSÃO
E DESEMPENHO DOS INVESTIMENTOS153**

5.2.1 Melhores práticas de governança154

5.2.2 Conexão com o governo156

5.2.3 Gestão terceirizada dos investimentos e patrocinador do setor financeiro157

5.2.4 Gestão de planos com característica de contribuição definida159

5.3	CARACTERÍSTICAS NO NÍVEL DOS FUNDOS DE PENSÃO E GOVERNANÇA	160
5.3.1	Conexão com o governo	161
5.3.2	Gestão externa dos investimentos e patrocinador do setor financeiro	163
5.3.3	Gestão de planos com característica de contribuição definida.....	164
5.4	RESUMO DOS TESTES DAS HIPÓTESES.....	165
6	CONCLUSÕES.....	167
6.1	CONTRIBUIÇÕES PARA A TEORIA	168
6.2	CONTRIBUIÇÕES PARA A PRÁTICA	170
6.3	LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS..	172
	REFERÊNCIAS.....	176
	APÊNDICE A – Os dados demográficos e previdenciários	192
	APÊNDICE B – O resultado da cpi dos fundos de pensão	195
	APÊNDICE C – A validade do CAPM para estimativa do Alfa de Jensen.....	198
	APÊNDICE D – O cálculo para retorno de investimentos	199
	APÊNDICE E – O retorno dos investimentos ajustado ao risco	203

1 INTRODUÇÃO

Apesar dos colapsos financeiros que marcaram a década de 90, houve rápido crescimento do modelo financeiro global no período subsequente que culminaram em pânico financeiro mundial desencadeados a partir da crise do *subprime* entre os anos de 2008 e 2009 (Boeri & Guiso, 2008; Goetzmann, 2010; Laeven, 2013; Mishkin, 2011). Mesmo em meio a crises financeiras como as do México em 1994-1995 e da Ásia em 1997-1998, países desenvolvidos que persistiram na expansão do modelo financeiro globalizado não se precaveram com a adição regras que respondessem aos efeitos causados pelo sistema global, ou que protegessem os investidores no cumprimento de seus propósitos (Disyatat & Borio, 2011; Lane, 2013; Partnoy, 2014).

Este é caso dos fundos de pensão como investidores institucionais. Ocorre que o risco desses investidores, ao não se obter o retorno esperado no mercado financeiro, tem como consequência reduções no nível de benefícios pagos, gerando impacto social nos países (Antolin, 2009; Pino & Yermo, 2010; Wiss, 2014). Isso ocorre na medida em que os governos utilizam o modelo de fundos de pensão como solução para estabilizar os custos crescentes com o bem-estar social (Mesa-lago, 2005a).

Considerando que os sistemas de produção já não são os mesmos; que as economias reduziram o seu ritmo de crescimento; que sistemas políticos e sociais se alteraram e os retornos são cada vez menores (Gordon, 2016), eleva-se a vulnerabilidade dos fundos de pensão no cumprimento de seu propósito de complementação de aposentadorias.

Como efeito da expansão do sistema financeiro global, mantém-se a crescente concentração de recursos sob a gestão de grandes investidores institucionais^{1,2}. E o foco de estudos acadêmicos tem sido o impacto dos fundos de pensão sobre a eficiência e volatilidade dos mercados, liquidez dos ativos e governança corporativa que exercem em empresas das quais são acionistas controladores (Del Guercio, 1996; Derrien, Kecskés, & Thesmar, 2014; Falkenstein, 1996; Friedman, 1996; Gompers & Metrick, 2001).

Sob o aspecto de governança corporativa, observa-se vasta literatura sobre o uso do mecanismo de ativismo³ de grandes fundos de pensão, para resolver questões de conflitos de

¹ Dentre os investidores institucionais com diferentes tipos de comportamentos destacam-se os fundos de pensão, seguradoras, fundos mútuos, dentre outros (Ryan & Schneider, 2002; Thomsen & Pedersen, 2000; Tihanyi et al., 2003).

² Esta constatação pode ser observada, tanto em economias emergentes (Bonizzi, 2013; Musacchio, 2012; Reinert, 2011) como em economias desenvolvidas (Boeri & Guiso, 2008; Goetzmann, 2010; Mishkin, 2011).

³ O ativismo visa o alinhamento de interesses entre principal e agente. Os agentes são os gestores das empresas investidas e o principal são seus acionistas. Este impacto é observado com evidências empíricas tanto no

agência nas empresas investidas. Porém, este risco se agrava no ambiente de economia emergente, caracterizado por altos custos de transação decorrentes da reduzida transparência e fraca proteção legal a investidores (North, 1990; Peng, Sun, Pinkham, & Chen, 2009; Stone, Levy, & Paredes, 1992).

Na busca pelo retorno esperado, entretanto, investidores institucionais também assumem a posição de agentes na medida em que tomam a decisão de alocação de recursos no lugar dos que detêm a propriedade das reservas e se condicionam a regras do ambiente institucional⁴ em que atuam (Johnson, Schnatterly, Johnson, & Chiu, 2010).

Em essência, a razão da existência de investidores institucionais é a separação entre a propriedade e controle da riqueza financeira (*Committee on the Global Financial System* [CGFS], 2003). Estudos do CGFS (2003) observam que a expectativa do mercado financeiro em relação a estes agentes apresentam dois aspectos preponderantes, a obtenção de retorno ajustado a risco superior à média de mercado; e a capacidade de proporcionar maior liquidez e de melhorar o controle e gerenciamento de risco dos investimentos. Do contrário, não haveria motivos que justificasse o custo da transação com a transferência das decisões de investimentos a estas organizações.

Longe de serem homogêneos e de apresentarem o mesmo comportamento na decisão de investimentos, os investidores institucionais se diferenciam sob o aspecto do horizonte de tempo para a obtenção do retorno esperado de seus ativos (Derrien et al., 2014; Gompers & Metrick, 2001). Tal comportamento é determinado pela maturidade das obrigações da organização no cumprimento de seu propósito (Johnson et al., 2010). Pedersen e Thomsen (1997) destacam o papel do ambiente institucional⁴ dos países que influencia o comportamento de seus agentes econômicos, inclusive dos investidores institucionais nos limites de seus mercados.

Em detrimento da ampla literatura sobre a relevância dos investidores institucionais e desafios para obtenção de retorno em ambiente econômico que impactam o sistema financeiro como um todo, o desempenho financeiro desfavorável dos fundos de pensão (Willis Towers Watson, 2016), têm sido uma das causas da crise dessas instituições (Ambachtsheer, 2015; Antolin, 2009). O desempenho ruim lança luz para a questão da viabilidade dessas instituições como instrumento válido de reforma da seguridade social de países. Como exemplo para

ambiente de economias desenvolvidas (Brav, Jiang, Partnoy, & Thomas, 2008; Giannetti & Laeven, 2009; Gillan & Starks, 1998, 2000; Monks & Minow, 1989; Pound, 1992) como de emergentes (Khanna, Palepu, & Sinha, 2005; Klapper & Love, 2004; Nese, 2012; Punsuwo, Kayo, & Barros, 2007).

⁴ Segundo North (1990), as instituições são as regras formais e informais que determinam a forma como ocorrem as interações humanas numa sociedade. Sejam estas interações políticas, sociais ou econômicas.

economias emergentes podem ser citados os fundos de pensão brasileiros. Seus resultados desfavoráveis têm reflexo em déficits crescentes observados desde 2011, acompanhados da involução do número dessas organizações.

Neste cenário, a pesquisa desenvolveu estudo quantitativo e qualitativo com 263 fundos de pensão brasileiros para compreender como práticas de governança e características específicas destas organizações impactam o retorno dos investimentos. Adicionalmente, para observar se há características no nível dos fundos de pensão que determinam o uso de práticas de governança na organização interna destes mesmos investidores institucionais. Através de dados em painel dinâmico e uso do método de momentos generalizados com variáveis instrumentais, foi possível a observação destes fenômenos no ambiente dos fundos de pensão no Brasil.

Assim, o estudo propõe hipóteses de que há práticas de governança e características no nível dos fundos de pensão brasileiros que impactam de forma diferenciada o retorno dos investimentos sob sua gestão. Adicionalmente, de que há características específicas destes investidores institucionais que acabam por determinar o uso de práticas de governança interna e que pode não ser no interesse único dos participantes de planos de benefícios. Esta compreensão contribui para discussão de mecanismos de monitoramento e controle adequados a características no nível dos fundos de pensão no Brasil e que podem ser aplicados a demais economias emergentes. Caso contrário ou sem o endereçamento adequado destes fenômenos, será reduzida a capacidade de reconhecimento de incentivos diferentes do interesse único de complementação das aposentadorias.

1.1 O PROBLEMA DE PESQUISA

O problema desta pesquisa se pauta em compreender se há associação entre uso de melhores práticas de governança e de características específicas em fundos de pensão com retornos dos investimentos.

Ao contextualizar o problema, este trabalho lança luz a possíveis aspectos de governança e de características no nível de fundos de pensão brasileiros e que estariam associados a diferentes desempenhos dos investimentos. Ocorre que o retorno desfavorável dos ativos sob a gestão destas organizações tem consequente impacto social no longo prazo, pois, na medida em que não obtêm o retorno esperado, a capacidade de cumprir papel previdenciário de complementação de aposentadoria é reduzida.

Considerando que os diferentes tipos de investidores institucionais tomam decisões de investimentos e atuam de acordo com regras institucionais no contexto de um país, a determinação do uso adequado de mecanismos de governança se torna relevante para efetividade dos objetivos de desempenho desses investidores. (Falkenstein, 1996). Segundo Antoniou, Guney e Paudyal (2008), as motivações que determinam o conjunto de mecanismos para mitigar problemas decorrentes da separação de propriedade e controle, devem ser compreendidas no contexto do sistema financeiro dos países desses investidores institucionais. O fundamento é que num mesmo contexto de sistema financeiro, há investidores institucionais de diferentes tipos e com diferentes propósitos.

Contudo, até onde se pesquisou, ainda são incipientes estudos com evidências empíricas sobre a associação de práticas de governança em fundos de pensão como investidores institucionais e de características específicas com o retorno dos investimentos. Tampouco, se estas mesmas características determinam a sua governança no contexto de sistema financeiro de país emergente. A exemplo dos fundos de pensão, se não endereçadas de maneira adequada estas questões, continuarão o desafio de protegê-los contra incentivos não alinhados a seu propósito e a necessidade de se compreender possíveis influências sobre o comportamento dos executivos na busca do retorno esperado⁵.

1.2 O OBJETIVO GERAL

O objetivo geral desta pesquisa é investigar se o uso de melhores práticas de governança por fundos de pensão e se características específicas destas organizações poderiam impactar de forma diferenciada o retorno dos investimentos. E, se estas mesmas características apresentariam aspectos distintos para determinação do uso de melhores práticas de governança. Em outras palavras, é responder qual a associação de melhores práticas de governança e de características específicas com desempenho de investidores institucionais de mesmo tipo e ambiente de economia emergente e se há relação dessas características com a determinação de melhores práticas de governança. Sob estas condições, os fundos de pensão brasileiros foram escolhidos para a investigação da pesquisa e podem contribuir para a reflexão e comparação de investidores institucionais de mesmo tipo e contexto de economia emergente.

⁵ O autor Miceli (2016) apresenta esta questão como um novo paradigma de governança, com o desafio “blindar a organização de influências políticas”.

A escolha de fundos de pensão se deve ao aumento da sua relevância como modelo alternativo ao sistema público de repartição simples. Neste sistema, os benefícios são pagos com receitas correntes. E sua transição ocorre para um sistema privado com formação de reservas (Pierson, 1996). Os governos têm promovido a transição para este último de forma a reduzir a maior pressão fiscal exercida pelo aumento dos gastos sociais e por questões demográficas, como a combinação do aumento da longevidade e redução da taxa de fecundidade (Barr & Diamond, 2006; Mesa-lago, 2005b). Assim, na medida em que são elevadas as reservas sob a gestão por fundos de pensão, que são agentes no cumprimento de benefícios previdenciários, há a necessidade de transparência, regulação e fiscalização adequadas para a redução de desvios de conduta. Estes são desafios de governança tratados como políticas públicas no ambiente dos fundos de pensão como investidores institucionais (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, 2008) .

Quanto à escolha de fundos de pensão do Brasil, explica-se pelo desafio da gestão de investimentos em ambiente de economia emergente, como destacado na introdução da pesquisa.

De forma a investigar o objetivo geral da pesquisa, a proposta apresentada é o desenvolvimento de estudo empírico quantitativo e qualitativo dividido em duas etapas que se inter-relacionam e organizados conforme disposto no Quadro 1 abaixo:

Quadro 1. Descrição das duas etapas para desenvolvimento do estudo empírico

Aspectos a analisar	Descrição
1- Determinantes para melhores práticas de governança por fundo de pensão	Investigar possíveis características da organização interna de fundos de pensão brasileiros, que direcionam o uso de melhores práticas de governança.
2- Associação entre práticas de governança com retorno de investimentos de investidores institucionais	Investigar a associação do uso de práticas superiores de governança e de características específicas de fundos de pensão no Brasil com retorno de investimentos

Fonte: elaborado pela autora.

1.2.1 Determinantes de práticas de governança

Como apresentado na introdução da pesquisa, há vasta literatura sobre práticas de governança por fundos de pensão através de mecanismo de ativismo sobre as companhias investidas. A fundamentação teórica para o uso desse mecanismo por fundos de pensão coincide com o aumento da participação acionária de investidores institucionais (Karpoff,

2001). Ocorre que os fundos de pensão podem estar concentrados em largas posições acionárias que impedem sua venda em condições de baixo desempenho, impelindo-os a um maior esforço para elevar o retorno econômico das companhias investidas (Monks & Minow, 1991). Há também o argumento de que ativismo é um movimento natural dos fundos de pensão para restringir que o mercado exerça o controle corporativo das empresas, mantendo seu direito de exercer o monitoramento e estimular maior desempenho das firmas (Pound, 1992). Estudos empíricos evidenciam o impacto positivo desse tipo de prática de governança sobre o retorno econômico das empresas investidas, inclusive, com fundos de pensão no Brasil através de participação em estrutura de propriedade (Nese, 2012).

Em detrimento das evidências de impacto positivo, é possível que estes investidores institucionais utilizem práticas de governança diferenciadas num mesmo contexto de país. Este argumento se fundamenta na observação de (Clark & Urwin, 2008b), que avaliam diferentes níveis de mecanismos de governança observados na organização interna de fundos de pensão. Os autores classificam três níveis de práticas de governança sendo considerado como superior o de terceiro nível. Dentre as práticas no terceiro nível, são observadas a decisão de investimentos em colegiado, a existência de comitê de investimentos com agenda programada e a execução da gestão de investimentos conduzida por profissional e equipe dedicados e qualificados em investimentos. Neste estudo, destaca-se ainda, o processo de decisão de investimento ter como base estudos de avaliação de risco e retorno de ativos e de cenários macroeconômicos. Eles ainda sugerem que estas práticas contribuem para a obtenção de maior retorno ajustado a risco ao longo do tempo.

Com relação ao ambiente de economia emergente, Jackowicz e Kowalewski (2012) destacam o impacto de conselheiros profissionais qualificados em investimentos de fundos de pensão da Polônia. O impacto observado pelos autores é de desempenho superior aos demais em momentos de alta volatilidade no mercado financeiro. A sugestão deles é que o conhecimento desses profissionais é especialmente relevante ao antecipar um movimento não racional do mercado e ao evitar a decisão de investimentos em “bolhas financeiras” (Shiller, 2002). Este fundamento para desempenho é reforçado no contexto de economia emergente, pois à medida que o ambiente institucional pode influenciar na proteção dos direitos de propriedade, seus gestores devem estar preparados de forma adequada para proteção da organização em seu propósito (Monteiro & Zylbersztajn, 2012).

Entretanto, mesmo sob o contexto de orientação do sistema financeiro e regulação intrínseca ao ambiente é possível que alguns investidores institucionais de mesmo tipo possuam incentivos diferenciados para a determinação de práticas superiores de governança

corporativa. Para tanto, esta pesquisa destaca a heterogeneidade desses investidores institucionais no país e a possibilidade de influenciar o comportamento para práticas da governança interna desses investidores.

As empresas com interesse de prover o benefício de complementação de aposentadoria aos empregados estabelecem convênio de adesão com fundos de pensão para sua viabilidade conforme regras dispostas na Lei Complementar n.109 (2001). Estas empresas são denominadas de patrocinadores e podem ser de diferentes tipos, como empresas estatais, órgãos da administração direta do governo, empresas privadas, de setores diversos como o financeiro, capital de origem doméstica ou do exterior.

Além desses patrocinadores, há instituidores que representam as associações de classe profissional, ou os chamados de setoriais, que representam determinados setores da indústria associados. Referente à influência de patrocinadores sobre práticas de governança em fundos de pensão, a pesquisa retoma o argumento de Johnson et al. (2010) para o aspecto de investidores institucionais sensíveis a pressões e para possível redução de incentivos para o monitoramento dos ativos sob gestão. Neste contexto, estudos de Lazzarini (2011) observam a influência do patrocinador a partir de laços com o governo e impacto na decisão de investimento em fundos de pensão. Com relação ao setor de atuação dos patrocinadores, sua influência é possível para determinação da transferência da gestão de investimentos à instituição financeira ligada, por exemplo, em detrimento da elevação dos custos de transação como observado por Lakonishok, Shleifer e Vishny (1992).

No processo de formação de reserva, os empregados ou os associados a instituidores e que se inscreveram voluntariamente ao plano de benefícios, em conjunto com os patrocinadores, contribuem uma determinada quantia de sua renda ao fundo de pensão até o momento da aposentadoria do trabalhador. Ocorre que o benefício de complementação a ser recebido pode ser diferente dependendo do tipo de plano que se inscreveu. Estes planos podem ser do tipo benefício definido ou contribuição definida. Em ambos, os direitos econômicos do retorno dos investimentos pertencem aos planos de benefícios, porém, o mesmo não ocorre com relação aos riscos de investimentos decorrentes de retorno inferior ao esperado ou mesmo negativo. Em planos de benefício definido, o risco residual é, tanto da empresa que oferece o benefício ao funcionário como do empregado, com regras dispostas em legislação do Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPc) (Resolução CNPC n. 14, 2014). Dessa forma, a empresa, ou ambos, terão que efetuar contribuições adicionais para o cumprimento do pagamento do benefício definido ou mesmo a redução do benefício de complementação. Desde 2001, este tipo de plano não pode ser criados no país (Lei

Complementar n. 109, 2001). Já em planos de contribuição definida, o risco recai somente para o empregado, que além do risco de não obter o retorno de investimento esperado, não possui o direito ou objetivo de benefício claramente definido em regulamento do plano de benefícios (Tafner, 2007). Embora seja somente este tipo de plano de benefícios que pode ser oferecido por fundos de pensão, a proporção entre planos que mantêm a característica de benefício definido é de cerca de 72% no Brasil, segundo dados da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) de 2016. Dos 1.090 planos de benefícios existentes no país, 765 planos possuem característica de benefício definido conforme relatório da PREVIC (2016).

Dadas estas características é possível que haja uso de mecanismos diferenciados na determinação da governança de fundos de pensão em mesmo contexto financeiro e de regulação. Segundo Ambachtsheer, Capelle e Lum (2008), há cinco aspectos de um processo de decisão e que estão inter-relacionados para o sucesso na obtenção do desempenho esperado por fundos de pensão em diferentes cenários. Primeiro, a estrutura específica para tomada de decisão, com papéis claros e definidos. Segundo, a estratégia de alocação de ativos adequada aos objetivos dos planos de benefícios. Terceiro, o planejamento tático para se antecipar ou responder frente a diferentes cenários, e para mitigar o risco que pode não ser efetivo frente à responsabilidade atribuída. Quarto, o operacional que permite a fluidez para a execução das funções de investimento, por exemplo, alçadas que deleguem a alocação a partir da política previamente estabelecida. E quinto, o monitoramento e o controle constantes e simultâneos na garantia da implantação e execução das decisões de investimentos. Esse processo de decisão inclui as relações contratuais com terceiros na prestação de serviços.

Ainda sob o aspecto dos diferentes incentivos na determinação da governança, estudos do Comitê Financeiro Global (CGFS, 2003) também destacam sobre a necessidade de identificar as diferenças intrínsecas nos investidores institucionais e suas atividades que impactam esses incentivos. Para tanto, especificamente para os fundos de pensão e semelhante à abordagem CGFS citado, segue Tabela 1 em duas partes abaixo.:

Tabela 1 – A heterogeneidade da indústria de fundos de pensão no Brasil.

Parte I: Exemplos de práticas de governança observáveis	
Desenho organizacional	Estrutura administrativa própria com equipe de controle e gestão das diferentes áreas benefícios, contribuições, investimentos, contabilidade, atuária, comunicação, <i>compliance</i> , etc. ou, terceirizada a bancos com carteira de multipatrocínio ou empresas administradoras de benefício ou; estrutura híbrida com terceirização de apenas parte das operações.

(continua)

(continuação)

Conselho deliberativo	Membros eleitos e indicados; níveis de qualificação e experiência diversa ou não; membros independentes da patrocinadora.
Diretoria de investimentos	Com diretor de investimentos e equipe dedicada ou executivo da patrocinadora que compartilha funções no fundo de pensão; ou terceirização da gestão a administrador de recursos. Tomada de decisão em colegiado ou pelo administrador designado ou ainda discricionária de terceiro contratado. Responsáveis pela gestão dos recursos com diferentes senioridades, experiência e tipos de certificação em investimentos.
Comunicação com <i>stakeholders</i>	Estatuto da entidade; alocação dos ativos; balanços contábeis; avaliação atuarial, atas de deliberação e fatos relevantes disponibilizados via sítio eletrônico da entidade e ou via imprensa aos participantes e ou comunicados em reunião de participantes. As informações em sítio eletrônico são abertas a público em geral ou restritas através de login e senha aos <i>stakeholders</i> .
Comitê de investimentos	Na existência com membros eleitos ou indicados; profissionais de mercado independentes, ou ainda, inexistência do comitê. Reuniões com agenda predeterminada ou quando necessário. Participação de todos os diretores executivos nas reuniões ou somente. Com regimento interno ou não.
Parte II: Exemplos de características específicas e observáveis em fundos de pensão	
Tipos de patrocinadores	Com conexão com o governo através do tipo de patrocínio; ou relações com setor econômico de atuação do patrocinador como o financeiro que pode possuir empresas ligadas de gestão de recursos, segue do governo ou privada, ou ainda instituídos ou setoriais.
Tipos de planos	Há os planos de benefício definido em que são estabelecidos em regulamento, previamente, os benefícios a receber no futuro. Por outro lado, há os planos em que não se estabelece previamente o benefício que irá receber e sim, a definição da contribuição, são os planos de contribuição definida. E um terceiro, que combina o primeiro tipo na fase de complementação e o segundo no momento das contribuições.
Gestão da carteira de investimentos	Gestão própria para alocação de recursos sujeitos à regras do Conselho Monetário Nacional (CMN), do CNPC e supervisão da PREVIC; terceirização total a gestores de mercado fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Instrução CVM n. 558, 2015). Gestão híbrida para alocação em estratégias específicas com gestores de mercado e títulos mantidos a vencimento na carteira própria

Nota: Adaptação da autora para os diferentes tipos de práticas de governança e diversidade de características entre os fundos de pensão são observados na indústria através da legislação vigente (Leis Complementares n. 108 e n. 109 de 2001) e documentos públicos através do endereços eletrônicos de parte dos fundos de pensão.

A Figura 1 a seguir, aborda as diferentes sobreposições de contexto do ambiente de investidores institucionais sob as quais estão sujeitos. Do ambiente externo ao interno, a primeira sobreposição apresenta o contexto da orientação financeira do país que impacta na limitação de alocação de ativos pelos investidores no mesmo ambiente. A segunda, trata-se da regulamentação específica ao tipo do investidor. Entretanto, sob a mesma regulamentação, há heterogeneidade entre investidores de mesmo tipo que acaba por influenciar o comportamento para decisões de alocação em ativos. Por sua vez, os diferentes tipos de comportamento determinam as práticas de governança interna desses investidores.

Figura 1. Sobreposições de contexto do ambiente de investidores institucionais.

Fonte: elaborado pela autora.

Desta forma, a revisão de literatura desta tese aprofunda a compreensão de possíveis determinantes para a governança de investidores institucionais a partir de fundos de pensão no Brasil.

1.2.2 Associação entre governança corporativa e retorno dos investimentos

A segunda parte do estudo propõe teoria a partir de investigação sobre a associação do uso de práticas superiores de governança com retorno de investimentos de investidores institucionais de mesmo tipo e mesmo contexto financeiro de economia emergente. Assim, a pesquisa retoma o problema básico de governança que ocorre em qualquer organização quando o principal deseja controlar decisões que diferem dos seus agentes e que, o uso de práticas de governança têm por objetivo reduzir os custos de agência através do alinhamento de interesses entre principal e agente (Jensen & Meckling, 1976).

Segundo Coase (1937), o problema de agência surge da relação contratual entre principal e agente. O autor argumenta que a firma é resultado da combinação de fatores em que existem custos de transação associados ao funcionamento das organizações com os mercados e caracterizados pela relação entre seus agentes. Esta relação ocorre através de contratos que podem ser formais e/ou informais e resultado da preocupação com a gestão dos direitos de propriedade (Alchian, 1950; Coase, 1937).

Os custos de transação associados ao funcionamento de uma organização fazem parte da preocupação estratégica da firma, na medida em que podem ser reduzidos e trazer eficiência e eficácia para o sucesso da organização. Williamson (2005) observa que aspectos

comportamentais associados aos custos de transação como racionalidade limitada e oportunismo devem ser considerados nas organizações e que os contratos têm por objetivo proporcionar estabilidade no processo de troca, com regras legais que reforçam a eficácia dos contratos.

Na questão dos direitos de propriedade, Jensen e Meckling (1976) argumentam que as especificações dos direitos individuais é que determinam como os custos e recompensas serão alocados através dos participantes da organização. Dessa forma, o comportamento individual dos participantes dependerá da natureza desses contratos. Os autores definem estes contratos como relação de agência, em que uma parte é o principal que se relaciona com outra parte, o agente, para que este último desempenhe serviço no lugar do principal. Para tanto, há delegação de autoridade do principal para o agente na tomada de decisão dos negócios da organização. Eles argumentam que o agente buscará a maximização de sua utilidade na relação, que pode não ser o melhor interesse para o principal.

O principal, para limitar esta possibilidade, estabelece incentivos para alinhamentos de interesses dos agentes aos dele, incorrendo em custos de monitoramento para garantia de ações que maximizem seu resultado. Os autores também definem o custo de agência como a soma de três partes, sendo o custo do monitoramento realizado pelo principal, o custo de relacionamento com o agente e o prejuízo residual. Destacam ainda que, os custos de agência envolvem qualquer situação em que há esforço de cooperação entre duas ou mais pessoas.

Fama e Jensen (1983) ao discutirem estrutura da organização para solução do problema de agência, destacam as estruturas contratuais de grandes organizações que separam as decisões de aprovação e monitoramento das decisões de iniciação e execução. Os autores argumentam que não são somente as grandes corporações abertas e de propriedade difusa que apresentam a questão da separação das funções de tomada de decisões da organização e dos responsáveis pelos riscos residuais do negócio. Destacam ser comum que, em grandes associações de profissionais, fundos mútuos e até em organizações sem fins lucrativos, há uma estrutura contratual que separa as decisões de controle, que, envolvem ações de aprovação e monitoramento das decisões de gestão relacionadas às atividades de iniciação e execução das decisões.

Os autores observam que à medida que a organização se especializa em áreas, há o processo de delegação para níveis mais baixos da organização. Assim, o principal não estando preparado para a gestão das atividades da empresa, surge a necessidade de se criar uma estrutura de controle representada pelo conselho. Esta estrutura de decisão é a forma como

representantes dos que detêm o risco do negócio e controlam as ações de seus agentes. Os autores observam que organizações não complexas e de conhecimentos específicos importantes para decisão de gestão e controle, acabam sendo mais eficientes através de poucos agentes.

A Figura 2 abaixo busca destacar a necessidade de adequação do sistema de controle das decisões, que tem por objetivo reduzir os custos de agência e que devem buscar estrutura que não supere o benefício econômico gerado pela atividade da organização.

Figura 2. Fluxo de caixa livre da organização em relação aos custos de agência.

Fonte: Adaptação pela autora do artigo de Fama e Jensen (1983).

Fama e Jensen (1983) argumentam ser relevante reconhecer as características dos reclamantes residuais ou *residual claimants*, que possuem o direito em requerer o fluxo de caixa líquido da companhia ou ainda, os *residual risk beares*, que tomam o risco pelo direito de receber o caixa líquido da companhia. Por sua vez, os agentes proverão condições em troca de pagamento especificado para prover de forma satisfatória os interesses dos *residual claimants*.

Entretanto, reclamantes residuais de diferentes formas de organizações possuem diferentes restrições. Exemplo como reclamantes residuais menos restritivos são os acionistas ordinários de grandes corporações, denominadas de empresas abertas. Empresas fechadas e menores, geralmente, possuem reclamantes residuais mais restritivos às ações dos agentes de decisões internos da companhia. Os autores observam ainda sobre quando separar ou combinar as funções de decisões de controle (aprovação e monitoramento) e de gestão

(iniciativa e execução). Para tanto, analisam diferentes tipos de organizações e de características dos reclamantes residuais.

Na aproximação com o tema desta pesquisa, observou-se a análise destes autores para dois tipos de organização. A primeira é a dos fundos mútuos que se relacionam à questão de governança de investidores institucionais deste estudo, e a segunda das organizações sem fins lucrativos em que se relaciona a característica específica dos fundos de pensão brasileiros, cujos dados serão analisados na parte empírica do estudo.

Em fundos mútuos, Fama e Jensen (1983) argumentam que os requerentes dos resíduos são difusos como os acionistas de grandes corporações não financeiras e não participam do processo de decisão interna. No caso, há forte separação da decisão da gestão da função dos que assumem o risco residual da organização. Estas características levam a um sistema de decisão que separa a decisão de gestão da decisão de controle e que a única função de controle do reclamante residual dos mutuários do fundo é a sua possibilidade de resgates do fundo.

A efetiva atuação do conselho de administração deste tipo de organização não ocorre de forma estratégica como em corporações, pois, apesar do volume de ativos sob a gestão da organização, é presente a possibilidade de resgates dos reclamantes residuais. Além disso, os reclamantes residuais demonstram pouco interesse nos seus conselhos e frequentemente não possuem direito de voto. Os membros externos do conselho são escolhidos pelos gestores internos e, ao contrário de grandes corporações, os conselhos de administração de fundos mútuos não impõem mudanças na gestão. O papel dos conselheiros é limitado ao monitoramento dos problemas de agência contra os resgates dos reclamantes residuais e oferecem pouca proteção, por exemplo, contra fraudes ou roubos dos ativos pelos gestores internos.

Já em organizações sem fins lucrativos, Fama e Jensen (1983) observam que as atividades são financiadas parte por doações e parte pelo fluxo de caixa gerado por estes mesmos recursos. Os contratos não asseguram aos doadores dos recursos a proteção de expropriações do fluxo de caixa líquido das atividades financiadas.

Nestas organizações não há agentes com direitos de alienação do fluxo de caixa líquido, não havendo os reclamantes residuais. Os autores afirmam que o fato de não haver reclamantes residuais com direito ao fluxo de caixa livre, explica a dominância de organizações sem fins lucrativos em atividades financiadas por doadores. Ademais, destacam que ainda permanece o risco de outros agentes expropriarem as doações. Nestas organizações, os autores argumentam que deve haver um sistema de decisão que separe as decisões de

gestão e de controle. Além disso, explicam que este sistema deve existir para que as doações sejam utilizadas de forma efetiva para não serem facilmente expropriadas. Eles também observam que o conselho de administração em organizações mais complexas e sem fins lucrativos, por exemplo, universidades privadas, as decisões mais importantes devem ser analisadas através de um sistema em que as decisões de controle e decisões de gestão são difusas.

Entretanto, pelo fato de não haver reclamantes residuais, a disciplina que incluiria a decisão de agentes internos combinada com a de membros externos em função da expertise específica da organização pode não ser observada. Ao contrário, as decisões de agentes internos são imunes às forças externas de mercado, como a troca de gestores. As organizações sem fins lucrativos possuem conselhos administrativos formados por agentes internos e agentes externos escolhidos pelos próprios agentes internos, o que não garante proteção contra conluio ou expropriação das doações.

Fama e Jensen (1983) argumentam que neste tipo de organização, os membros acabam por se “perpetuar” ao serem aprovados pelos membros existentes. Além disso, geralmente, são importantes doadores que servem sem receber pagamento. E o desejo de continuar com a doação pessoal de contribuições em pecúnia ou tempo é implícito à condição de ser membro do conselho. Essa condição certifica outros doadores de que os membros do conselho são motivados a tomar suas decisões de controle com diligência.

Entretanto, até onde se pesquisou, ainda não há estudo específico que contribua com a teoria sobre as práticas adequadas de governança que reduzam os custos de agência e, por fim, estejam relacionadas ao melhor retorno dos investimentos sob a gestão. Stewart e Yermo (2008) afirmam que o sistema de governança em investidores institucionais é reconhecido pelo aspecto de eficiência na gestão que eleva o desempenho dos investimentos e a garantia na concessão de benefícios.

O fundamento de que há investidores institucionais de mesmo tipo e no mesmo contexto econômico e com desempenho superiores, pode ser observado a partir de estudos de Ambachtsheer, Capelle e Scheibelhut (1998) com fundos de pensão no período de 1993 a 1996.

Os autores explicam que o resultado inferior frente ao retorno esperado é decorrente de problemas de governança da entidade. No caso, a adoção de uma estratégia adotada pela organização não foi suficiente para mitigar riscos operacionais do fundo de pensão e nem foi capaz de obter o incremento necessário para a formação do seu patrimônio. Eles argumentam, a partir de pesquisa junto a 50 executivos de fundos de pensão em 1994, que existem

barreiras observadas pelos próprios gestores de fundos de pensão para a maximização de retorno de suas organizações. As principais barreiras seguiram esta ordem: Um processo de decisão pobre, recursos inadequados para implantação da estratégia, lacuna na compreensão da missão da organização e, no mesmo nível, conservadorismo e insuficiente capacitação dos profissionais.

Na conclusão do estudo de Ambachtsheer et al. (1998), destaca-se que uma boa governança é essencial para obtenção do desempenho esperado e apresentam duas razões.

Primeiro, por que sem uma boa governança, ao longo do tempo, não haverá mecanismos suficientes para mitigar o risco de uma má governança ocorrer e persistir na instituição. Segundo, por que somente uma boa governança poderá dar clareza da missão da organização, assegurar a existência de recursos adequados para elaboração e implantação da estratégia e atrair e manter profissionais qualificados na organização para a busca do desempenho esperado.

Sendo assim, mesmo com a literatura que reconheça o aspecto de eficiência do uso de governança adequada e com respectiva disposição de princípios e guias para essa diretriz, é possível que nem todos adotem as melhores.

Segundo Clark e Urwin (2008a), o preço do baixo desempenho é elevado e é consequência de práticas de governança da própria administração dos fundos de pensão. Os autores afirmam ainda que o passado não é garantia do futuro e deve ser avaliada a governança dos gestores responsáveis pelos investimentos destas organizações.

Ocorre que decisões relevantes de investidores institucionais pode depender de agentes escolhidos por critérios diferentes dos adotados nas corporações conforme argumento de Fama e Jensen (1983), ou seja, podem haver critérios determinados que não necessariamente estejam relacionados à qualificação específica para gestão de investimentos. Existem ainda riscos adicionais na busca do retorno esperado por estas organizações, como o oferecimento de produtos com direitos e objetivos não devidamente definidos.

A Figura 3 abaixo dispõe o contexto para o desempenho dos ativos sob a gestão de investidores institucionais e do uso de práticas de governança, considerando nesta pesquisa a regulamentação, características específicas da organização e de objetivos contratuais dos produtos oferecidos.

Figura 3. Conexão de características no nível da organização e práticas de governança corporativa

Fonte: elaborado pela autora

O desafio da gestão de investimentos destes investidores institucionais é potencializado em ambiente institucional de economias emergentes e da natureza de organização sem fins lucrativos. Estas economias são caracterizadas por altos custos de transação como a pouca transparência e fraca proteção legal a investidores (North, 1990; Peng et al., 2009; Stone et al., 1992) e sob esta natureza há lacunas de incentivos como os que ocorrem em empresas que visam lucro (Ben-Ner & Van Hoomissen, 2006; Chisolm, 1995; Speckbacher, 2008)

1.3 AS JUSTIFICATIVAS DO TEMA

A escolha do tema de pesquisa é motivada por três fatores principais. Primeiro, a crise de fundos de pensão brasileiros a partir de déficits crescentes desde 2011 e o impacto social que causam na medida em que seus participantes e governo dependem da viabilidade dessas organizações para pagamento de benefícios previdenciários. Além disso, no Brasil os gastos previdenciários têm sido cada vez maiores se comparados aos de economias desenvolvidas (Nese, Silva, & Machado Filho, 2014) e como agravante, têm-se os recorrentes escândalos relacionados aos investimentos por fundos de pensão (Lima, 2015).

Segundo, as lacunas existentes na teoria que investigue e enderece de forma adequada questões sobre a associação da governança interna e de características específicas dessas

organizações com retorno dos investimentos e da relação destas características com a determinação da governança em fundos de pensão e em mercado emergente. A pesquisa sugere que esta lacuna não contribui para que reguladores, governos, empresas e seus beneficiários avaliem e monitorem de forma efetiva os gestores de recursos previdenciários.

E terceiro, os fatores de exequibilidade e robustez dos dados e experiência profissional da autoria desta pesquisa para o desenvolvimento do estudo empírico. Para tanto, a pesquisa utilizou informações contábeis auditadas em conformidade ao que determina a legislação (Resolução CNPC n. 8 de, 2011). Estes dados foram fornecidos pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência (ABRAPP) e de suas associadas para uso exclusivo desta investigação. Informações referentes aos aspectos de características específicas e de práticas de governança determinadas para o estudo foram possíveis de se investigar a partir de dados públicos das mesmas organizações em seus estatutos e relatórios anuais disponíveis nos respectivos endereços eletrônicos, conforme relação disponível em endereço eletrônico da PREVIC e plataformas de empresas como Bloomberg, LinkedIn e Google.

Desta forma, conferem-se os aspectos de exequibilidade e robustez para esta investigação e apresentação de teoria.

1.4 AS QUESTÕES DA PESQUISA

A partir dos aspectos expostos nesta introdução da tese e da escolha dos fundos de pensão brasileiros para a investigação do estudo, são duas as questões da pesquisa. A primeira é a principal da tese e a segunda, a derivada da principal, que seguem abaixo:

Questão principal:

“No Brasil, qual é a associação de melhores práticas de governança e de características no nível dos fundos de pensão com o desempenho dos investimentos?”

Questão derivada da principal:

“No Brasil, qual é a relação de características no nível dos fundos de pensão com o uso de melhores práticas de governança?”

1.5 A ESTRUTURA DA TESE

A abordagem de práticas de governança nesta pesquisa, envolve aspectos que concernem as áreas de administração e finanças corporativas. Sua aplicabilidade é inerente a qualquer organização econômica e os mecanismos de controle e de monitoramento devem oferecer os incentivos adequados aos diferentes papéis e de forma contínua. Contudo, faz-se importante destacar as seis principais delimitações para serem alcançados os objetivos central e específico desta pesquisa.

A primeira delimitação é que não será tratada a governança do fundo de pensão enquanto investidor em empresas e, sim, sob o aspecto de sua organização interna para práticas de governança na busca do retorno esperado. A segunda é que o estudo não aborda resultados de previdência complementar aberta no Brasil, pois a perspectiva deste estudo parte de retorno de investimentos em Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPCs). Tampouco com fundos de pensão de sistema em que é mandatória a contribuição, como no Chile, por exemplo. A terceira delimitação diz respeito à medida de desempenho em fundos de pensão a partir do ganho líquido contábil dos investimentos em que não são aprofundadas outras formas de avaliação como a situação de equilíbrio atuarial, de custos da organização ou aderência de estudos atuariais. Quarta, não se pretende avaliar as decisões de investimento por

classe de ativos, por perfil de riscos de planos, por alocação estratégica entre ativo e passivo, por decisão de região geográfica ou por méritos de investimento sustentável. Quinta, para delimitação da pesquisa e sua viabilidade foram escolhidas práticas de governança com base em estudiosos de governança em fundos de pensão, superiores às determinadas em legislação brasileira e observáveis a partir de informações públicas dos fundos de pensão. O estudo observa práticas que, embora sejam previstas em lei para os fundos de pensão de patrocínio público, não o são no privado e serão observadas neste estudo. E sexta delimitação, as características específicas de fundos de pensão delimitadas para este estudo tem como componente para sua escolha a factibilidade para obtenção dos dados e fundamentação teórica. Portanto, não se pretende esgotar ou reduzir às práticas observadas nesta pesquisa ou ainda, limitar a influência de possíveis outras características e que não puderam ser coletadas até o momento deste trabalho. E, que poderiam, ter impacto ainda mais relevante no comportamento dos executivos justificando maior investigação. Por fim, entende-se que há práticas observáveis além das escolhidas nesta pesquisa. Acredita-se que as delimitações apresentadas fornecem elementos importantes para futuros estudos.

A estrutura deste estudo compreende 6 capítulos que incluem esta introdução. O capítulo 2 trata da fundamentação teórica e é dividida em cinco seções. A seção 2.1 aborda o ambiente institucional dos fundos de pensão como investidor institucional sob o contexto financeiro do país e de regulamentação, inclusive sob contexto de economia emergente que é o caso deste estudo. Adicionalmente, oferece a reflexão sobre desafios e tendências no ambiente que podem impactar mudanças no comportamento destes investidores. A seção 2.2 discorre sobre o investidor institucional do fundo de pensão, fundamento econômico de sua essência a partir da origem e diferentes tipos de arranjos, até a transição para o modelo de formação de reservas do qual é agente nesse sistema e questões para obtenção do retorno. A seção 2.3 aborda a governança em fundos de pensão como fator crítico para o desempenho esperado e observa os aspectos de governança que são comuns, tanto em fundos de pensão como em empresas. A seção 2.4 aborda os fundos de pensão no Brasil que são a base para o estudo da pesquisa. E a seção 2.5, apresenta a revisão das bases para a determinação de retorno de investimentos por fundos de pensão e fundamenta os diferentes tipos de incentivos para desempenho a partir da heterogeneidade observada na seção 2.4.

O capítulo 3 apresenta as sete hipóteses da tese. As primeiras quatro respondem a questão central. As três últimas hipóteses da pesquisa, respondem a questão derivada da questão principal da tese. Ao final da seção, a Tabela 3 apresenta o resumo dos artigos pesquisados em fundos de pensão com aproximação das associações investigadas nesta tese.

Por sua vez, estes artigos fundamentam a abordagem empírica para teste das hipóteses que será apresentada em seção específica do capítulo seguinte.

O capítulo 4 trata da metodologia utilizada para a evidência empírica da teoria proposta. Neste capítulo são distribuídas seis seções. A seção 4.1 trata da base utilizada, do processo de coleta dos dados e mostra a análise descritiva dos dados. Da seção 4.2 a 4.5 apresentam-se a justificativa teórica e a operacionalização das variáveis. A seção 4.6 detalha a abordagem empírica para testar as hipóteses no modelo e o tratamento da questão da endogeneidade.

O capítulo 5 expõe os resultados observados através da modelagem e teste das hipóteses da pesquisa. Para tanto, distribui estes resultados em três subitens. A seção 5.1 apresenta a análise sobre a estatística descritiva. A seção 5.2 destaca os resultados dos testes das Hipóteses de 1 a 4, respondendo a questão central desta pesquisa: qual a relação de melhores práticas de governança corporativa com desempenho. A seção 5.3 apresenta os respectivos resultados dos testes para as Hipóteses 5, 6 e 7, respondendo a questão derivada da questão central da tese, ou seja, como características de fundos de pensão influenciam o uso de melhores práticas de governança. E a seção 5.4 resume os resultados dos testes para confirmação das hipóteses.

O capítulo 6 apresenta a conclusão da tese em três seções. A seção 6.1 expõe as implicações para a teoria tendo em vista as evidências empíricas das hipóteses da pesquisa. A seção 6.2 destaca as implicações para a prática em função da viabilidade da teoria apresentada. E a última seção 6.3 explica as limitações para o desenvolvimento da modelagem, as principais dificuldades encontradas e sugere estudos futuros, além das delimitações destacadas no início desta seção.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O estudo realizado explica a relação do uso de melhores práticas de governança corporativa em fundos de pensão com retorno dos investimentos e como características específicas dos fundos de pensão influenciam o uso dessas práticas. Para tanto, a pesquisa utiliza os seguintes elementos teóricos: a teoria da agência (Eisenhardt, 1989; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 2003); a visão baseada em instituições (North, 1990; Peng et al., 2009); a economia dos custos de transação (Coase, 1937; Williamson, 2005) e pressupostos comportamentais (Kahnemann & Tversky, 1979; Shiller, 2013; Tihanyi, Johnson, Hoskisson, & Hitt, 2003).

Esta tese retoma o problema básico de governança corporativa que ocorre em qualquer organização, quando o principal deseja controlar decisões que diferem dos agentes da empresa (Coase, 1937). Com o objetivo de reduzir custos de agência, o uso de práticas adequadas de governança contribui para o alinhamento de interesses entre principal e agente (Jensen & Meckling, 1976). A economia dos custos de transação sustentará o problema dos diferentes tipos de contratos e incentivos em fundos de pensão, o que diferencia estas instituições dentro do sistema. Os recursos estratégicos de fundos de pensão na criação de valor decorrem, principalmente, do uso de conhecimento específico, a visão baseada em recursos e a visão baseada em conhecimento. Estes recursos fundamentarão os determinantes da lógica interna destas organizações, no caso desta pesquisa, a lógica interna na obtenção do retorno esperado dos investimentos. A visão baseada em instituições (North, 1990) é relevante para compreender os limites de atuação dos fundos de pensão decorrentes de seu ambiente regulatório e do grau de desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, especificamente, em economia emergente (Johnson et al., 2010). Por fim, os pressupostos comportamentais (Kahnemann & Tversky, 1979; Shiller, 2013; Tihanyi et al., 2003) sustentam o entendimento dos sistemas que moldam os julgamentos e a tomada de decisão nos fundos de pensão.

As seções a seguir neste capítulo, abordam os aspectos que darão sustentação à tese. De forma resumida, são revistos na literatura os seguintes temas: a organização interna de investidores institucionais e sua relevância para compreensão do desempenho dos investimentos a partir dos fundos de pensão brasileiros; a origem do sistema de previdência em que os fundos de pensão são os agentes para viabilização da acumulação de reservas; os principais desafios dos modelos previdenciários no mundo e a escolha do sistema brasileiro; a governança adequada para investidores institucionais na busca do desempenho esperado; a

heterogeneidade dos investidores institucionais a partir dos fundos de pensão brasileiros na determinação do comportamento para governança e decisões de investimento.

2.1 O CONTEXTO DO AMBIENTE INSTITUCIONAL

A investigação dos determinantes da governança dos fundos de pensão como investidores institucionais para obtenção do desempenho esperado, passa pela compreensão das condições e transições institucionais do contexto de ambiente do qual fazem parte. Significa refletir sobre as dimensões das instituições, nível de formalidade e sua evolução ao longo do tempo. Segundo North (1990) instituições são as regras do jogo de uma sociedade ou a forma em que são delimitadas as interações das pessoas e organizações no ambiente, sejam elas regras formais ou explícitas como leis e regulação, até informais ou implícitas como as regras sociais e a cultura, por exemplo. Ocorre que estas estruturas funcionam como incentivos para atuação das organizações, sejam na área política, social ou econômica.

Sendo assim, a pesquisa utilizará a abordagem de (Tihanyi et al., 2003) de forma a se compreender os diferentes incentivos ou influências do ambiente que explicam o comportamento dos investidores institucionais de mesmo tipo para governança. Os autores utilizam duas dimensões para abordagem do ambiente: o primeiro, a partir do sistema financeiro no contexto do país ou de sua principal fonte de financiamento da economia; o segundo, considerando a regulamentação específica do investidor institucional para seu funcionamento.

2.1.1 O sistema financeiro no contexto de países

O objetivo da avaliação do ambiente sob o aspecto do sistema financeiro no contexto de país é compreender a influência da orientação financeira desse sistema sobre o comportamento para a governança de investidores institucionais de mesmo tipo. Ao tratar do contexto do sistema financeiro, (Johnson et al., 2010) destacam que os investidores institucionais estão submetidos à regulação dos limites do país em que atuam. Os autores classificam quatro categorias de sistemas financeiros a partir da fonte relevante de capital de um país para compreensão de sua influência sobre a governança desses investidores institucionais. A primeira, centrada no mercado de capitais como provedor dos recursos para financiamento; a segunda, quando este papel for desenvolvido pelos bancos; a terceira, quando poucas famílias controlarem a maior parte do capital no país e a quarta categoria para

as economias emergentes em que eles afirmam ainda não estar clara a orientação para financiamento.

Aguilera e Jackson (2003) e Webb, Beck, e McKinnon (2003) afirmam que as duas primeiras categorias são observadas em economias mais maduras. No sistema centrado em mercado – primeira categoria, o capital é disperso entre investidores e as leis trabalhistas são mais flexíveis. Em bancos – segunda categoria, há o modelo de financiamento de longo prazo através de dívidas. A participação acionária ocorre através de blocos de controle nas companhias e as leis trabalhistas são rígidas. Já a terceira categoria, capital de controle centrado em poucas famílias, é observada como dominante em países do sudoeste asiático (Claessens, Djankov, & Lang, 2000; Filatotchev, Buck, & Zhukov, 2000; Gomez-Mejia, Larraza-Kintana, & Makri, 2003; La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999). Nestas economias observa-se fraca mobilização dos sindicatos pelos direitos trabalhistas (Nihon Rôdô Kyôkai, 2003). Com relação à quarta classificação – mercados emergentes, Young, Peng, Ahlstrom, Bruton e Jiang (2008) observam que são predominantes a estrutura de propriedade e o uso de mecanismos informais de governança. Johnson et al. (2010) argumentam que estes sistemas estão ora centrados em mercado, ora em bancos ou famílias controladoras e sugerem a necessidade de se avaliar para qual orientação financeira estão se descolocando as economias emergentes.

Teóricos institucionais destacam como característica de economias emergentes o pobre ambiente de proteção legal, os altos custos de transação, o mercado financeiro pouco desenvolvido e a escassez de recursos (North, 1990; Peng, 2003; Stone et al., 1992). Assim, esta pesquisa avança ao abordar as condições de financiamento no contexto da categoria denominada de mercado emergente e sua influência no comportamento para governança de investidores institucionais. A seção a seguir é específica para a compreensão desta quarta categoria.

2.1.2 O contexto financeiro de economia emergente

Em economias emergentes as instituições falham por três motivos principais. Primeiro, lacunas de informação para produtores, empregadores e investidores acessarem bens e serviços necessários à produção e investimentos. Segundo, reguladores podem sobrepor a política sobre a eficiência de mercado. Por exemplo: muitos mercados emergentes restringem a possibilidade de demissão de funcionários. Regras como essa, embora tragam estabilidade à sociedade, podem tornar as empresas dessas economias menos competitivas em comparação

com as de países de economias desenvolvidas. Terceiro, sistemas judiciários ineficientes não colaboram para a confiança e cumprimento de contratos (Khanna & Palepu, 1997). Em mercados emergentes, decisões economicamente ineficientes podem persistir em função da pouca transparência e por serem mercados fracos em controles corporativos (Khanna & Palepu, 2000). Estas características de instituições em mercados emergentes, ou lacunas, trazem maiores custos às transações uma vez que as firmas necessitam proteger seus ativos de expropriações com contratos mais restritivos, além de outros mecanismos de controle, reduzindo a eficiência no uso de recursos (Chan, Isobe & Makino, 2008)

Williamson (1985) trata da minimização dos custos de transação, sendo importante compreender como estes custos afetam as economias emergentes em seu mercado de dívida e de capitais. O fato é que lacunas em econômicas emergentes (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998), têm como consequência, mercados financeiros o pouco desenvolvidos pela falta de recursos para investimentos e alto prêmio pelo risco que é imposto pelos intermediários financeiros Inoue (2011).

Inoue (2011) discorre sobre os altos custos de transação, assimetria de informação e elevado risco sistemático ou de mercado que não se pode diversificar, que tornam dificultosas a captação de recursos via dívida em economias emergentes. O longo prazo e alto custo em disputas legais implicam maior risco para os credores. A reduzida cobertura de analistas de mercados sobre as empresas, eleva lacunas de informação entre executivos de empresas e intermediários financeiros. Estes fatores impõem ao mercado financeiro de dívida dessas economias, altas taxas de juros e prazos reduzidos que não tornam possíveis investimentos de longo prazo em projetos das empresas. Nesse sentido, Inoue (2011) destaca o papel do governo que, através dos seus bancos de desenvolvimento, subsidiam recursos de longo prazo para apoiar o desenvolvimento de determinadas indústrias ou de novos setores da economia.

No entanto, ao contrário do que se poderia esperar, estudos empíricos não suportam o argumento de que desempenho de firmas em países com lacunas institucionais é menor que em países com instituições mais bem desenvolvidas (Chan et al., 2008). Uma possível explicação para esta contradição é que o mercado de oportunidades em países com lacunas institucionais pode compensar os altos custos de transação e produção, gerando vantagens competitivas maiores do que em países com instituições mais desenvolvidas. Por exemplo, em economias desenvolvidas, as instituições facilitam novos entrantes, ao passo que em economias em que há lacunas institucionais pode haver maiores barreiras de entrada, dando vantagens às firmas que já se posicionaram no mercado (Chan et al., 2008). Adicionalmente, também se destaca a associação positiva de melhor desempenho de empresas com maior nível

de risco em economias emergentes (Kohers, Kohers & Kohers, 2006). O mesmo poderia ser observado no desempenho de investidores institucionais.

De forma a compreender os fatores que influenciam a governança de investidores institucionais no contexto de economia emergente, esta pesquisa se fundamenta na avaliação do funcionamento do capitalismo dessas economias. Musacchio e Lazzarini (2015), além de destacarem estudiosos de instituições sobre os mercados de dívidas e de capitais pouco desenvolvidos em economias emergentes (Beck & Levine, 2003; Haber, 2008; La Porta et al., 1998), observam que além do ambiente de baixa proteção legal e altos custos de transação dessas economias, há problemas de inflação e uso de instrumentos de dívida que tendem ao curto prazo (Goldsmith, 2006; Perotti & von Thadden, 2006; Roe, 2006).

Nesse cenário, esta pesquisa retoma a participação do governo no desenvolvimento do mercado de capitais. Musacchio e Lazzarini (2015) observam a intervenção do governo como forma de diminuir as limitações de capital ao prover financiamento às empresas. Em linha com este argumento, Lundberg (2014) destaca que no Brasil a oferta de crédito de longo prazo é feita, majoritariamente, através de financiamentos direcionados e liderada por três grandes bancos públicos federais: o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco do Brasil. Por exemplo, o crédito para investimentos nas empresas é realizado na maior parte pelo BNDES através de operações diretas e de repasses; o de financiamento para habitação tem como principal instituição a CEF, em sua maioria, concedido através do Sistema Financeiro da Habitação (SFH); o de recursos ao setor rural através do Banco do Brasil, que é a principal instituição e que concede a linha através do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR). Destaca-se que, além do BNDES exercer papel principal na oferta de capital de longo prazo, este é oferecido pelo banco ao mercado com taxas subsidiadas (Giambiagi, Leal, Moreira, & Faveret Filho, 2009; Lazzarini, Musacchio, Mello, & Marcon, 2012; Tarantini Junior, 2013; Valle, 2008). Giambiagi et al. (2009) reportam estudos do Banco Mundial ao argumentarem que estes empréstimos subsidiados provocam distorções no mercado de crédito e prejudicam o desenvolvimento do mercado de capitais no país.

As participações acionárias minoritárias do Estado substituem os mercados em parte (Musacchio & Lazzarini, 2015). No Brasil, o governo além de possuir o controle em empresas com participações majoritárias, também tem feito seu banco de desenvolvimento, o BNDES, a operar como se fosse uma *holding* estatal. O BNDESPar (BNDES Participações S.A.) é uma empresa do BNDES para viabilizar investimentos diretos no capital das empresas e possui participações em companhias como NET, que pertence ao Grupo Globo da área de

mídia, a Eletrobras, estatal do setor de energia e a antiga Aracruz, importante no setor de produção da celulose. A participação do governo no mercado de capitais é ainda mais abrangente ao observar suas conexões com fundos de pensão de patrocínio de empresas estatais. No caso, as privatizações que seguiram após 1990 reforçam a influência do governo. Lazzarini (2011) cita, entre os vários exemplos, o caso da Vale S.A., em que seus dois acionistas diretos são a Valepar S.A. e o BNDESPar. Ocorre que entre os controladores da Valepar, encontra-se a Litel Participações S.A., que tem como principais acionistas controladores de fundos de pensão patrocinados por empresas públicas. Este mesmo tipo de posição do governo no sistema financeiro é observado em economias emergentes da Ásia e países da América Latina, como destacado por Djankov e Murrell (2002). Desta forma, é possível argumentar que o contexto do sistema financeiro do Brasil se fundamenta na orientação financeira a partir do governo na forma direta e através de bancos oficiais.

2.1.3 A regulamentação específica de investidores institucionais

Sob o aspecto de tipo de regulamentação, Johnson et al. (2010) argumentam que os investidores institucionais são classificados a partir da forma como estão organizados e registrados. Consequentemente, diferentes tipos de investidores institucionais sofrem diferentes tipos de pressões regulatórias e normativas. A regulamentação exerce influência, inclusive, nas preferências de participação desses investidores, dependendo de características específicas da organização como tamanho, potencial de crescimento e inovação (Bushee, 2001; Del Guercio, 1996; Hoskisson, Hitt, Johnson, & Grossman, 2002; Kochhar & David, 1996; Lang & McNichols, 1997). Referente à pressão regulatória, Johnson et al. (2010) destacam os fundos de pensão como investidores e sua obrigação legal de cumprimento de prover o benefício de aposentadoria. Já Kochhar e David (1996) e Ryan e Schneider (2002) avançam ao observar que, para estes investidores institucionais, o ambiente regulatório é intrínseco à sua atividade. Relacionado ao horizonte de investimentos, Hoskisson et al. (2002) argumentam que gestores de fundos de pensão não são pressionados para resultados de curto prazo, pois, usualmente, a remuneração é com base em salários e não através de compensações com base em mercado. Além disso, o cumprimento de pagamento de benefícios aos participantes dessas organizações é no longo prazo. Johnson et al. (2010) observam que participações reduzidas por investidores institucionais no mercado de capitais enfrentarão menor pressão regulatória. Já para os fundos mútuos de investimentos, a forte

pressão normativa sobre a decisão de investimentos é comparativamente maior em função de maiores necessidades de liquidez, visibilidade e frequência na avaliação de seu desempenho.

2.1.4 A relevância dos investidores institucionais no sistema financeiro

A última década foi marcada por forte aumento da participação de investidores institucionais em companhias listadas em bolsa. Como exemplo, em meados de 1960 nos EUA, as pessoas físicas eram os detentores de 84% das ações listadas em bolsa. Em 2011, essa participação foi reduzida para menos da metade ou 40% (Çelik & Isaksson, 2013). Hoskisson et al. (2002), já descrevia crescimento e concentração de 65% de ações dos EUA entre fundos mútuos, fundos de pensão, seguradoras e outros institucionais e que esta proporção, em relação à pessoa física, se elevaria ainda mais, tanto nos EUA como ao redor do mundo. No Brasil, contexto de país emergente deste estudo, observa-se a participação ainda menor de investimento direto em ações por pessoas físicas, ou cerca de 5%, conforme dados de fevereiro de 2016 da BMF&BOVESPA (2016). Tal evolução e centralização de ativos sob a gestão de investidores institucionais lança luz à questão da governança interna dessas organizações, consideradas como instrumentos modernos do sistema financeiro dos mercados em escala decorrente dos ativos sob a gestão desses investidores e tendência de maior crescimento e centralização (CGFS, 2003).

A tendência de maior crescimento e centralização de ativos sob a gestão de investidores institucionais resulta em mudanças na indústria de ativos. Essas mudanças impactam nos incentivos de gestores de ativos e influencia as decisões de investimentos e o resultado de mercado. Em outras palavras, significa dizer que essa tendência da indústria leva à necessidade de se compreender o potencial de mudança no comportamento do investidor institucional e consequente impacto no mercado financeiro global. Como observado na seção introdutória, esta tendência tem promovido discussões sobre o papel dos investidores institucionais em governança corporativa como proprietário de empresas listadas, que culminou em iniciativas regulatórias e voluntárias em nível de engajamento dos acionistas, como o Boletim de Interpretação 2008-1 da US *Employee Retirement Income Security Act* (ERISA) e o UK *Stewardship Code* (Financial Reporting Council, 2012).

A ERISA é uma lei federal dos EUA que estabelece padrões mínimos para os planos de benefícios de aposentadoria e de saúde através de um sistema privado e na forma voluntária de adesão e o Boletim de Interpretação 2008-1 é a instrução que trata dos deveres de fidúcia que os fundos de pensão têm sobre a gestão de ativos, dentre eles, o monitoramento

e governança sobre as empresas investidas (Employee Benefits Security Administration 29 CFR Part 2509 RIN 1210–AB28, 2008). Em 2012, o UK *Stewardship Code* correspondeu a princípios que estimularam o engajamento de investidores institucionais a uma gestão eficaz e promoveram o melhor exercício de sua gestão de investimentos para o sistema de “cumprir ou explicar”. Através desses princípios os investidores institucionais, a partir da dimensão e complexidade de sua estrutura e da natureza dos riscos de investimentos sob a sua gestão, devem cumprir o que for contratado ou explicar a decisão tomada.

Ocorre que a gestão de investidores institucionais vai além do engajamento sobre a governança de empresas investidas. Seu dever de fidúcia envolve duas questões centrais em governança na busca do desempenho esperado. Estas questões dizem respeito aos processos de delegação de decisões de investimentos e dos incentivos para alinhamento de interesses. Segundo o relatório do *Bank for International Settlement* (BIS) (CGFS, 2003), a organização dos investidores institucionais ainda requer evolução e as expectativas são ainda de maior concentração e volume de ativos sob a gestão dessas organizações.

Com relação ao desenvolvimento da organização de investidores institucionais, o BIS (CGFS, 2003), destaca três grandes tendências:

- a) ampliação da classe de ativos alternativos com gestores não regulados;
- b) crescimento da gestão passiva de investimento através de capitalização baseadas em índices suportados por maior valorização das ações negociadas em bolsa de valores;
- c) a consolidação e especialização da gestão de ativos financeiros.

O motivo decorre da economia de escala através de fundos indexados, do volume de estudos e pesquisas de mercado e ativos alternativos disseminados através de gestores ativos. Estes gestores ativos são os que buscam alfa, que corresponde ao retorno superior ao índice de mercado (Jensen, 1968).

O desenvolvimento da indústria de investidores institucionais tem gerado incentivos para mudanças na estrutura da gestão ativos. Dentre essas mudanças o grupo de trabalho do CGFS (2003) observa:

- a) a construção de mandatos mais específicos de alocação em ativos e com ênfase em medidas de desempenho relativo como limites menores para *tracking error*. O *tracking error* corresponde ao desvio padrão ou diferença entre o retorno observado do ativo com o seu *benchmark* ou determinado índice de mercado, ou ainda, condições ainda mais desafiadoras para alocação em ativos, como limites em ativos específicos ou regras de diversificação;

- b) gestão com foco no estilo e processo de investimentos. Enquanto avaliações periódicas pressionam o horizonte de curto de prazo para investimentos, o foco em estilo e processo de investimentos estimulam consistência na gestão. O tipo de gestão demonstra o desempenho histórico como parte do processo de avaliação e não como único direcionador para avaliação do gestor;
- c) políticas de compensação por desempenho relativo. Estas políticas vão além de percentuais fixos sobre ativos sob a gestão. São esquemas não diretamente relacionados ao desempenho, mas uma recompensa sobre o desempenho indireto e relativo a um índice padrão ou *benchmark*. O objetivo é gerar incentivo implícito na estrutura de gestão.

2.1.5 Os desafios para obtenção do retorno dos investimentos

Ocorre que investidores institucionais têm reconhecido a necessidade de avaliar o desempenho dos ativos relacionados a questões socioambientais e de governança, ou em inglês *Environment, Social and Governance* (ESG) (Smith, 2011). Segundo o artigo de Smith (2011), o engajamento na *due diligence* e avaliação das questões ESG pelos investidores têm contribuído para entender novos riscos e identificar novas oportunidades que não eram então observadas sobre os ativos. De acordo com o relatório da Organização das Nações Unidas (ONU) (United Nations, 2006), há evidências de que as questões ESG podem impactar o valor para os acionistas, tanto no curto como no longo prazo. A valorização dos ativos decorre de fatores denominados como extra financeiros. Por exemplo, a transparência que se requer das empresas no processo de tomada de decisão para investimentos nestas companhias. O *Carbon Disclosure Project* (CDP), traduzido nesta pesquisa como Projeto de Transparência sobre Emissões de CO₂, é uma iniciativa de 2006 para promoção de transparência de empresas listadas sobre questões de mudanças climáticas. Esta iniciativa estendeu suas ações e estabeleceu em 2011 o projeto específico para o CDP *Water Disclosure Project*, traduzido como Projeto de Transparência do Consumo de Água (Smith, 2011) para este trabalho.

Rattner (2010) discute sobre o paradoxo da acumulação e concentração do capital. Segundo seu artigo, o desenvolvimento sustentável virá da construção de cooperação e solidariedade, na distribuição equitativa do produto social e na reformulação do sistema político. Os fundos de pensão na acumulação de recursos previdenciários são atores relevantes nas economias e não estão isentos da responsabilidade do que seus investimentos possam causar ao meio ambiente e ao bem-estar das populações. A ONU assumiu a responsabilidade

em promover engajamento dos investidores institucionais com as questões ESG no processo de tomada de decisão. Os *Principles for Responsible Investment* (PRI), ou traduzido como os Princípios para o Investimento Responsável, representam o engajamento dos investidores institucionais em investir em negócios sustentáveis e reforçam em seis princípios em atenção às questões socioambientais e de governança em seu processo de investimento. Os princípios, traduzidos nesta pesquisa, compreendem:

- a) incluir as questões de ESG nas análises de investimento e nos processos de tomada de decisão;
- b) como proprietário de ativos, incorporar os temas de ESG nas políticas e práticas de alocação de recursos;
- c) buscar a transparência adequada nas empresas em que investem quanto às questões de ESG;
- d) promover a aceitação e a implementação dos princípios no conjunto de investidores institucionais;
- e) trabalhar em conjunto com os demais investidores para reforçar a eficiência de todos na implementação dos Princípios;
- f) divulgar as atividades e progressos em relação à implementação dos Princípios.

Assim, como as questões do meio ambiente, os impactos causados pela globalização acompanhada da inovação tecnológica, mudam o padrão do desenvolvimento capitalista (Viana, 1997). Jessop (1993, como citado por Viana, 1997) destaca em seus estudos cinco tendências da economia mundial contemporânea:

- a) a rápida evolução e difusão de novas tecnologias;
- b) a passagem do modo de produção baseado em processos rígidos e consumo de massa padronizado, para um modo em que predominam processos flexíveis e de consumo variável;
- c) crescimento da internacionalização do comércio, da indústria e, principalmente, financeiro;
- d) reestruturação em torno de três regiões econômicas: Europa, Estados Unidos e Ásia;
- e) o rápido impacto de crises no compartilhamento de riscos através da globalização.

Segundo Viana, (1997), esse novo padrão de desenvolvimento ocasionou maior integração dos mercados, o que provoca ampliação das opções de consumo disponíveis para os governos, empresas, classes sociais e indivíduos de forma isolada. A abrangência dessas opções depende da posição particular de cada parte nessa economia global. Outra situação é a transição pós-industrial e as transformações do mercado de trabalho que inibem, tanto a

capacidade de origem fiscal dos governos, como a capacidade contributiva dos indivíduos. Ocorre que o novo padrão tecnológico são privilegiados o capital especulativo ao invés da produção. Este padrão impacta em redução do recursos dos governos decorrentes da capacidade produtiva e da oferta de empregos. O problema é que a capacidade produtiva é um dos pilares da estrutura tributária das economias e o outro pilar de recursos é do trabalho, que gera a capacidade contributiva dos cidadãos. A autora também afirma que a tendência é que apareçam novos modelos para fazer frente às tendências de globalização e que podem ser uma combinação de universalismo e particularismo, universalismo leve e ocupacional pesado, ou um padrão nacional e diversificação subnacional. Ocorre que as reformas que vêm sendo realizadas no *welfare state* das nações, ainda não foram suficientes para resolver o problema da maior pressão fiscal e destaca que o problema, na verdade, é ainda maior, pois, além de afetar áreas clássicas das funções do Estado, a globalização impacta a própria economia interna do país e sua capacidade de crescimento do produto interno.

A partir da compreensão das diferentes dimensões do ambiente institucional de investidores institucionais é importante reconhecer os seus diferentes tipos, como estão organizados para decisão de investimentos e o engajamento para governança desses investidores.

2.1.6 Os diferentes tipos de investidores institucionais

Como mostrado na seção introdutória, a determinação de diferentes tipos de investidores institucionais decorre do capital de origem dessas organizações (Aguilera & Jackson, 2003) e que não possuem as mesmas preferências para determinação de resultado (Hoskisson et al., 2002; Pedersen & Thomsen, 1997; Ryan & Schneider, 2002).

A organização de um investidor institucional pode ser de forma independente ou parte de um conglomerado, por exemplo, fundos mútuos que são geridos por uma subsidiária de um banco. Çelik e Isaksson (2013) observam que nem sempre investidores institucionais podem ser definidos como aqueles que investem os recursos de propriedade de outros. Esta exceção se fundamenta no papel dos fundos soberanos que são os proprietários ao servirem na política de estabilização financeira da economia de um país. Há ainda a forma híbrida de investidores institucionais, que podem ocorrer, por exemplo, em fundos de *private equity*. No caso, quando há co-investimento realizado por sócios da gestora do e investimento de investidores institucionais, como os fundos de pensão. A partir do fundamento de que há diferentes tipos de investidores, com respectivas preferências, o capital de origem desses investidores é o fator

que determina os diferentes interesses. Aguilera e Jackson (2003) observam a pouca atenção para esta questão de diferentes tipos de origem de capital investidos na economia por investidores institucionais. Eles definem três dimensões para esta relação de capital investido numa empresa:

- a) se o capital é de interesse financeiro ou estratégico;
- b) quanto ao nível de comprometimento ou liquidez do capital investido;
- c) se exerce controle através de dívida ou participação acionária.

O grupo de trabalho do BIS (CGFS, 2003) define os investidores institucionais como profissionais que constroem e mantêm uma carteira de ativos através de diferentes categorias de organizações. Dessa forma, observam ser relevante a categorização dessas organizações a partir das diferenças que decorrem do propósito e dos objetivos traçados para estas. Por exemplo, um mandato de investimentos que define a estratégia de alocação de ativos para obtenção de retorno de investimento, ou de provisão de benefícios através de estatuto de um fundo de pensão, ou ainda um contrato de reposição diante de um sinistro. O BIS (CGFS, 2003) apresenta as definições para três relevantes categorias de investidores institucionais, tem termos de alocação de recursos, segundo seus objetivos e propósitos.

A primeira, são os fundos mútuos, ou veículos coletivos de investimentos, têm como objetivo a obtenção de maior retorno pela possibilidade de diversificação por profissionais e custos reduzidos pela concentração de recursos que lhe confere escala. A concentração ocorre através de investidores individuais que transferem os recursos com o objetivo de maior retorno para atender propósitos diversos. Estes veículos são atrativos aos investidores pelos diferentes perfis de risco/retorno de uma carteira de ativos e com redução de custos quando realizado em conjunto com outros investidores elevando sua escala. Proporcionam a coleta de informações de forma mais eficiente e melhores condições de negociação, por exemplo, rebates de taxas e comissões. Seus investidores são pessoas físicas (parte do varejo) ou pessoas jurídicas (do atacado). O objetivo desses investidores é o retorno líquido sobre os recursos aportados em função do risco que concordaram incorrer. O grupo do BIS (CGFS, 2003) observa que este é o veículo primário do mercado financeiro e de capitais para investimentos pelos indivíduos.

A segunda categoria, são as companhias seguradoras têm como objetivo oferecer produtos como anuidades na garantia de propósitos específicos de seus clientes. A determinação do prêmio a ser pago por uma apólice de seguro de vida, por exemplo, tem como base o retorno da carteira de ativos sob a gestão da seguradora e de elementos do próprio seguro. A principal diferença de uma seguradora para outros investidores

institucionais decorre de sua estrutura de obrigações ou de seu passivo. Observa-se na gestão dessas organizações o caráter atuarial que está relacionado à possibilidade de morte e sobrevivência de um indivíduo que contrata o seguro. Em outras palavras, avalia a probabilidade de expectativa de vida de um indivíduo. Ocorre que não se sabe o término da vida de um ser humano, entretanto, existe a possibilidade de se avaliar para uma população, em determinando período de tempo, o risco de morte desse conjunto. Este risco é estimado através de modelos probabilísticos para observar o tempo que decorre entre a idade do indivíduo e o momento de sua morte, em conjunto com outras funções da população em estudo. A partir desses modelos é construída a Tábua de Mortalidade, que é a função de sobrevivência $S(x)$ ou probabilidade de sobreviver até x anos desde o nascimento (Lopes & Savoia, 2013). Este caráter explica a alocação estratégica de ativos entre renda fixa e renda variável ao longo do tempo e estimula a gestão interna de investimentos nestas organizações. Como resultado, também acabam por oferecer produtos de gestão de ativos e passivos a fundos de pensão que administram o risco atuarial em seus planos.

E terceira, são os fundos de pensão como a categoria de investidor institucional que será aprofundado nesta revisão para endereçar o problema de pesquisa. E, relacionado à relevância dessas organizações no contexto financeiro global, Ambachtsheer (2016) argumenta que geralmente as pessoas têm a visão de que estes investidores institucionais são os maiores *players* da riqueza global e de que os US\$ 36 trilhões observados ao fim de 2015, segundo os estudos da consultoria Willis Towers Watson (2016), são suficientes para esta percepção. A Tabela 2 abaixo apresenta a distribuição entre os diferentes tipos de investidores institucionais.

Tabela 2 – Investidores institucionais e ativos sob a gestão no mundo.

Investidores Institucionais	Ativos (US\$ Trilhões)
Fundos de pensão	36
Administradores de riquezas privadas	33
Companhias Seguradoras	24
Fundos Mútuos de Investimentos	24
Fundos soberados	5
<i>Endowments</i> / Fundações	1
Total	123

Fonte: Adaptação da autora a partir da Tabela 4.1 de Ambachtsheer (2016).

Ambachtsheer (2016) ao observar a distribuição da riqueza global infere que os fundos de pensão parecem não ser os maiores *players*. A Figura 4 abaixo, mostra a magnitude dos números dessa distribuição.

Figura 4. Distribuição do capital global entre a população adulta

Fonte: Elaboração da autora adaptado de dados de Piketty (2014) e Ambachtsheer (2016).

Segundo estudos de Piketty (2014) sobre a distribuição da riqueza no mundo, apenas 1% da população adulta global detém 50% dessa riqueza, enquanto 49% a outra metade. Contudo, a riqueza distribuída entre a outra metade da população global é desconhecida. Ambachtsheer (2016) ao observar o capital global de US\$ 350 trilhões e comparar os ativos sob a gestão entre as diferentes categorias de investidores institucionais, infere que, certamente, os outros 50% da população não possuem os US\$123 trilhões sob a gestão de investidores institucionais e que os fundos de pensão e fundos mútuos devem representar os 49% destacado na Figura 4 acima, ou a classe média da população. O autor, no contexto de concentração de riqueza (Piketty, 2014), observa que as riquezas privadas são parte maior que os US\$ 33 milhões demonstrados na Tabela 2 acima, ao se considerar o capital de US\$ 175 trilhões concentrada em 1% da população adulta global.

Ambachtsheer (2016) destaca a relevância de se distinguir os fundos de pensão das demais categorias. O autor argumenta que o propósito destas organizações tem o dever fiduciário de gerir a riqueza de participantes de planos de benefícios. Destaca e que membros de conselhos deliberativos e executivos de fundos de pensão são as pessoas chave, pois, são os responsáveis para a criação e condução de processos que assegurem a gestão no horizonte de longo prazo e a criação de valor à carteira de investimentos dos planos sob a gestão.

Assim, para compreender as diferenças que determinam as preferências e incentivos para decisão de investimentos em fundos de pensão, é relevante abordar sua origem para entendimento de sua essência ou razão de ser, como destacado na introdução da pesquisa. As seções a seguir apresentam as teorias que fundamentam a origem da previdência social no mundo, os diferentes tipos de arranjos previdenciários, até a identificação da organização de fundos de pensão e os desafios para a governança.

2.2 O FUNDAMENTO ECONÔMICO DOS FUNDOS DE PENSÃO

Os fundos de pensão são organizações que fazem parte do sistema de previdência de países, sendo que os 300 maiores fundos de pensão do mundo concentram cerca de U\$S 14,8 trilhões de ativos (Willis Towers Watson, 2016). Nesse contexto, observa-se o desempenho desfavorável diante da perda de 3,4% em 2015 em relação ao total de ativos do ano anterior. Estudos observam que a queda das taxas de juros, o baixo crescimento de economias emergentes e a apreciação das moedas desses países frente ao dólar são os fatores que explicam este resultado (Willis Towers Watson, 2016). Para compreender estes investidores institucionais e seu propósito.

A previdência é um dos benefícios do sistema de seguridade social ou do *welfare state* de países. Tanto as economias abertas como as que já estão globalmente integradas, tiveram seus sistemas guiados pela construção de *welfare state*. Segundo Esping-Andersen (1995), é uma das marcas do que chamou de era dourada – em inglês *golden age* – para o período de prosperidade pós-guerra. Representou uma era de construção econômica, moral e política. O autor afirma que, economicamente, a *golden age* foi a desconstrução da lógica pura de mercado. Esta era se voltou para a conquista de exigência da segurança, de emprego, direitos de cidadania e defesa das ideias de justiça nos campos social, de solidariedade e universalismo. Entretanto, as premissas para a construção desse modelo de *welfare state* não são mais existentes. Por exemplo, a dinâmica de crescimento econômico dos países sem ser por um processo inflacionário, mas, com demanda por produtos do próprio país, um nível de emprego maior na indústria do que na área serviços, uma população com maior contingente de pessoas em fase laboral do que mais pessoas recebendo benefícios. Estes são exemplos de modificações estruturais que direcionam para uma maior reflexão sobre mudanças nos princípios de *welfare state* (Gosta Esping-Andersen, 1995). As seções que seguem aprofundarão a questão e as conexões com elementos teóricos deste estudo.

2.2.1 O fundamento econômico da seguridade social

Os sistemas de seguridade surgem da preocupação das sociedades em proporcionarem condições dignas de sobrevivência à população e vêm de longa data. Registros no Livro de Miquéias, que é o sexto livro dos doze profetas menores da Bíblia hebraica e cristã, há cerca de 2.700 anos descrevem a preocupação do profeta com o direito da viúva, dos órfãos e dos estrangeiros tidos como escravos e sem condições dignas de sobrevivência. Textos do século XVI destacam o planejamento racional das autoridades do extinto Império Inca em prover condição de bem estar à sua população (Metraux & Alexander, 1961).

Já a organização da previdência como instituição se desenvolve com o processo de industrialização e urbanização dos países no século XIX. O problema era que a estrutura de mercado de trabalho não era suficiente para resolver questões de riscos econômicos relacionados ao envelhecimento. No caso, a necessidade de haver pensões deveria ser resolvida por um sistema próprio, assim como questões trabalhistas com o próprio mercado de trabalho. Surge assim a previdência contributiva como um processo de convergência em que se segue um determinado modelo de bem-estar social (Gosta Esping-Andersen, 1995).

Em 1880 e 1910, respectivamente, são criadas as leis de proteção contra as condições impostas pela pobreza, respectivamente, na Alemanha e na Inglaterra. Estas leis aproximam-se dos atuais modelos de previdência nos países. Em 1880, na Alemanha, através de seu primeiro Chanceler Otto von Bismark, foi criado um modelo com a contribuição do trabalhador e do empregador, através de um sistema de repartição sob administração do Estado, em que os trabalhadores ativos contribuíam para o pagamento de pensão aos aposentados. Nesse modelo há uma relação direta com o que se contribuiu e o que se receberá, criando-se um conceito de se auferir no futuro um benefício definido antecipadamente. Este tipo de benefício é considerado como tradicional. Por volta de 1910 na Inglaterra, foi criada a previdência social seguindo o modelo alemão por David Lloyd-George do partido Liberal. Seu modelo representou uma reforma social radical para alívio dos mais pobres, em idade avançada e sem condições para trabalhar (Shiller, 2003). Em 1942, o modelo de David Lloyd-George foi modificado por William Beveridge. O modelo de Beveridge era considerado moderno para o sistema de previdência da Inglaterra na época. No caso, o pagamento de impostos pelas empresas e demais contribuintes eram geridos pelo estado que pagaria uma aposentadoria de pensão básica ao cidadão. Dessa forma, os custos previdenciários são financiados através de impostos e os benefícios não guardam relação entre pagar ou não os tributos. Neste modelo o sistema busca resolver o problema da desigualdade,

em que pobres, crianças e idosos sem capacidade de organização são beneficiados com a pensão previdenciária (Flora & Alber, 1981).

Dessa forma, os modelos de Bismark e Beveridge explicam os sistemas de previdência dos dias de hoje e são adotados, tanto nos demais países da Europa e Estados Unidos, como países da América Latina e países da Ásia. Estes modelos foram evoluindo e constituindo seu aparato institucional para regulação de seus sistemas de previdência. Contudo, a forte expansão dos programas de bem-estar social ocorreu após a Segunda Guerra Mundial. Os principais países envolvidos empregaram recursos econômicos, industriais e científicos para os objetivos militares. Incluiu o Holocausto e armas nucleares foram utilizadas, com cerca de 70 milhões de mortes (Sommerville, 2009). Nesse contexto, o sistema de *welfare state* representou a reconquista dos direitos de cidadania, solidariedade e universalismo como afirma Esping-Andersen (1995), o que explica a forte evolução pós-guerra do sistema.

2.2.2 O desequilíbrio no sistema de previdência no mundo

As questões demográficas são a origem dos desequilíbrios estruturais dos sistemas previdenciários sob o regime de repartição simples e da necessidade de reforma (Tafner, 2012). O problema do desequilíbrio do sistema previdenciário decorre diretamente do impacto da transição demográfica no regime em que uma geração financia outra geração. Ocorre que no regime de repartição simples, uma geração numerosa exigirá outra de igual número em quantidade. Ou, uma geração de número inferior, porém, com ganho superior em produtividade para arcar com os gastos previdenciários da anterior. Caso contrário, o sistema se torna deficitário. Essa situação de desequilíbrio é agravada quando o benefício for do tipo definido. Barr (2006) destaca o desequilíbrio sob a perspectiva de crise do sistema e preocupação de sua sustentabilidade da seguridade. Afirmar ainda que, a situação se agrava com a globalização e possui duas raízes: 1) Desde 1970, o comércio internacional tem se desenvolvido de forma ampla. 2) O resultado da mudança tecnológica, a comercialização por vias eletrônicas, transformaram os limites das nações. Por essas duas razões a globalização reduz a habilidade de um país agir de forma independente no desenho de suas instituições, por exemplo, determinar a taxa de contribuição previdenciária. Estas duas raízes são abordadas na seção 2.2.4 desta pesquisa. Quanto à questão da longevidade, essa já era considerada e prevista. Segundo o autor, alguns países já haviam tomado medidas de contenção a respeito de suas implicações. Por exemplo, a mortalidade já havia se estabilizado no Reino Unido pelo menos em 1860. Porém, na metade do século XX, a idade já havia ultrapassado os 65 anos. O

APÊNDICE A destaca dados referentes ao histórico da taxa de mortalidade de países e tendências.

Segundo o estudo de Barr (2006) a maioria dos esquemas de previdência é do tipo *Pay-As-You-Go* (PAYG), traduzido como repartição simples, e geridos pelo governo. Geralmente, os sistemas privados são do tipo com formação de reserva. Com relação à decisão do modelo de previdência, a questão era se deveria haver o caráter mandatório, ou sobre quais pesos deveriam ser dados aos diferentes objetivos do sistema de previdência. No caso, segurança ao longo da vida ou possibilitar às pessoas a redistribuírem sua renda ao longo de sua vida. Se alívio da pobreza através de redistribuição de renda, ou promover o crescimento econômico. Outra diz respeito ao tipo de benefício, se benefício definido (BD), ou contribuição definida (CD), ou ainda o plano nocional de contribuição definida (NDC). O terceiro tipo de benefício guarda a relação das contribuições com uma taxa de retorno mantida para cada participante, contudo, sem haver investimentos em ativos de forma efetiva. Esses três tipos estão destacados na seção 2.2.3.. O autor destaca que o plano CD puro é um tipo que resolve pouco a questão da redução da pobreza e deixando à parte o risco de longevidade. Este tipo não oferece segurança relacionada à incerteza da renda ao longo de sua vida e possui relações atuarialmente estritas às suas contribuições e depende do desempenho do portfólio dos investimentos. Portanto, há um maior peso no tipo CD para a questão da distribuição do consumo. Já o tipo BD, o benefício depende da trajetória da pessoa durante o tempo de serviço. Neste arranjo, o risco da gestão de ativos é se o retorno corresponderá ao estimado para cumprimento do benefício definido e se recai sobre o empregador e/ou empregados. Porém, Barr e Diamond (2006) destacam que o risco do BD é menor frente ao tipo CD, em que o benefício do trabalhador não é relacionado de forma atuarial a suas prévias contribuições.

Por outro lado, Ambachtsheer (2016) questiona as condições relacionadas a forma atuarial para prévias contribuições estimadas em plano BD. O autor observa que o risco não é menor que planos CDs à medida que não há como garantir, por exemplo, que o empregador continuará sendo o empregador no futuro naquela relação.

Barr (2006) destaca que há outros erros analíticos relevantes e que precisam ser considerados, caso contrário, o objetivo de reforma fracassará. Segundo o autor é um erro focar somente nas distorções do mercado de trabalho e ignorar as contribuições e outros elementos relevantes para o sistema de previdência. Estes erros são: 1) considerar que benefícios atuariais são ótimos, porque minimizam distorções. Porém, esse sistema depende do histórico de setor de atuação dos trabalhadores, por exemplo. 2) considerar que a formação

de reserva ao longo do tempo poderá contar com um retorno de mercado, necessariamente, superior ao crescimento dos salário. 3) ignorar os efeitos de distribuição: Sistemas de pensão que acreditam na redistribuição através dos que ganham grandes pensões e outros que perdem benefícios porque necessitam financiar sua pensão durante um tempo futuro. No caso, o autor considera um erro de análise não considerar os fatores em conjunto ou aceitar um e ignorar outro.

Referente aos diferentes países e modelos adotados, Barr (2006) destaca o caso do Chile, dos EUA, Reino Unido, Austrália, Nova Zelândia e Holanda. No Chile, e em outros países da América Latina ⁶, o modelo é de planos CDs, garantidos por uma mínima pensão para trabalhadores que contribuem 20 anos ou mais. A outra parte é mandatória, com uma reserva individual. Nos EUA há um esquema PAYG, mas não é comparável aos países europeus. As pessoas podem aposentar mais cedo, mas a pensão completa é paga quando se alcança 65 e se eleva até os 67. Muitos funcionários públicos são membros de esquemas individuais de BD. O único sistema mandatório é o da pensão pública. No Reino Unido o modelo é PAYG do estado. São pensões básicas, sendo mandatório e complexo. Na Austrália, o modelo guarda relação com o do Chile ao possuir uma segunda parte mandatória e com reservas individuais. Mas, de forma diferente ao do Chile, a primeira parte depende de taxaço onde os empregadores têm papel importante nas reservas individuais. A Nova Zelândia tem um sistema, considerado pelo autor, “generoso” a todos e financiado por um imposto geral, suplementado voluntariamente, com formação de reserva do tipo BD. Em 1997, foi negada a proposta de alteração do sistema para um modelo mandatório como o do Chile. Na Holanda, assim como na Nova Zelândia, o sistema de previdência é “generoso”, tem uma taxa igualitária para formação da reserva. Entretanto, é mandatório participar de esquemas privados e há também um sistema voluntário de pensões.

Referente a possível alívio da maior pressão fiscal por parte de maior crescimento econômico interno de países, Barr e Diamond (2006) destacam que não há como garantir esta perspectiva. Sob este aspecto, os autores argumentam que a transição demográfica também representa impacto no aspecto de produtividade das nações. Sendo assim, a combinação de um maior contingente de idosos com a redução do número de jovens numa população, reduz a capacidade de geração de riquezas das economias e da possibilidade de maior arrecadação de impostos pelo governo. Porém, não somente a transição demográfica causa maior pressão aos governos. Alterações nos tipos de contratos de trabalho e de sociedades cada vez mais

⁶ Exceto o Brasil, que apresenta seus modelos dispostos em dois pilares, um mandatório público e outro voluntário privado. O modelo brasileiro será detalhado na seção 2.2 desta pesquisa.

voltadas a serviços, realizados por indivíduos de forma autônoma e sem formalização, são fatores que também impactam a capacidade de governos de países a gerarem receita através da arrecadação de impostos (Gosta Esping-Andersen, 1995).

Combinado a este fator de redução da relação entre contingente de jovens frente ao contingente de idosos, destaca-se que estudos para previsão das tábuas demográficas, tampouco, apresentam-se favoráveis do ponto de vista de maior efetividade das estimativas. Essas informações impactam decisões para adoção de tábuas com maior probabilidade de aproximação da realidade e estimativas adequadas de reserva. A causa para a redução da efetividade dessas estimativas, decorre de avanços cada vez maiores no campo da medicina combinados com a inovação tecnológica. Estes avanços e inovações contribuem para diagnósticos e prevenção de doenças, de forma cada vez mais rápida e precisa, reduzindo o risco de morte e aumento dos anos de vida. Porém, impedem na mesma velocidade a adequação do uso tábuas de mortalidade à realidade que tem se apresentado (Turner, 2006).

Tampouco é plenamente garantido um prognóstico favorável para a situação econômica estável dos países e de forma isolada do que acontece nos demais, ou seja, independente de não haver intervenção direta de uma economia na outra, as questões como globalização e inovação tecnológica trazem impactos econômicos que podem recair no conjunto de países. Em outras palavras, a integração das economias e dos sistemas financeiros também pode afetar negativamente a capacidade de geração de riquezas nas sociedades e de manutenção do *welfare state* (Gosta Esping-Andersen, 1995). A crise econômica da Grécia é um exemplo do que está acontecendo com a União Europeia e que tem afetado os países do bloco. Ocorre que o efeito de crises econômicas funciona num processo em cadeia, de forma cada vez mais rápida e diferente. Há ainda as questões relacionadas aos impactos ambientais que afetam não somente países, mas continentes, senão o planeta, segundo teóricos de sustentabilidade (Heal, 2000). Impactos esses que refletem o uso indiscriminado dos recursos e até mesmo sua escassez. E da mesma forma em economias em desenvolvimento, causam influência negativa na capacidade da produção dos países que veem seu processo de expansão industrial ainda mais limitado pelas questões ambientais que afetam todo globo.

A partir destes fundamentos, os dilemas não são poucos para a decisão de reforma dos sistemas de previdência nos países. Ocorre que a evolução da longevidade continua elevando os anos de pagamento de benefícios, a redução da taxa de fecundidade também é recorrente e já inferior à razão de dois nascimentos por mulher. Este fator contribui para redução do número de trabalhadores ativos em relação à população idosa já refletida. Estes aspectos além de elevarem os custos previdenciários, não contribuem para o processo produtivo e

desenvolvimento econômico dos países. Este cenário confirma a situação de crise do sistema de previdência e a necessidade de maiores reformas.

Para fundamentar a evolução de dados demográficos e tendências e a representação dos gastos sociais e tipos de planos de benefícios oferecidos em países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e selecionados, o APÊNDICE A apresenta as respectivas análises e gráficos específicos para estes dados.

2.2.3 Os tipos de sistemas previdenciários

Segundo Tafner (2007), em grande parte dos países, a seguridade é regida por regras formais e isto não significa que o sistema não seja também determinado por regras informais. O autor destaca que o sistema de previdência é determinado por um conjunto de regras que acabam por conduzir sobre como os agentes decidirão para maximizar os benefícios que venham a receber. Esta observação pode ser determinante no desempenho do sistema previdenciário e no comportamento dos indivíduos no mercado de trabalho, como por exemplo, a antecipação do pedido de aposentadoria. Situações como essa potencializam os efeitos das mudanças demográficas e as crises econômicas dos sistemas de seguridade de quase todos os países. Já a flexibilização das regras geraram déficits fiscais e, como consequência, a necessidade de reformas nos anos 80 e 90 em diversos países. O autor destaca ainda a questão da sustentabilidade e atenção a variáveis relevantes do sistema previdenciário como a antecipação da elegibilidade para requerimento da aposentadoria, aumento da expectativa de vida, ou elevação dos anos para pagamento de pensões e a diminuição do número de anos em atividade econômica, o que reduz o tempo de contribuição.

Fatores como estes, em conjunto, determinam o desempenho dos sistemas previdenciários dos países. Estudos desenvolvidos pelo Banco Mundial (World Bank, 1994) destacam três funções principais do sistema previdenciário: redistribuição, poupança e segurança. No entanto, estes estudos afirmam que os sistemas atuais não proveem uma adequada proteção aos idosos.

Ao se abordar a questão do desempenho de sistemas previdenciários e definição da estrutura mais adequada é preciso reconhecer os diferentes tipos de arranjos para os sistemas de aposentadoria (World Bank, 1994). Sugere-se que o financiamento da seguridade para os idosos e expansão econômica deveriam ser desenvolvidos pelos governos através da combinação de três pilares para a previdência. O primeiro: sistema público com participação mandatória e com objetivo de redução da pobreza entre os idosos. Neste pilar, o regime de

capitalização é de repartição simples ou PAYG, ou seja, os benefícios são pagos com receitas correntes. O segundo pilar seria um sistema também mandatário, tanto público como privado, porém, com formação de reservas ou *funded* para pagamento dos benefícios. E o terceiro pilar seria privado, voluntário e da mesma forma que o pilar 2, com formação de reserva (World Bank, 1994). A Figura 5 abaixo apresenta os pilares de 1 a 3, ou arranjos institucionais a partir da abordagem feita pela OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico [OCDE], 2006, 2013b) e inclui os tipos de planos que são oferecidos em cada pilar. Os estudos observam o conceito de “pilar zero” que são representados por esquemas não contributivos com o objetivo de aliviar a pobreza entre a população idosa. No entanto, afirma-se que este modelo está muito próximo do conceito original do primeiro pilar. Esta pesquisa adaptou este “pilar zero” na representação da Figura 5 como plano de “Benefício Assistencial”.

Figura 5. Os tipos de sistemas previdenciários

Fonte: Adaptação da autora a partir de relatórios da OCDE (2006, 2013b).

O primeiro pilar busca atender o caráter distributivo através do setor público, sendo oferecidos quatro tipos de benefícios: 1) Benefício básico, sendo igual a todos os aposentados, dependendo dos anos de trabalho e não dos salários do passado. 2) Programa de renda de aposentadoria a pensionistas mais pobres. Significa que depende do nível de pensão percebido pelo aposentado. 3) Pensões mínimas aos trabalhadores de baixíssima renda, desde que esta remuneração esteja abaixo de um teto determinado, segundo a OCDE (2013b).

O segundo pilar é mandatório e, tanto o sistema público como o privado, oferece o tipo de plano de benefício definido. O sistema público oferece ainda mais dois tipos: o plano *points* e o plano de contas nocional, ou nocional de contribuições definidas. Já o sistema privado oferece somente mais um plano, o de contribuição definida. O tipo de plano BD tem como base o salário do trabalhador. Em outras palavras, o benefício guarda valor com o salário que o trabalhador recebeu ao longo de seu contrato laboral. As acumulações decorrem das contribuições dos empregados e/ou empregadores em regime de capitalização. Neste regime as contribuições são acumuladas e investidas em ativos para obtenção de retorno ao longo do tempo. No futuro, os recursos acumulados são convertidos em pensões definidas previamente no período de contribuição, assumindo-se o risco atuarial, ou seja, premissas demográficas e econômicas são estimadas para calcular a reserva necessária ao benefício definido previamente para se auferir no futuro uma aposentadoria programada (Nese, 2013).

Já os esquemas de planos *points* são referências salariais classificadas por pontos a cada ano trabalhado. No momento da aposentadoria, o resultado da soma dos pontos é multiplicado por respectivos valores-ponto de pensão que serão convertidos em pagamento de benefícios. No tipo de plano de contribuição definida (CD) ocorre a mesma acumulação do plano BD de regime de capitalização, porém, o benefício na aposentadoria dependerá da acumulação e respectivo retorno dos recursos investidos (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico [OCDE], 2013b). O tipo de plano nocional de contribuição definida (NDC) simula os planos CD, contudo, sem investir realmente em ativos. Neste caso, uma conta nocional que guarda relação com determinada taxa de retorno e que é mantida para cada participante. A entidade gestora declara a respectiva taxa de retorno a cada ano e as contribuições acumuladas nos mesmos períodos. Na aposentadoria, esse capital nocional acumulado é convertido em pensões considerando a expectativa de vida (Auerbach & Lee, 2006).

Os investimentos e retornos auferidos em planos BD e CD, com a acumulação das contribuições, devem ser suficientes para o pagamento de pensões no futuro e correspondem aos ativos dos planos. Já contribuições adequadas para um plano de benefício são resultado de uma taxa de custeio obtida através de cálculos atuariais. Os cálculos atuariais são projeções estimadas a partir de premissas demográficas e econômicas. Estas premissas têm como base informações do conjunto de participantes do plano, do cenário econômico e perspectivas de futuro. As projeções estimadas do fluxo de pagamento de benefícios correspondem ao passivo dos planos. Desta forma, o equilíbrio do plano de benefícios é determinado pela diferença entre o seu passivo e o seu ativo.. Um valor de passivo acima do valor do ativo total do plano

corresponde a um déficit e o contrário, um superávit (Nese, 2013). O terceiro pilar se trata de um sistema voluntário de contribuições para formação de reserva e atendido pelo setor. Oferece os mesmos tipos de planos do pilar 2 privado.

Segundo Ambachtsheer (2015), antes de pensar em remediar problemas de cobertura entre planos BD e CD, os arranjos previdenciários deveriam considerar a combinação destes para prover melhor cobertura, adequação e redução de incertezas. Para tanto, deveriam buscar o que há de melhor entre planos BD e CD para reduzir os aspectos considerados como fracos nos planos individualmente. Porém, o autor destaca que tão importante quanto oferecer a melhor solução para a escolha do modelo é redesenhar as instituições que executam a gestão desses planos.

2.2.4 Os dilemas para redução dos gastos previdenciários

Entre o período pós-guerra e começo dos anos 70, o sistema de *welfare state* era uma instituição relevante e representava entre 20% a 33% do produto nacional bruto das sociedades avançadas da época. Ocorre que, desde o fim do forte crescimento econômico pós-guerra em 1970, os programas sociais têm enfrentado vários desafios políticos para reconhecer os limites da expansão do sistema de seguridade, pois as restrições e novas políticas sociais não se diferenciam de fato das antigas (Pierson, 1996). O autor ainda destaca três argumentos que reforçam o contexto político de resistência para uma reforma efetiva do sistema de *welfare state*.

O primeiro, decorrente de características do cenário político que não contribuem para contenção do *welfare state*: a) Característica de haver objetivos políticos em contexto distinto do passado de expansão do *welfare state*: se no passado era uma transformação nas relações entre estado e cidadão, o contexto passa a ser de necessidade de contenção de programas sociais. Porém, esta contenção representa custos políticos imediatos, para um resultado de alívio nas contas públicas no longo prazo. b) Características de percepção de haver constituição própria para o *welfare state* e independente de decisões de políticos ou legisladores. Grande parte do eleitorado já era atendida por programas sociais, sendo um obstáculo importante para reforma. c) Característica de criação de novos objetivos para limitação da expansão do sistema, porém, para tentar colocar grupos políticos contra outros e ser desenvolvido algum tipo de reforma. Porém, sem ter a visibilidade de reforma de fato e dificultando a responsabilidade aos respectivos políticos pelos eleitores. d) Característica de falhas nas discussões políticas com foco e mais aprofundadas sobre a questão.

O segundo argumento, para dificuldade da contenção de maior evolução do sistema de *welfare state*, refere-se aos limites das teorias existentes para explicar o problema. No caso, as principais teorias falham em discutir sobre a expansão do *welfare state* com base no crescimento econômico dos países sem, contudo, apresentar os motivos para contenção de despesas e evidenciar sua atual problemática. Pierson (1996) apresenta ainda outros quatro argumentos para a inversão das atuais teorias de expansão para a teoria de contenção. 1) A nova lógica da industrialização: Economias fortes produzem forte *welfare state* (Wilensky, 1975). Este argumento tem se mostrado fraco para explicar as diferenças entre as ricas democracias. Ocorre que globalização remove do governo ferramentas de políticas públicas e limita opções de políticas sociais. Por exemplo, altos custos sociais – em inglês *social wages* – impedem preços competitivos das empresas. Com encargos altos, as empresas são forçadas a sair daquele mercado e o governo é pressionado a reduzir seus encargos sociais e, conseqüentemente, há uma redução do denominador de bem-estar de uma nação. Pierson (1996) destaca que o custo social baixo é apenas um fator de vantagem competitiva na decisão de investimento. Firms não investirão em países com baixos *social wages*, senão combinados com outros fatores como infraestrutura e produtividade do trabalhador. Esses países não teriam problemas de receber investimento, desde que se provassem como lucrativos na combinação dos fatores, em que o determinismo econômico é insuficiente para se argumentar contra a reforma de políticas sociais. 2) Segundo a perspectiva de recursos de poder, as variações da distribuição de provisões sociais entre classes sociais está relacionada a forças políticas que determinam a expansão de *welfare state* (Stephans, 1979). Segundo Pierson (1996) o poder organizado de trabalhadores e partidos de esquerda têm causado problemas em muitas sociedades industriais avançadas. Um desses problemas é o entrincheiramento contra a redução de políticas sociais. Contudo, o autor afirma que o declínio destas instituições é fato nas sociedades com avanço industrial, mas não é acompanhado do mesmo impacto nos programas sociais. Além disso, não há correlação entre declínio destas instituições e da importância da contenção. 3) Teorias institucionalistas não têm se provado suficientes para o entendimento de políticas de *welfare state*. As instituições dos países contribuem para diferenciar as regras dos jogos políticos, a influência de grupos, as preferências e também a capacidade do governo, seja administrativa ou econômica (Hall, 1986). O argumento de Pierson (1996) é de que os institucionalistas têm subestimado a dificuldade de sustentar como se dariam as coalisões para em favor do entrincheiramento contra a limitação da expansão do sistema de *welfare state*. O autor afirma que essas teorias deveriam revisar a aplicação para conjuntos específicos e de problemas estratégicos frente a essas características de

entrincheiramento. 4) As teorias de expansão e contenção são similares na apresentação dos mais importantes trabalhos de política social. A teoria que busca explicar o crescimento de *welfare state* deveria também entender a contenção ou declínio (Esping-Andersen, 1996). Ocorre que as teorias de expansão de *welfare state* que oferecem sugestões para o processo de contenção ainda estão abertas, quando deveriam ser discutidas as maiores mudanças que serão requeridas no sistema.

E terceiro, ao observar os processos de contenção do sistema realizados na Grã-Bretanha, Estados Unidos, Alemanha e Suécia, para responder a abrangência de contenção do processo de expansão do *welfare state* e identificar os países que foram mais vulneráveis ao programa e motivo. A modelagem utilizada por ele foi através da revisão de teorias sobre a evolução do *welfare state* nas quatro democracias desde 1970. Os resultados foram: 1) Há poucas evidências dos resultados dos programas de contenção em função da centralidade de estados fortes ou de recursos de poder das organizações internas. 2) Medidas de contenção e reestruturações radicais foram tomadas em condições de crise orçamentária, e não é provável que tenham sido impopulares. 3) Os governos buscaram negociar um consenso, ao invés de impor uma reforma unilateral, o que reduziu o potencial para uma reforma radical. 4) Longe de criar uma dinâmica de reforço, os cortes buscavam oferecer capacidade para suporte ao *welfare state*.

Esping-Andersen (1995) busca entender se países de economias avançadas serão forçados a abandonar os princípios de *welfare state* e se países de recente industrialização acompanharão esse mesmo processo. Segundo ele, as economias abertas passam pelo dilema de *trade off* entre crescimento e uma seguridade social. Ocorre que nos anos 80 houve um enfraquecimento dos sindicatos, desregulamentação do mercado de trabalho e defesa dos neoliberais pela privatização do bem-estar que, ao invés de benefícios universais, a opção foi por benefícios seletivos. Para enfrentar o *trade off* entre empregos e desigualdade, foi proposto o investimento social. No lugar de redução do bem-estar, houve políticas sociais que favoreceram programas à volta ao trabalho com uma renda mínima e retorno dos investimentos em capital humano, no lugar de preservação da renda real. Este foi o modelo de direção também observado na Europa e países do leste asiático, segundo Esping-Andersen (1995).

Com relação ao desafio da integração global, houve ampliação do ambiente competitivo e limitações dos países referentes à autonomia no planejamento de suas próprias políticas econômicas. Na Austrália, a proteção pleno emprego e salários altos, refletiram-se em alto custo e baixo desempenho econômico. A Suécia equilibrou um emprego mais

“generoso”, segundo o autor, e igualitário, com o governo controlando crédito e investimento interno. Assim, após a liberalização econômica em 1982, houve fuga de capitais e redução do investimento interno. Em ambos os governos, houve a necessidade de cortar o gasto social. Os EUA enfrentam o desafio da competição à custa do crescimento das desigualdades. A Europa Ocidental, com sistemas de relações industriais abrangentes e sindicatos fortes, tem evitado o crescimento da pobreza. Dessa forma, enfrenta o crescimento do desemprego e de um maior número de dependentes de assistência do governo, ameaçando o financiamento da seguridade social (Esping-Andersen, 1995).

Com esta abordagem, Esping-Andersen (1995) apresenta o contraste do regime Keynesiano do pós-guerra com as estratégias de expansão da demanda, uma vez que não é mais opção dos países. Parte, porque o desemprego não é somente cíclico e parte, porque o processo de evolução da renda tem sido reduzido nas economias em função da dinâmica de maior importação de mercadorias. O papel das instituições contribuem para o agravamento da situação. Ocorre que mecanismos políticos e institucionais são fortes na condução dos objetivos de bem-estar social, emprego e crescimento. Uma vez que os países se diferem em termos de força, organização e centralização dos sindicatos e dos empregados, a capacidade de administrar os interesses conflitantes é também um diferencial. Problema: países com instituições fracas não conseguem negociar acordos entre interesses conflitantes (bem-estar, emprego e eficiência) resultando em *trade-offs* de soma-zero. A desvalorização dos salários é outro motivo que bloqueia a capacidade das economias de se adaptarem às mudanças. Mecanismos institucionais das economias da América Latina altamente protecionistas dificultam o crescimento. Porém, Japão e Coreia foram capazes de produzir o crescimento do emprego, com certo grau de igualdade no contexto de mercado regulados.

2.2.5 A transferência do risco da previdência para o mercado

No contexto de necessidade de reforma pelo risco da longevidade, a opção pelo modelo de previdência de repartição simples para um sistema com acumulação de reservas é alvo de discussões, sendo este importante para a compreensão do problema da pesquisa. Essas discussões evoluíram para uma reunião em 2005 entre representantes do Grupo dos Dez (G10)⁷. O trabalho do grupo teve como objetivo a discussão das implicações para os mercados

⁷ Segundo definição do glossário da OCDE, o G10 é uma organização internacional que reúne Ministros da Fazenda e Presidentes dos Bancos Centrais de onze economias industrializadas. Os países são Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Holanda, Reino Unido; Alemanha; Suécia e Suíça. O propósito do grupo é

financeiros e de políticas econômicas decorrentes das reformas nos sistemas de previdência OCDE (2005). As principais conclusões e recomendações foram:

- a) a transição da previdência pública para esquemas privados, através dos chamados fundos de pensão, que pode elevar a influência das reservas de previdência e a relação com o fluxo financeiro no mercado de capitais do país;
- b) os governos podem facilitar o desenvolvimento e expansão dos mercados através da criação de instrumentos que propiciem a formação da reserva e a provisão dos benefícios de pensão;
- c) o desenvolvimento de regulamentação e supervisão devem contribuir para maior rigor na gestão de riscos, transparência e melhor governança das reservas privadas. E ainda, a garantia da consistência entre formação de reservas, direcionamento por princípios de prudência e de padrões contábeis;
- d) as regras tributárias sobre as reservas não devem inibir a formação destas, porém, não devem servir como forma de postergação do pagamento de impostos;
- e) tendo em vista que há elevação de risco ao transferir para o indivíduo a formação de reservas, a proteção da preservação dos benefícios é uma questão que depende de educação financeira. Adicionalmente, há a necessidade de reforçar o aconselhamento para formação da provisão de pensão.

Como apresentado na introdução desta tese e aprofundado na seção 2.1.4, a evolução dos ativos acumulados com a arrecadação das contribuições para benefícios de aposentadoria no futuro, elevou os investimentos em ativos de mercado dos fundos de pensão, tornando-se estes relevantes investidores institucionais. Tanto que alterações nas posições de seus ativos em função de mudanças contábeis e regulatórias, podem afetar a liquidez, a variação de preços dos ativos sob gestão e as taxas de juros no mercado (OCDE, 2005). Sob o aspecto de decisão de investimentos, fundos de pensão com planos de benefício definido em função de possível situação de déficit, podem ter o incentivo de investir em ativos de maior risco para elevar retorno e compor o patrimônio do plano no longo prazo. O estudo da OCDE (2005), destaca que este incentivo pode ocorrer, principalmente, em situações de juros baixos no longo prazo, que é a situação atual das economias desenvolvidas pelo baixo crescimento econômico. Contudo, planos de contribuição definida também passam por problemas de risco excessivo por parte dos representantes dos empregados. Segundo o estudo, estes representantes podem ter limitado o conhecimento sobre produtos financeiros e causar

impactos negativos nos resultados sobre o fundo previdenciário. Como exemplo, a centralização de investimentos em ações do próprio patrocinador do plano, que é o empregador. O estudo destaca a necessidade de maior monitoramento do risco de investimentos em função de comportamento não racional ou ainda ao uso de instrumentos de investimentos sem o conhecimento necessário. Caso contrário, esses riscos podem se tornar ameaças à capacidade de liquidez e solvência do plano.

Tafner (2007) contribui ao argumentar sobre a necessidade de obtenção de retorno de investimentos e ao observar falhas no mercado de ativos que acabam por exigir a presença do governo. O autor destaca três dessas falhas:

- a) ausência de oportunidades de investimentos e instrumentos seguros frente a retornos reais;
- b) não haver mecanismos de cobertura de risco, caso as reservas acumuladas não sejam suficientes pela duração de vida (pagamento de benefícios em prazo acima do estimado) e do período de trabalho (contribuições em prazo menor que o projetado);
- c) não haver mercado estruturado para conversão de pecúlio em renda vitalícia.

Ocorre que os riscos do passivo precisam ser também endereçados de maneira adequada. Barr e Diamond (2006) observam que do ponto de vista do indivíduo, o benefício de pensão funciona como dois mecanismos para manutenção de bem estar social ou *welfare state*. O primeiro, o mecanismo pelo qual as pessoas buscam equilíbrio entre gastos e poupança em diferentes fases da vida. Este processo permite ao indivíduo a transferência de consumo durante anos de sua vida laborativa para os anos em que não estiver trabalhando. Essa transferência ocorre através da poupança de parte da renda do indivíduo durante os anos de trabalho, para poder acumular e usufruir no momento de sua aposentadoria. Desta forma, mantém suas condições econômicas para a manutenção pessoal.

O segundo, o mecanismo de seguro em que são estimados riscos de: (a) expectativa de vida de um grupo de pessoas e (b) da estimativa do total que os indivíduos devem contribuir para formação de reservas desse grupo. Ocorre que numa reserva para uma aposentadoria constituída individualmente, há o risco de se viver além da poupança individual que sua manutenção econômica necessita. Nesse caso, deveria haver uma redução ainda maior de consumo durante a vida laboral para prevenir, antecipadamente, o risco de maior longevidade. Barr e Diamond (2006) destacam que, apesar de nenhuma pessoa saber por quanto tempo um indivíduo viverá, a expectativa de vida pode ser estimada através de um grupo grande de pessoas e, num grupo, os membros acabam assumindo o risco de maior longevidade de

outros. Sendo assim, o mecanismo de seguro, quando estimados os riscos num grupo de pessoas, oferece melhores condições para manutenção econômica do indivíduo no futuro.

Segundo Barr (2006), as principais questões dos fundos de pensão são riscos relacionados à capacidade de estimar a longevidade, a elevação da proporção de idosos sobre uma população e o prolongamento do período de recebimento de benefícios, tanto pela longevidade quanto pela entrada em aposentadoria de forma antecipada. O autor destaca que este risco se agravará ainda mais no futuro. Os motivos são: estimativas de elevação do número de idosos proporcionalmente à população de um país, de maior expectativa de vida e o inverso no contingente de pessoas jovens. Sob este último aspecto, estudo de Whiteford e Whitehouse (2006) entre países da OCDE evidencia a tendência de redução da proporção da população economicamente ativa entre 20 e 64 anos.

Barr (2006) afirma que não se trata de crise e sim de um problema em que as soluções são: redução de benefícios, elevação de contribuições, aumento do número de anos de trabalho, ou a combinação de todas estas. Por outro lado, há o argumento de que o aumento de produtividade de um país contribui para o crescimento da poupança. E a lógica é de que em que tal crescimento, haverá garantia de que o sistema de previdência não será afetado com o aumento da longevidade da população (Mullan & Brinkman, 2001). Porém, este argumento prejudica as projeções para a sustentabilidade do sistema de previdência. Mullan e Brinkman (2001) afirmam que, além das questões da longevidade, ainda precisam ser consideradas as questões ambientais e que também impactam no longo prazo. Sob este último aspecto, pesquisas sobre o aquecimento global e redução da biodiversidade, são questões que devem nortear o comportamento econômico e o das organizações. Como consequência, deverão ser adotados padrões mais conservadores para uso dos recursos que, certamente, terão impacto na produção de países e na oferta de empregos (Heal, 2000).

2.2.6 Os desafios para obtenção do retorno

Desde a crise financeira de 2008, o ambiente global tem sido marcado por baixo crescimento econômico e reduzidas taxas de inflação e juros nos países. A partir de dados dos 34 países membros da OCDE de 2008 a 2014, é possível observar uma taxa composta anual média de incremento no Produto Interno Bruto (PIB) de 0,97%, inferior à média de 1% ao ano. Já para a inflação e juros, no mesmo período, foram, respectivamente, 2,08% e 4,52%. Em 2015, apesar de um PIB positivo de 2,01% e estável em relação ao ano anterior, o ritmo da economia continua abaixo do esperado ao se observar uma inflação média dos países

membros da OCDE que não ultrapassa 0,6%, com uma taxa de juros pouco acima de 2% nestes mesmos países (OCDE, 2015). Esses são fatores conjunturais que impõem desafios no contexto de obtenção de retorno por investidores institucionais, inclusive por fundos de pensão ao redor do mundo. Isso ocorre na medida em que a economia não mais lhe proporciona taxa de juros de longo prazo para remuneração dos ativos sob a gestão.

Em fundos de pensão, há ainda a questão de que o impacto conjuntural ocorre de forma diferenciada entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida. Em planos de benefício definido as condições de equilíbrio são deterioradas, pela redução da capacidade de se obter retorno dos investimentos suficientes para o pagamento de benefícios ao longo do tempo. E em planos de contribuição definida, o efeito é de redução dos recursos acumulados para o período de aposentadoria se mantida a estratégia com o risco atual (OCDE, 2015).

Neste cenário, são necessárias novas contribuições no presente para a obtenção do benefício de aposentadoria esperado (OCDE, 2015) e este é um ciclo que não contribui para a retomada do crescimento econômico. Entretanto, mesmo no contexto de baixo crescimento econômico, há investidores institucionais que conseguem obter taxas superiores em seus investimentos, sendo necessária a investigação dos fatores que determinam este desempenho.

Ao se destacar a relevância dos fundos de pensão na indústria de investidores institucionais, estudos da OCDE observam que os ativos sob gestão desses investidores em 2014, na relação com o PIB, representaram 84,4% na média entre países membros e 36,4% em países não membros (OCDE, 2015). Ao final de 2008, o total de ativos em países membros da OCDE era da ordem de USD 14 trilhões. Em 2014, estes recursos passaram para USD 24 trilhões, uma evolução com a taxa anual composta no período de 10,5% aproximadamente OCDE (2016).

2.2.6.1 A alocação estratégica com base no passivo

No caso de investidores institucionais, uma estratégia de investimentos adequada de maximização do retorno deve estar alinhada ao propósito e riscos da organização. Incorre-se em risco de seleção adversa, as decisões de alocação em ativos tomadas sem observação de desses parâmetros mínimos. O problema é que as decisões de investimentos sob contexto de economia emergente, como o não efetivo controle da inflação e de alta volatilidade dos juros, são impactadas pela maior aversão a risco e que desestimulam o investimento em ativos não indexados à inflação (Babilis & Fitzgerald, 2005; Davis, 2005). O governo, para fazer frente

às questões do baixo investimento na economia, condiciona o país a maior emissão de títulos com altas taxas de juros para atrair demanda por seus papéis e com isso financiar a dívida pública (Ahmed & Miller, 1999; Friedman, 1978; Furceri & Sousa, 2011; Securato, 1999). Na decisão de investimentos por fundos de pensão, essa combinação de fatores não somente eleva a aversão a risco, como reduz a capacidade de diversificação de investimentos e o horizonte de longo prazo (Baima, 1998). Observa-se que, os ciclos econômicos ao longo do tempo oferecem oportunidades e riscos que podem influenciar negativamente o compromisso dos fundos de pensão e necessitar mudanças na estratégia inicialmente adotada. Não fosse somente isso, questões demográficas como a maior longevidade impactam diretamente no passivo dos planos de benefícios, necessitando maiores reservas (Pfau, 2011).

O retorno de investimento em fundos de pensão depende de sua capacidade de alocação ótima de ativos. Este processo deve lhe permitir a diversificação para redução da correlação de riscos entre ativos e proporcionar maior retorno na carteira (Markowitz, 1959). Ocorre que sistemas de capitalização com formação de reserva transferem para o mercado a gestão de recursos que continuam sujeitos a fatores macroeconômicos fora de controle dos fundos de pensão (Mesa-lago, 2005a). Estudos de Davis e Hu (2005) destacam duas outras recomendações: a primeira, o desenvolvimento de um sistema regulatório e de supervisão com maior capacidade para influenciar ações de controle de riscos, transparência e melhor governança corporativa dos fundos de pensão de acordo com a gestão de recursos de forma prudente. E este processo deve ser acompanhado de padronização contábil. E a segunda, reforço da educação financeira para decisão de uma plano de previdência privada. Este reforço propiciará aos participantes em potencial, a avaliação consciente dos instrumentos para proteção dos benefícios previdenciários e dos riscos envolvidos com opção pelo plano. Tais estudos destacam a necessidade de regulação e supervisão.

Na busca da meta retorno, a estratégia de investimentos deve não somente proporcionar a obtenção da meta, como mitigar riscos de baixo retorno dos investimentos e até perdas de principal. Pesquisas sobre os benefícios decorrentes da diversificação de investimentos, ressaltam resultados superiores sem haver necessariamente aumento do nível de risco incorrido (Pfau, 2011). O fundamento decorre de estudos a partir da construção de portfólios que permitiram maiores retornos sem elevação do risco (Bruni & Famá, 1999). Bruni & Famá, (1999) destacam o uso adequado de técnicas para avaliação e construção de carteiras que ofereçam melhor relação entre risco e retorno (Markowitz, 1952). Segundo Markowitz (1952), há uma regra em que o investidor deve, tanto diversificar seus ativos como

selecionar aqueles que lhe proporcionam a maximização do retorno esperado. Com isso, seria obtido um retorno real semelhante ao retorno esperado em função da menor variância apresentada.

O problema é que esta regra é inadequada ao não se considerar que os retornos dos ativos são também correlacionados. Markowitz (1952) argumenta que uma relação de risco e retorno deve partir de uma forma correta e racional para a diversificação de ativos. Nesse sentido, duas carteiras podem apresentar a mesma variância para os respectivos retornos esperados. Porém, quando combinadas, formam um portfólio que apresentará uma variância menor de retorno quando comparada à variância de cada uma das carteiras em separado. Um processo adequado de seleção de investimentos deve considerar os diferentes efeitos de mudança sobre os ativos de um portfólio. A adequação destes parâmetros deverá oferecer uma fronteira eficiente para maximização do resultado de uma carteira. Contudo, há evidências do efeito negativo da regulamentação sobre a decisão de investimentos de fundos de pensão e, portanto, deslocamento de sua fronteira eficiente para baixo (Pinto, 1984). Leal, Silva e Ribeiro (2002) destacam estudos que avançam ao concluir que, além da regulamentação deslocar a fronteira eficiente dos investidores institucionais para baixo, a carteira dos fundos de pensão está em nível ainda inferior da fronteira possível pela regulamentação (apud Contador & Costa, 1998). Assim, observa-se uma perda de eficiência da carteira que independe do impacto dos limites da legislação. Com relação à evidência de retorno ótimo da carteira, dada a estratégia de alocação adotada, o método considerado como apropriado por Tonks (2006) é o alfa de Jensen. Este método propicia condições de avaliação da capacidade do gestor de obter o retorno esperado ou o retorno anormal frente ao prêmio que seria obtido em carteiras teóricas de mercado. O detalhamento do cálculo é apresentado no APÊNDICE D.

2.2.6.2 A limitação das regras para criação de valor

As taxas de retorno de ativos sob a gestão de investidores institucionais representam o desempenho dessas organizações e estão intimamente ligadas a seus respectivos propósitos. Ambachtsheer et al. (1998) definem que o propósito dos fundos de pensão é a maximização de retorno líquido de longo prazo da carteira de investimentos, limitada a restrições do passivo de planos de benefícios e de riscos operacionais. Destacam que estes dois fatores precisam ser monitorados. De um lado, diz respeito à combinação de ativos que proporcione um fluxo financeiro que cumpra o pagamento de benefícios ao longo do tempo. E do outro, a

exposição ao risco adicional, de acordo com a política de investimentos elaborada para a carteira de ativos de um plano de benefícios. O argumento sobre desempenhos superiores entre investidores institucionais num mesmo contexto econômico pode ser observado pelo retorno obtido por fundos de pensão de países membros da OCDE em 2014, por exemplo. Ocorre que, mesmo num cenário de baixo crescimento, parte da evolução dos ativos, foi obtida com o retorno positivo dos investimentos e em 2014 estudos da OCDE registraram um retorno médio de 5,0% dos países membros (OCDE, 2015). Já entre os 34 países não membros do estudo, foi observado um retorno médio de 1,2%, que inclui dados de retorno de fundos de pensão do Brasil. Porém, ao observar o retorno médio dos fundos de pensão brasileiros, no mesmo ano, este resultado foi ainda inferior à média dos não membros, em que houve um retorno de 0,5% em 2014 e inferior às metas de retorno esperada (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar [ABRAPP], 2016). Contudo, este desempenho desfavorável é observado mesmo diante de taxas de juros, oferecidas por títulos públicos no Brasil, serem superiores às oferecidas em países membros da OCDE.

Na busca pelo desempenho em fundos de pensão, Galer (2002) destaca a necessidade de se observar o princípio da pessoa prudente – em inglês *prudent person rule*. O princípio da pessoa prudente se trata de um compêndio de responsabilidades, que guarda relação com agentes no cumprimento de seu dever de fidúcia de forma prudente. Em outras palavras, prudência na diligência da administração em fundos de pensão e na gestão de seus ativos, com lealdade para com a organização e seus membros. Com relação específica aos investimentos, o autor destaca o princípio da diversificação de ativos adequada ao passivo, sendo que riscos não justificados devem ser evitados. Adicionalmente, alerta quanto à criação de uma cultura em que gestores passam a ter comportamento de precaução excessiva, o que pode limitar a efetividade na gestão de investimentos.

A avaliação do desempenho de uma organização demanda reflexões sobre as razões de sua constituição e coordenação das relações com o mercado em seu processo de produção. Coase (1937) ao examinar os fundamentos da firma, constrói pressupostos sobre alternativas entre a alocação de recursos internos e com o mercado, além de como as organizações coordenam esta relação. Segundo o autor, o uso dessas alternativas, ou sua combinação, dependem dos custos operados internamente e/ou através de mecanismos de preços e contratos. A teoria da economia dos custos de transações (Coase, 1937; Williamson, 2005) permite identificar as condições que elevam os custos, considerando diferentes combinações de recursos entre indivíduos (Ouchi, 1980).

Segundo North (1990), há os que sustentam que organizações eficientes são aquelas construídas com base em políticas que visam à criação de valor por seus agentes. O autor ainda afirma que este modelo é limitado ao não serem consideradas regras implícitas que influenciam as decisões dos atores em seu ambiente. Monteiro e Zylbersztajn (2012), reiteram que os gestores devem estar atentos para reconhecer a influência do ambiente institucional sobre a capacidade de se capturar a eficácia necessária para a criação de valor. No caso dos fundos de pensão, por exemplo, seria atribuir ao governo a garantia do desempenho destas organizações. Ou seja, que normativos específicos e estrita supervisão em fundos de pensão, seriam suficientes para o cumprimento do propósito da organização. Este estudo entende que seria o mesmo que considerar a manifestação do modelo Leviatã no sistema. Pois, haveria o governo como suficiente para a viabilidade e sustentabilidade do sistema de previdência complementar.

De acordo com estudos da OCDE (Stewart & Yermo, 2008), a boa governança em fundos de pensão, ao mesmo tempo em que busca o cumprimento de pagamento de benefícios, busca a melhor relação risco e retorno a seus *stakeholders*. A seção 2.3.3 apresenta as alternativas para o fundo de pensão se estruturar e desenvolver suas funções operacionais com equipe interna ou externa, ou ainda, a combinação destas através de contratos de longo prazo com o mercado.

Blake (2006), Tonks (2006), Baima (1998), Brown, Draper e McKenzie (1997) e Lakonishok, Shleifer e Vishny (1992), ao analisarem o processo de gestão de investimentos de fundos de pensão, adotam como medida de desempenho o retorno dos ativos obtidos por estas organizações. Durante a fase de acumulação, os fundos de pensão adicionam valor ao obter retorno sobre os investimentos realizados pela sua decisão de alocação estratégica em ativos do mercado. A forma como perseguirão esta alocação pode ser através de equipe interna, ou delegada parte dos investimentos ao gestor externo, ou até totalmente terceirizada ao mercado.

Tonks (2006) afirma que alterações no retorno dos ativos investidos podem impactar dramaticamente a capacidade do fundo de pensão em cumprir com seu propósito. Na relação cliente-gestor, quem efetua contribuições para a futura complementação de aposentadoria corresponde ao cliente. O gestor é quem administra o fundo de pensão. Segundo o autor, esta relação cliente-gestor é um exemplo da estrutura de principal-agente. No caso, um gestor de investimentos é contratado pelo cliente para alocação de seus recursos com objetivo de maximização de seu retorno. Entretanto, esta alocação pelo gestor contratado deve observar o

risco previamente determinado pelo cliente ou buscar a meta de retorno estimada pelo menor nível de risco.

Dessa forma, é possível que fundos de pensão sob mesmas condições possam não tomar a decisão de alocação ótima para os recursos dos planos de benefícios. Estudos de Ambachtsheer e McLaughlin (2015) destacam em sua pesquisa o consenso entre executivos de fundos de pensão sobre os benefícios do horizonte de longo de prazo à alocação estratégica dos investimentos sob a gestão. A perspectiva de longo prazo propicia maiores oportunidades de retorno. Estas oportunidades decorrem da diversificação de investimentos e de disciplina na avaliação de riscos com fundamento, em detrimento dos movimentos especulativos de mercado.

2.2.6.3 A influência do comportamento sobre desempenho

Como já destacado na seção introdutória da pesquisa, os fundos de pensão são investidores institucionais que possuem características intrínsecas, que os diferencia num mesmo contexto de ambiente. É possível que estas características possam influenciar no comportamento de governança para diferentes práticas. A heterogeneidade ocorre na medida em que o fundo de pensão executa a gestão de planos sob condições distintas, como demonstrado na Tabela 1 e Figura 1 na seção introdutória da pesquisa.

Relacionado à questão de comportamento, estudos destacam barreiras que existem para avaliação de oportunidades de investimentos no longo prazo por gestores de fundos de pensão e que reduzem a capacidade de maior desempenho. Rutterford, Upton e Kodwani (2006) apresentam a abordagem para comportamento a partir de paradigmas da teoria de finanças comportamentais. Nesta abordagem, o mercado financeiro não pode deixar de ser avaliado sob o enfoque do comportamento. Os autores destacam a questão do comportamento em dois grandes blocos. O primeiro, a psicologia cognitiva ou como as pessoas pensam. Ainda observam a perspectiva teórica de que são sistemáticos os erros cometidos pelas pessoas em seu modo de raciocinar. Afirmam que os motivos decorrem do excesso de confiança e colocação de maior peso em fatos e experiências recentes, dentre outros. Eles explicam que esses são os motivos que levam às distorções nas preferências. O segundo, os limites para arbitragem ou indicações das circunstâncias em que se força a efetividade de uma ação e quando não se força esta efetividade. Dessa forma, a teoria de finanças comportamentais utilizam modelos em que agentes não são totalmente racionais, seja por conta de suas preferências, seja por concepções próprias equivocadas.

Shiller (2013) ao afirmar que todas as atividades humanas necessitam ser financiadas, explica que as organizações devem existir para as pessoas alcançarem seus objetivos. Ao apresentar estes argumentos, o autor enfatiza que as finanças modernas devem alinhar interesses e incentivos a partir da psicologia humana. Neste enfoque, é relevante retomar como os agentes dos fundos de pensão e representantes dos participantes também podem se beneficiar ao serem avaliadas as expectativas que, podem não ser racionais sob a leitura destes novos paradigmas nas organizações.

Nesse contexto, a seção seguinte apresenta como os fundos de pensão se organizam internamente na definição da governança desses investidores institucionais no atendimento dos objetivos e cumprimento de seus propósitos.

2.3 A GOVERNANÇA EM FUNDOS DE PENSÃO

Dada a razão de ser dos fundos de pensão e a relevância ao prover cobertura previdenciária, a forma como a instituição está organizada na busca dos seus objetivos é tão relevante quanto a definição do próprio modelo previdenciário através de fundos de pensão. Segundo Ambachtsheer et al. (2008, 1998), a governança é fator crítico para a efetividade de um fundo de pensão por duas razões. A primeira razão é que uma forma displicente de governança em um fundo de pensão pode ser conduzida durante anos, pois não é obvio que haverá um processo de autocorreção de uma governança ruim. A segunda é que somente uma entidade com boa governança é que prosperará em sua missão com a clareza necessária, assegurando o equilíbrio dos planos sob a gestão e conseguindo não somente atrair excelentes profissionais, mas mantê-los para o melhor desempenho da entidade.

A governança é uma instituição que existe desde a criação das organizações na busca de um propósito em comum e que provê a estrutura na qual a vida social e a economia de países são conduzidas. Já o termo governança corporativa emergiu recentemente e com ele, novos dilemas têm sido levantados (Clarke, 2004). Os fundamentos econômicos do sistema de corporações, da revolução da gestão e da separação de propriedade e controle contextualizam o desenvolvimento da governança corporativa. A teoria de agência e a questão da hegemonia da gestão apresentam a base das questões de conflito de interesses entre o principal e o agente nas organizações.

O fundamento econômico da governança corporativa decorre do desenvolvimento industrial com o capitalismo. Clarke (2004) destaca que as diferentes formas de corporações evoluíram a partir das novas oportunidades econômicas, como as ofertas públicas de ações. A

primeira empresa não financeira de capital aberto e difuso foi a *Dutch East India Company*, criada em 1602. Já no início do século XVII, foi confrontada com questões de governança corporativa em função dos mais de 1.000 investidores que possuíam ações da companhia (Frentrop, 2003). Já o primeiro grande escândalo surgiu em 1720 a partir da especulação das ações decorrentes da associação entre a *French Mississippi Company* e a *English South Sea Company* (apud Tricker, 1984). Outrossim, a preocupação com a proliferação dessas formas de corporações já havia no século XVIII. A questão observada era de os executivos das corporações tomarem decisões em nome dos investidores e que tais decisões poderiam não ser as esperadas e, portanto, deveriam ser vigiados (apud Smith, 1934).

No contexto da organização, com separação de controle e propriedade (Berle & Means, 1932), é necessária a compreensão da questão dos contratos no âmbito da firma e de seus fatores de produção em que emerge a teoria de agência (Jensen & Meckling, 1976). A relação de contrato surge no momento em que, detentores de recursos financeiros investem numa firma e necessitam de executivos especializados para gerarem o lucro e retorno necessário ao capital investido. O problema é que os contratos não são completos (Hart & Holmström, 1987) e não há como prever *ex-ante* futuras contingências. Do mesmo modo, os direitos de serem tomadas decisões, não previstas, são alocadas aos executivos. Por fim, esses executivos, discricionariamente, serão aos tomadores das decisões em nome dos que alocaram os recursos (Alchian & Demsetz, 1972). A teoria de agência observa que esses investidores são os tomadores do risco da firma, que o direito de propriedade de capital não deveria ser confundido com a propriedade da firma. Já a firma representa um conjunto de contratos que compreendem a contribuição de cada fator e o que cada um receberá por ele, tornando-se irrelevante a perspectiva de propriedade da firma (Fama, 1980). Já Fama e Jensen (1983) avançaram ao avaliar a separação entre os tomadores de decisão dos que assumem os riscos, não somente nas corporações. Os autores observaram a separação desses fatores em associações de profissionais, fundos mútuos e organizações sem fins lucrativos. Estas últimas são o caso da estrutura legal dos investidores institucionais escolhidos para investigação da tese.

As seções a seguir destacam a organização de investidores institucionais a partir de teóricos destas instituições e organismos internacionais que avaliam este sistema. Esta parte da revisão da literatura está organizada a partir de cinco aspectos da governança em fundos de pensão: 1) Desafios; 2) Princípios; 3) Estrutura; 4) Controles e 5) Soluções.

2.3.1 Os desafios para alinhamento de interesses

Segundo Ambachtsheer e McLaughlin (2015) o contexto da organização interna e que determina a governança de investimentos dos fundos de pensão envolve quatro grandes desafios:

- a) compreensão das questões de conflito de agência;
- b) observação da expertise em investimentos e do conjunto de conhecimento dos membros do Conselho Deliberativo e executivos;
- c) diretriz clara de investimentos no contexto de risco;
- d) planejamento estratégico para efetividade da gestão. Dentre os aspectos abordados para governança em investidores institucionais, lança-se luz ao duplo conflito de agência, a lacuna de incentivos em organização que não gera lucro e monitoramento diante de contratos incompletos *ex-ante*.

2.3.1.1 A questão do duplo conflito de agência

Lakonishok et al. (1992) afirma que o desempenho de investimentos administrados de fundos de pensão não é perfeitamente observado e quando os administradores de fundos de pensão delegam ao mercado a gestão de ativos, incorre-se no duplo conflito de agência (Tonks, 2006). Como destacado por Lumpkin (2003), na relação cliente-gestor, o fundo de pensão ao delegar a gestão de recursos a gestores externos, passa a ser o cliente da relação e o gestor externo, o próprio gestor. Nessa condição, elevam-se os custos de transação. Como consequência, a criação de valor através do retorno de investimentos líquido pode ser prejudicada, caso não sejam utilizados mecanismos adequados para monitoramento e controle para a questão do duplo conflito de agência. Este fator é potencializado quando não são comparadas as taxas de administração e de desempenho com o mercado ou com a gestão interna do fundo de pensão. Assim, dada a mesma estratégia, é relevante compreender os diferentes incentivos que levam os investidores institucionais à determinação de práticas de governança corporativa e a observar a relação dessas práticas com desempenho através de estudo com os fundos de pensão brasileiros.

Lumpkin (2003) destaca como agravante do duplo conflito, a questão das empresas investidas, enquanto agentes, estão sujeitas à disciplina de mercado. Por exemplo, os investidores dessas empresas podem destituir seus dirigentes ao exercerem ativismo. Porém, o mesmo não acontece com muitos investidores institucionais. Dias (2005) apresenta evidências

em fundos de pensão brasileiros ao observar que, apesar do Conselho Deliberativo ser órgão máximo do fundo de pensão, ele está sujeito à regulamentação, não podendo exercer, por exemplo, o mecanismo de demitir ou contratar profissionais, impactando sua capacidade de alinhamento de interesses e uso de incentivos adequados.

Da mesma forma, como numa corporação que visa lucro, organizações sem fins lucrativos também se deparam com o problema em como garantir em todo o tempo, que o poder de decisão dentro da organização está direcionado para objetivo acordado, ao invés de beneficiar um grupo diverso. Segundo Clarke (2004), as implicações de governança corporativa são amplas e críticas do ponto de vista econômico e social. Estas implicações estão relacionadas, primeiramente, em como prover incentivos e medidas de desempenho adequadas para se alcançar o sucesso da organização. Posteriormente, em como garantir a prestação de contas e transparência necessárias para haver equidade na distribuição dos resultados. Dessa forma, considerando a natureza e propósito dos fundos de pensão, torna-se relevante compreender como estas implicações de governança ocorrem de forma diferenciada em organizações que não visam lucro.

2.3.1.2 Os incentivos em organizações que não visam lucro

Nas instituições em que não se visa lucro, os conselheiros e diretores não são definidos por acionistas ou sócios como numa corporação, pois não possuem a figura de proprietários que têm por objetivo a maximização dos resultados (Fama & Jensen, 1983). Torna-se relevante a abordagem sobre quem possui o direito de propriedade sobre os resultados obtidos em fundos de pensão e quais são os incentivos para alinhamento de interesses nestas organizações.

Ao se discutir o tema de governança corporativa em organizações sem fins lucrativos, observa-se que há poucos estudos que tratam de governança, especificamente, nestas organizações (Herman & Van Til, 1989; Middleton, 1987; Ostrower & Stone, 2005; Speckbacher, 2008). Segundo Glaeser (2002), a pesquisa sobre governança corporativa passou a ser mais intensa a partir da década de 80. Neste período, problemas de governança em grandes empresas de capital aberto foram experimentados, especialmente, nos Estados Unidos e Reino Unido (Glaeser, 2002). Por esta razão, o foco das pesquisas em governança foi direcionado para corporações listadas em bolsa e com dispersão de capital, em que há espaço para agentes oportunistas e a variável dependente, desempenho, correlacionada com diversas variáveis independentes.

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que o conjunto de mecanismos que define a governança e que suporta o cumprimento dos interesses do principal consiste em: capital, seja dívida ou participação acionária, gestores internos ou externos, compensação dos executivos, membros do conselho, estratégia competitiva e estrutura da organização. Estes mecanismos de governança são relevantes no processo de delegação de direitos de decisão e são objeto da relação entre principal e agente. Entretanto, estudos afirmam que a estratégia de governança em organizações sem fins lucrativos ocorre de maneira diferente e precisa ser tratada de modo adequado para estas organizações (Ben-Ner & Van Hoomissen, 2006; Chisolm, 1995; Speckbacher, 2008).

Glaeser (2002) destaca três fatores principais que diferenciam as organizações sem fins lucrativos das empresas em geral. Primeiro, os privilégios tributários como isenções, que possibilitam a existência de muitas dessas instituições. No caso, estas organizações não têm suas receitas impactadas por impostos, por exemplo. Segundo, a não distribuição de lucros, que é definição por essência dessas organizações. E terceiro, a questão do comportamento das organizações sem fins lucrativos, em que não há proprietários. Glaeser (2002) destaca ainda que seus fundadores, frequentemente, não têm direito de controlar a organização, mas podem compor seus conselhos de administração ou ter seus representantes. Seus conselheiros e gestores não são alvo de aquisição hostil e nem todos dependem de um processo de eleição. Nas empresas que geram lucro, as rendas de seus gestores e sua permanência na firma estão vinculadas ao valor de mercado da empresa.

Segundo Jensen (1993), há quatro forças de controle da organização para solução das questões de conflito entre decisão de gestores e dos objetivos ótimos de uma organização, que são:

- a) o mercado de capitais;
- b) o sistema regulatório;
- c) o fator de produção;
- d) os controles internos dos Conselhos de Administração.

Machado Filho et al. (2006) classificam as duas primeiras forças de externas e as outras duas de internas. Eles destacam que a empresa com fins lucrativos listada em bolsa e de país desenvolvido, o mercado age como mecanismo de governança na medida em que impacta em seu desempenho refletido no valor de mercado. É uma força de controle externa. Outra situação é que, diante da ineficiência de gestores no desempenho da companhia, esta fica exposta a uma aquisição hostil de mercado. Desta forma, o mecanismo de governança do mercado leva seus executivos a buscarem o desempenho ótimo para não serem alvo desta

aquisição. Os gestores desses tipos de organização têm incentivos do mercado para buscar o melhor desempenho e atrair um maior número de investidores. Ocorre que em organizações sem fins lucrativos o mecanismo do mercado de capitais não existe.

O'Neill e Fletcher, (1998) ressaltam a relevância dos conselhos de administração nestas entidades. Eles afirmam que seus membros são voluntários da própria comunidade, que agem no interesse público e podem não ter benefícios de agência, decorrentes da receita líquida gerada. Herman e Heimovics (1991) sugerem que a orientação do conselho de administração voltada para questões comportamentais tem elevada importância na relação com os agentes das organizações sem fins lucrativos. Pois, enquanto há uma variedade de papéis dos conselhos em organizações privadas, estatais e sem fins lucrativos, nesta última, segundo os autores, a relação dos agentes é muito mais próxima com seus conselhos de administração. Segundo Machado Filho et al. (2006) seus membros agem em função de proteger a organização ao invés de incentivos financeiros. No entanto, Herrero, Cruz, e Merino (2002) afirmam que sem o incentivo financeiro, os gestores de organizações sem fins lucrativos podem buscar seu próprio bem estar e a custo da organização. A ausência deste incentivo de mercado permitiria a busca de benefícios não pecuniários em detrimento do desempenho ótimo (Fama & Jensen, 1983).

Glaeser (2002) afirma que, além de não haver similaridade de parâmetro de incentivo para gestores em organizações sem fins lucrativos, os casos em que há incentivos pagos nestas organizações, podem estar ligados a atos ilegais. Por fim, o autor destaca que dada à natureza de fracos controles corporativos nas organizações sem fins lucrativos, não é de se surpreender que grande parte dessas organizações não exerça suas funções tão bem como deveriam.

2.3.1.3 O monitoramento sob contratos incompletos

Como destacado, o problema de agência surge da relação contratual entre principal e agente, ou seja, quando o agente não executa de acordo com os interesses do principal e sim conforme os seus próprios. A questão da separação entre propriedade e controle já havia sido abordada por Berle e Means (1932) e depois enfatizada por Demsetz e Lehn (1985). Nas organizações em que há a separação das decisões entre quem executa e quem controla, este último tenta implantar uma estrutura que visa alinhamento dos executivos aos seus interesses.

Fama e Jensen (1983) afirmam que a sobrevivência de uma organização em sua atividade reside no fato de que ela entrega o produto demandado pelos clientes a um menor preço que cobre seus custos. A separação da decisão de gestão e da função de risco, observada

em grandes corporações, é também verificada nas organizações sem fins lucrativos, segundo os autores. Eles argumentam que, na medida em que a organização se especializa em áreas, há o processo de delegação para níveis mais baixos da organização em que o principal, não estando preparado para a gestão das atividades da empresa, cria uma estrutura de controle representada pelo conselho de administração na empresa.

A estrutura de decisão é a forma como representantes dos que detêm o risco da organização controlam as ações de seus agentes. Fama e Jensen (1983) apresentam a hipótese de que estruturas contratuais das organizações separam as áreas de decisão de aprovação e monitoramento das áreas de decisão de iniciação e implementação. Segue abaixo Quadro 2 com segregação por processo e executivos que tomam as decisões no nome dos principais:

Quadro 2. Separação de áreas por decisões de controle e de gestão.

Decisões	Decisões de controle	Decisões de gestão
Responsáveis	Conselho Deliberativo	Diretoria Executiva
Áreas	Aprovação e ratificação Monitoramento	Iniciação de propostas Implementação da estratégia

Fonte: elaborado pela autora.

De acordo Fama e Jensen (1983), eles afirmam que, para ser exercido o direito de propriedade numa relação contratual, é preciso que estejam especificados, claramente: o objetivo, o desempenho esperado e os critérios de avaliação.

Em fundos de pensão, há diferentes objetivos contratuais estabelecidos entre patrocinadores ou instituidores e participantes em função do tipo de plano de benefício. Em planos de benefício definido, o benefício é contratado no momento da adesão e guarda a relação com algum valor previamente determinado. No caso do plano de contribuição definida, o que é contratado ou determinado é o valor da contribuição, ficando indefinido o valor que se receberá no momento da aposentadoria (Tafner, 2007). Em plano de contribuição variável (CV) ou misto, o regulamento estabelece o valor da contribuição para a fase de acumulação, como no plano de contribuição definida. Assim, no momento da aposentadoria, tem garantido o benefício definido, que guarda relação com a contribuição feita e sua capitalização até aquele momento (Nese et al., 2014).

Em outras palavras, não há uma combinação *ex-ante* do que o participante receberá nesses tipos de contratos de planos CD ou CV. A partir do argumento de Fama e Jensen (1983), observa-se que em plano de contribuição definida, o direito de propriedade é enfraquecido na medida em que não se tem contratado o valor de benefício futuro. Com

relação ao compartilhamento de riscos, em planos de contribuição definida, tanto os riscos como os ganhos financeiros não são compartilhados com a patrocinadora (Fontes Filho, 2004). Dias (2005) argumenta que esta condição não favorece estruturação ótima de governança por parte dos patrocinadores para monitoramento de contratos que eles mesmos criaram.

Entretanto, Ambachtsheer (2016) questiona em que medida as condições de planos BD são contratos completos e oferecem menor risco ao se compararem com planos CD. O autor argumenta que, enquanto em planos BD os benefícios decorrem de custeios e respectivas contribuições, com base em uma taxa livre de risco oferecida pelo mercado, uma curva de juros e uma tábua de mortalidade. Já em planos CD as contribuições são capitalizadas na carteira de obrigações escalonadas, a taxas livres de risco e indexadas à inflação de forma a montar uma carteira que, ao longo do tempo, seja adequada ao seu passivo imunizando a carteira. Nessa modalidade o foco é o investimento e o orçamento de risco para construção de portfólio para se pagar benefícios no futuro.

Ocorre que em planos BD, a atenção é nas premissas a serem consideradas para se estimar o custeio necessário ao benefício. Ambachtsheer (2016) argumenta que em termos econômicos financeiros, o contrato de plano BD é claramente definido. Os participantes desse tipo de plano conhecem os termos e a fórmula de como são estimados os custeios para o pagamento do benefício no futuro e como os termos do contrato serão honrados.

Porém, não há como garantir que no futuro serão confirmadas as condições para as estimativas e projeções e, mesmo havendo regulamentação restrita, com atribuições claramente definidas em estatutos, a decisão de se contribuir hoje para alcançar o objetivo do benefício da complementação no longo prazo tem como risco intrínseco o fator da dificuldade de prever o que de fato acontecerá no futuro. São premissas, cálculos e projeções utilizados de forma a se aproximar do que de fato acontecerá. Kahnemann e Tversky (1979) lançam luz ao impacto na autoconfiança em estratégias das organizações, às dificuldades em se avaliar como será o futuro, desde como será o mercado de capitais até situações comuns do cotidiano das pessoas.

2.3.2 Os princípios de governança em fundos de pensão

Dados os desafios para governança adequada em fundos de pensão, o direcionamento de uma base consistente de princípios deve permear a realidade dessas organizações. Clark

(2004) afirma que os princípios da OCDE (1999) possuem a qualidade necessária para a estrutura da organização e sua prestação de contas, que são:

- a) assegurar a base para efetividade da governança corporativa;
- b) preservar os direitos dos acionistas e funções-chave de propriedade;
- c) buscar a equidade no tratamento dos acionistas;
- d) reconhecer o papel dos *stakeholders* na governança corporativa;
- e) promover a divulgação e transparência;
- f) dar ciência das responsabilidades do conselho e cumprimento.

Clark (2004) identifica em três grupos a relação destes princípios com a governança necessária em fundos de pensão. O primeiro, em referência à consistência. Consistência com os termos e condições de garantia do plano de benefícios, que atendem interesses, tanto dos beneficiários como dos patrocinadores. O segundo, a coerência. Coerência de regras e procedimentos internos, em que a estrutura formal do processo de decisão e execução evolui numa única direção. O terceiro, a compatibilidade. Compatibilidade referente ao alto padrão de comportamento, como probidade e profissionalismo requeridos para as funções.

Estudos de Ambachtsheer e McLaughlin (2015) fundamentam os motivos que reduzem a efetividade da governança de investimentos em fundos de pensão. A partir de pesquisa com executivos da organização de investidores institucionais reconduzida em 2014, após 20 anos. Os autores destacam que, apesar de nesse período haver evolução na estrutura de governança, ainda há lacunas relevantes que comprometem a efetividade para governança em fundos de pensão. Eles abordam três principais aspectos considerados como fracos nestas organizações, que são:

- a) Seleção de membros de conselho e melhorias de processos: Ainda são falhos estes aspectos;
- b) Funções do conselho (monitoramento e avaliação): Não devidamente estabelecidas e executadas estas funções;
- c) Retenção de gestores de investimento com experiência e devida qualificação: estruturas sem incentivos adequados de compensação para retenção ou reconhecimento desses profissionais.

Ambachtsheer e McLaughlin (2015) destacam que a solução virá do esforço combinado dos participantes, dos membros dos conselhos e gestores de fundos de pensão, além dos reguladores e órgãos de supervisão.

2.3.3 A estrutura para efetividade da governança

A partir da relevância dos conselhos deliberativos para as funções de controle, monitoramento e execução da boa governança, Clark e Urwin (2008b) observam quatro fatores chave na estrutura de fundos de pensão para efetividade desses conselhos:

- a) Uma estrutura adequada e efetiva de governança do conselho também depende de elementos como entendimento do comportamento humano e de sua capacidade cognitiva;
- b) Os membros de conselho devem agir em colegiado, representar a coletividade dos que participam dos planos de benefícios e agir de forma comprometida e equilibrada com o conjunto de interesses justos;
- c) Os conselhos necessitam do reconhecimento de que há diferentes tipos de tomada de decisão; não possuem foco e estão sobrecarregados de questões que precisam resolver;
- d) O presidente do conselho tem papel fundamental para estabelecer a clara conexão entre as expectativas das partes interessadas, com a cultura da organização, seu planejamento estratégico e por fim, a execução. Deve ser imbuído de forte comando e legitimidade na organização.

Dessa forma, a estrutura de governança deve assegurar a divisão adequada para atribuições de execução e controle, assim como da prestação de contas e responsabilização de tais atribuições.

Estudos confirmam a necessidade de que os fundos de pensão devem possuir controles, meio de comunicação e mecanismos de incentivo adequados que promovam o bom processo de decisão, com tempo apropriado para execução, com a transparência necessária e com reavaliações regulares. A estrutura de governança apresentada pela OCDE (2009), observa oito critérios:

- a) Identificação de responsabilidades, separando responsabilidades de execução e controle;
- b) Instituição de um corpo de conselho para governar a organização;
- c) Dever de prestação de contas do conselho para com os participantes dos planos de benefícios, conselho fiscal e autoridades do governo;
- d) Possuir experiência e conhecimento necessários ao cumprimento do papel dos governantes;
- e) Delegar aos comitês e à equipe interna e/ou a provedores de serviços externos que atestem a expertise necessária à função e independência;

- f) Prover auditoria independente para se reportar ao conselho ou às autoridades em caso de fatos negativos da organização;
- g) Indicação de atuário responsável para planos de benefício definido, de forma que observe as ações necessárias ao cumprimento do regulamento dos planos;
- h) Prover custódia que segregue a guarda dos ativos para sua manutenção segura.

Importante destacar estudos de Jackowicz e Kowalewski (2012) que evidenciam práticas de governança com membros independentes no conselho deliberativos de fundos de pensão da Polônia. Os resultados do estudo sugerem a combinação entre membros *insiders* e *outsiders* na composição do conselho deliberativo para efetiva governança.

Os autores explicam ainda que a contribuição de membros relacionados à patrocinadora depende da perspectiva de incentivos na carreira do profissional, o que é tratado por (Besley & Prat, 2003). Sob este argumento, Besley e Prat, (2003) sugerem que os planos DC deveriam contar mais com membros independentes, que dariam mais motivos para o efetivo monitoramento do fundo de pensão.

Jackowicz e Kowalewski (2012) apresentam resultados desfavoráveis ao desempenho dos fundos de pensão quando o presidente do conselho é independente, na proporção de membros independentes em momentos de alta volatilidade do mercado financeiro e sugerem que este presidente do conselho continue sendo um membro *insider* da patrocinadora em função da sua qualificação profissional e habilidade no efetivo monitoramento.

Tan e Cam (2015) apresentam evidências sobre a efetividade da governança com fundos de pensão da Austrália, com estrutura legal de organização sem fins lucrativos. Os resultados observados pelas autoras sugerem que se elevam os custos com a elevação do número de membros do conselho e comitês, e que a prática convencional de governança não beneficia planos de benefícios em termos de redução de custos.

As autoras Tan e Cam (2015) sugerem que sejam devidamente avaliadas as diferentes estruturas de governança, como a composição de membros independentes, existência de comitês técnicos especializados, contratação de gestores de investimentos, dentre outros aspectos. Observam que deve haver transparência que evidencie a contribuição desta estrutura que represente maior retorno aos investimentos de planos de benefícios e não em maiores custos. E, destacam ainda que a economia de escala contribui pouco na redução de custos e sugerem não poder tratar-se de justificativa para fusão entre fundos de pensão sob as evidências observadas.

2.3.4 Os mecanismos de controle de riscos

Com relação aos mecanismos de controles de riscos internos em fundos de pensão, as recomendações vão desde a abrangência dos níveis para monitoramento do que foi planejamento, até as orientações para o sistema de informações, de processos e procedimentos, de gestão de risco e de conformidade. Tão importante quanto os controles internos em fundos de pensão, são a manutenção de canais de reporte adequados para a transmissão a tempo de informações relevantes e detalhadas aos seus participantes. Esse processo deve ser de forma transparente e clara para todas as partes relevantes do plano de benefícios (OCDE, 2009).

Nesse sentido, observa-se a metodologia de Supervisão Baseada em Riscos (SBR) que tem sido utilizada pelos órgãos de supervisão de fundos de pensão dos países, inclusive no Brasil pela PREVIC, e foi estabelecida com base nos Princípios de Supervisão para a Previdência Privada da *International Organization of Pension Supervisors* (IOPS) (Ashcroft, 2010). O objetivo da metodologia SBR é de análise dos riscos que gerarão maior impacto sobre os participantes e sobre a sustentabilidade do sistema.

A OCDE e IOPS (OCDE 2010) destacam que os órgãos de supervisão de fundos de pensão dos países têm elevado seu foco, tanto em questões de governança como de gestão de riscos. Ocorre que o processo de decisão é crítico para a questão dos riscos enfrentados por estas organizações. Caso não sejam observadas as questões de risco com boas práticas de governança, os fundos de pensão tornam-se potencialmente vulneráveis a uma experiência adversa. As boas práticas recomendadas pelas duas organizações têm como objetivo servirem de guia aos reguladores e supervisores de países. E, desta forma poderem legislar sobre a governança e sobre práticas adotadas pelos fundos de pensão em seu processo de tomada de decisão de investimentos.

A *Professional Risk Managers' International Association* (Professional Risk Management International Association, 2009) afirma que a gestão de riscos não têm como propósito a eliminação do risco e destaca dois objetivos: a maximização do retorno ajustado ao risco sobre capital investido e a transformação da incerteza em risco identificado, avaliado e mensurado. A PRMIA (2009) afirma que o processo de decisão em um negócio tem como base o potencial de recompensa.

A recompensa decorre do equilíbrio entre conhecimento, entendimento e apreciação do risco tomado em busca do retorno potencial.

Para tanto, são destacados os seguintes aspectos para governança adequada no controle de riscos:

- a) competências chave: possuir pessoal qualificado e com as competências necessárias ao exercício de suas funções;
- b) recursos e processos: adequado nível de recursos para operação efetiva;
- c) educação contínua e desenvolvimento: encorajamento para atualização do conhecimento nas respectivas áreas;
- d) estrutura de compensação: os profissionais devem ser remunerados de acordo com seus papéis na estrutura e com a responsabilidade assumida de risco;
- e) independência de partes-chave: reavaliação do alinhamento na organização e efetividade de sua governança;
- f) apetite de risco: oficializar os limites de risco a partir de determinação do conselho administrativo das organizações de forma clara em todos os níveis.
- a) validação externa: a estrutura de governança deve ser avaliada periodicamente por organização independente e externa para assegurar sua consistência;
- b) prestação de contas de forma clara: deve ser claramente definida para cada nível da organização, como também suas consequências ao não executar funções de forma apropriada;
- c) abertura de informações e transparência: para ser avaliada a consistência das decisões de acordo com os padrões e políticas estabelecidas;
- d) verdade, honestidade e imparcialidade das pessoas chave: as pessoas envolvidas na aplicação da boa governança e gestão de risco devem possuir estas características e tratar a todos em todo o tempo com a imparcialidade requerida.

2.3.5 As possíveis soluções para o déficit de governança

Stewart e Yermo (2008) observam que muitos dos desafios para efetividade da boa governança em fundos de pensão poderiam ser resolvidos através do equilíbrio de representantes dos *stakeholders* no conselho, elevação do nível de conhecimento e implantação de código de conduta para endereçar conflitos de interesse. Os autores destacam a ausência de práticas de governança adequadas à gestão de planos de contribuição definida. Por exemplo, a necessidade de haver gestão por comitês e de elevação da responsabilidade de papéis chave no dever de fidúcia, ou mesmo exercer maior fiscalização.

2.3.5.1 As oportunidades para cobertura de lacunas de governança

Pesquisas sobre governança em fundos de pensão de países desenvolvidos e práticas de investimentos, revelam lacunas que são oportunidades para melhorias (Ambachtsheer et al., 2008; Ambachtsheer & McLaughlin, 2015). Ambachtsheer e McLaughlin, (2015) destacam seis aspectos para cobertura dessas lacunas:

1. o redesenho dos contratos e sobre o que se espera do conselho de diretores;
2. a criação de uma matriz que relacione as principais competências necessárias para seus conselheiros;
3. a iniciativa de auto avaliação para identificar os pontos fracos e desenvolvê-los;
4. a garantia da transparência de papéis entre conselheiros e executivos, de forma a reduzir lacunas de compreensão do que se espera de cada parte;
5. a adoção de medidas de alto desempenho em todas as instâncias da organização, sendo necessários recursos humanos e técnicos que atendam a realidade da entidade;
6. a ação de tornar mais simples o processo de conformidade legal com transparência e efetividade necessárias.

O estudo continua e aborda a necessidade de garantir o atendimento aos diferentes *stakeholders* do fundo de pensão através do fortalecimento e uso efetivo do planejamento estratégico na organização. Na abordagem sobre a teoria de *stakeholder*, Freeman e Evan (1990) definem que as organizações possuem acordos multilaterais entre a organização e diferentes partes ou *stakeholders*. Estes podem ser internos quando se trata dos empregados, administradores e proprietários e externos quando clientes, fornecedores, pares e grupos de interesse. As relações entre os *stakeholders* internos podem se dar por regras formais e informais. Por fim, são também caracterizados como *stakeholders*, os governos e comunidades locais que determinam as regras formais em que o negócio irá funcionar (Freeman, 1994). Jackowicz e Kowalewski (2012) destacam o impacto do conselho de administração como mecanismo interno de governança em fundos de pensão privados da Polônia e apresentam evidências de impacto positivo de mecanismos de governança sobre o desempenho. Os autores destacam que mecanismos externos não criam incentivos suficientes para disciplinar os agentes de fundos de pensão no mercado e que a efetividade da governança decorre da composição do conselho fiscal que pode se consistir entre agentes internos ou externos ao fundo de pensão. Eles afirmam ainda que os conselheiros profissionais qualificados em investimentos são os que obtêm melhor desempenho em momentos de alta volatilidade no mercado financeiro.

2.3.5.2 O planejamento do orçamento de risco para melhor desempenho

Como os fundos de pensão operam em mercado financeiro globalizado, em que a gestão de risco e a incerteza são cruciais para a criação de valor no longo prazo, uma boa governança deve planejar seriamente seu orçamento de riscos, não devendo considerar este orçamento como um custo, mas como investimento que, se não feito, pode limitar o desempenho da organização (Clark e Urwin, 2008). Para tanto, deve possuir cinco atributos:

1. foco na gestão de riscos: garantir não haver conflito entre fundamento e comportamento na decisão em mercados financeiros;
2. foco no horizonte de tempo: este é que garantirá maior retorno médio no longo prazo e necessário ao cumprimento de seus objetivos;
3. capacidade de inovação: reconhecer a inovação da tecnologia que confirma se os investidores estão de fato sendo efetivos na busca do retorno esperado;
4. alinhamento claro com a missão: garantir que a governança que mantém está adequada à missão e ao objetivo inicial da entidade;
5. gestão efetiva sobre seus agentes externos: a maioria dos gestores externos não alcançam os objetivos de retorno.

2.3.5.3 O engajamento no uso de boas práticas de governança

Clark e Urwin (2008) destacam doze princípios de governança para fundos de pensão:

1. Objetividade e clareza da missão e compromisso dos *stakeholders*;
2. Possuir executivos de investimentos de alta competência para cumprimento de objetivos claramente definidos;
3. Efetivo orçamento para o processo de investimento e capacidades;
4. Competências requeridas do conselho e diretores: habilidade com números, capacidade para pensamento lógico, para reflexão sobre risco e domínio de estatística;
5. Liderança evidente do conselho, no comitê de investimento e no nível executivo, com papel principal exercido pelo presidente do comitê de investimento;
6. Práticas de compensação alinhadas à missão da entidade;
7. Forte filosofia de investimento e de comando para alinhar os objetivos operacionais e com as decisões de investimento;.

8. Definição de estrutura de investimentos e processos a partir de comparação institucional entre vantagens e desvantagens observadas;
9. Definição estrutura para processo de investimentos a partir da referência de orçamento de risco alinhada aos objetivos e acurada forma de avaliação de alfa e beta ⁸;
10. Utilização de sistemas para tomada de decisão em tempo real;
11. Uso efetivo de gestores externos com base em mandatos claros e alinhados aos objetivos da estratégia, contratado por rigoroso critério de seleção;
12. Trabalhar a cultura que encoraje mudança e desafios na indústria de fundos de pensão.

2.3.5.4 Os níveis de práticas adequadas de governança para investimentos

Clark e Urwin (2008) destacam três estruturas básicas para decisão de investimentos que traduzem em nível de efetividade da governança de investimentos em fundos de pensão iniciando: do menor - “Nível 1”; para intermediário - “Nível 2”; elevado - “Nível 3”.

Quadro 3. Os tipos de governança em investimentos.

Estrutura de governança para decisão de investimentos	Deliberação da Política de Investimentos	Execução da Política de Investimentos
Nível 1 Melhores práticas relevantes para tipos 1 e 2 1,3, 5, 7, 9 e 11	Conselho Deliberativo	Estilo de comitê Múltiplos assuntos e agenda Cronograma de reunião
Nível 2 Melhores práticas relevantes para tipos 1 e 2 1,3, 5, 7, 9 e 11	Conselho Deliberativo Comitê de Investimentos	Estilo de comitê Agenda com foco em investentos Cronograma de reunião
Nível 3 Melhores práticas relevantes, além das tipo 1 e 2 2, 4, 6, 8, 10 e 12	Conselho Deliberativo Comitê de Investimentos Diretoria executiva	Estilo de comitê Diretor de Investimentos (tempo real) Comitê de investimentos (cronograma de reuniões)

Fonte: Adaptação da autora a partir da figura de Clark e Urwin (2008).

⁸ Definição de alfa como medida de risco ajustada e que gera retorno superior ao índice de mercado. E beta como sendo a medida de retorno do prêmio pelo risco de mercado (Clark & Urwin, 2008a).

Em cada tipo nível há a indicação dos princípios observado acima de 1 a 12. Observam-se nos níveis 1 e 2 os mesmos princípios (ímpares acima). A diferença do Nível 1 para o Nível 2 é que se inclui o comitê de investimentos para deliberação da política de investimentos. No nível elevado ou Nível 3, os doze princípios são aplicados e há a inclusão de diretoria exclusiva para investimentos e dedicado em tempo real à execução da política.

Segundo Clark e Urwin (2008a), a agenda para boa governança faz parte dos fundos de pensão como investidores institucionais. As mudanças globais nos mercados financeiros e o escrutinar do desempenho por diferentes *stakeholders* têm demandado a maior capacidade para inovação em como os fundos estão sendo geridos.

A determinação das metas e limites, como taxa de retorno e percentual de contribuição, são medidas importantes e que desafiam os fundos de pensão para o uso de melhores práticas de governança. Os autores concluem que os princípios e práticas de governança devem envolver todos os níveis da organização para alinhamento e efetividade do processo de tomada de decisão.

2.4 A ORGANIZAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

Apesar de haver estrutura mínima para governança nos fundos de pensão brasileiros por determinação legal, segundo o Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC n. 13, 2004), da disposição legal ser reconhecida internacionalmente (OCDE, 2009) e de haver diversos guias com diretrizes para boa governança (PREVIC, 2011, 2012), nem o fundamento teórico do aspecto de eficiência na gestão, nem a própria regulamentação têm sido suficientes para evitar escândalos no uso indevido de recursos sob a gestão de fundos de pensão no Brasil (Câmara dos Deputados, 2016).

Por fim, as recorrentes as notícias sobre o conflito de interesses na decisão de investimentos por fundos de pensão podem reduzir a confiança das pessoas no sistema de previdência complementar no país.

Este contexto lança luz à necessidade de maior compreensão dos motivos que levam ao conflito de interesses e das respectivas medidas para mitigar estes e maiores riscos de desalinhamento. Apesar do tema governança em fundos de pensão ser amplamente discutido, é importante particularizar a teoria para o caso da governança em fundos de pensão no Brasil para avanço neste estudo.

As seções seguintes fundamentarão as questões do atual sistema de previdência do Brasil, as perspectivas para o crescimento dos fundos de pensão no país, apesar do déficit

crescente, os arranjos previdenciários existentes no país, o papel dos fundos de pensão no modelo de reforma de previdência e desafios para as entidades.

2.4.1 O modelo escolhido para o sistema de previdência brasileiro

O sistema de previdência brasileiro propõe as seguintes ações para proteção social. 1) A Assistência Social como programa de proteção à família, maternidade, infância, adolescência e da velhice. 2) A Saúde que envolve ações curativas e preventivas e 3) O Seguro Social. Este último é também conhecido como a previdência social, organizado sob a forma de regime geral, de caráter contributivo e de filiação obrigatória, desde que observados os critérios que preservem o equilíbrio financeiro e atuarial (Pilar 1 dos sistemas de previdência).

O artigo 195 da Constituição Federal (1988) estabelece o financiamento da previdência social por toda sociedade de forma direta e indireta, mediante recursos da União, Estados, Distrito Federal e dos Municípios. Incide nos empregadores: sobre toda folha de salário, faturamento e lucro, nos trabalhadores, todas as receitas de concursos e de prognósticos. Também são fontes de arrecadação as contribuições sociais, vinculadas ao financiamento da seguridade social e ainda, o subsistema previdenciário. Este subsistema é formado por contribuições específicas sobre a remuneração do trabalhador e em folha de pagamento do empregador.

A previdência social no Brasil começou em 24 de janeiro de 1923 por meio do Decreto n. 4682 (1923), inicialmente, para os ferroviários, através da criação da Caixa de Aposentadorias e Pensões (CAP). Pinheiro (2007) apresenta o histórico dos fundos de pensão no Brasil e que estes somente foram institucionalizados em 15 de julho de 1977 (Lei n. 6435, 1977) objetivando a formação de reservas para complementação aos benefícios recebidos da previdência social.

O modelo escolhido para o sistema previdenciário brasileiro é composto de três regimes que se situam nos pilares 1 e 2 dos sistemas observados no mundo, sendo que os dois primeiros são de repartição simples, mandatórios e públicos, situam-se no pilar 1. O terceiro é um sistema com formação de reservas, voluntário e privado, encontra-se no pilar 3. No Brasil não há o pilar 2; inexistente um sistema mandatório de previdência com formação de reserva.

O primeiro regime é o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), que trata das aposentadorias e demais benefícios dos trabalhadores brasileiros, com exceção dos servidores públicos que possuem regimes próprios.

O segundo, são os Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) instituídos e organizados pelos respectivos órgãos federativos brasileiros responsáveis pela aposentadoria e benefício dos servidores públicos titulares de cargos efetivos da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

E, o terceiro, trata-se da Previdência Complementar. No Brasil, há dois tipos de previdência complementar: a previdência aberta e a previdência fechada, esta última é que será aprofundada neste estudo.

A previdência complementar fechada corresponde a um benefício opcional ao trabalhador, que é uma aposentadoria contratada pela empresa e empregado para garantir uma renda extra em relação ao do RGPS, ao trabalhador ou ao seu beneficiário. Ou, contratado um plano instituído por uma classe de profissionais ou setor da indústria em específico.

Neste sistema, para o empregado ativo ou profissional em fase laboral, há uma contribuição mensal de um valor para formação de reserva que servirá de complemento de aposentadoria no futuro, dentre outros benefícios. Estas contribuições são arrecadadas, acumuladas e investidas em ativos no mercado pela entidade gestora, com base em cálculos atuariais.

Importante observar a função dos fundos de pensão como operadores do sistema de previdência complementar fechado. Os fundos de pensão existem sob a forma de fundações privadas ou sociedades civis sem fins lucrativos (Lei Complementar n.109, 2001). Estas organizações não pertencem nem ao Estado e nem ao mercado.

A Figura 6 a seguir destaca o papel dos fundos de pensão no Brasil e a combinação dos dois tipos de pilares existentes em sua estrutura e os três regimes. O pilar 1 compreende (i) o Regime Geral de Previdência Social (RGPS), gerido pelo INSS (Instituto Nacional de Seguridade Social), que atende aos trabalhadores da iniciativa privada e operando sob o regime de repartição simples e o (ii) o Regime Próprio de Previdência Social (RPPS), dos servidores públicos, cuja responsabilidade é do Tesouro. O pilar 3, (iii) a Previdência Complementar⁹, financiado sob o regime de capitalização, administrado por fundos de pensão. Os retângulos em cinza são para destacar as áreas relacionadas com a previdência complementar fechada no país.

⁹ As instituições que trabalham com planos de previdência aberta são fiscalizadas pela SUSEP, do Ministério da Fazenda, e são distribuídas e geridas por sociedades anônimas (Lei Complementar nº 109, 2001).

Figura 6. O sistema de seguridade social no Brasil.

Fontes: Figura elaborada pela autora e adaptada dos Artigos da Constituição Federal (CF) de 1988 e Lei Complementar n. 109 de 2001.

Como esclarecido na instrução dessa seção, o artigo 195 da Constituição Federal (1988) estabelece o financiamento da previdência social a toda sociedade de forma direta e indireta, mediante recursos da União, Estados, Distrito Federal e dos Municípios. Este sistema é a base do pilar 1. Este primeiro pilar no país abrange, tanto os benefícios dos trabalhadores privados através do RGPS, como os dos servidores públicos através dos RPPS. Destacam-se neste os militares, que possuem um sistema de previdência de regime próprio, porém, com regras específicas e que se diferem dos funcionários civis. Ao identificar o tipo de pilar 3, insere-se no sistema privado de previdência, voluntário, de capitalização e oferecido por Entidade Abertas de Previdência Complementar (EAPC) e EFPCs, ou fundos de pensão. A previdência fechada possui sob a gestão planos BD, CD e CV. A partir de 2001, a legislação impossibilitou a adesão a planos do tipo BD (Lei Complementar n. 109, 2001).

2.4.2 A necessidade de reforma da previdência social

De acordo com a revisão de literatura, a necessidade de reforma da previdência não deve negligenciar a urgência de ser contida a evolução dos gastos sociais. A maior longevidade e redução da natalidade têm sido realidade no Brasil, assim como nos demais países, como observado no APÊNDICE A, página 192. Segundo Tafner (2012), nos últimos

20 anos, esta situação tem impactado as contas públicas e passaram a exigir mudanças nas regras do sistema. O resultado é que os gastos previdenciários no Brasil, como a proporção do PIB, têm subido constantemente desde o final da década de 80. O Gráfico 1 abaixo apresenta os gastos específicos com a previdência social no país.

Gráfico 1. Evolução de Gastos da União com a Previdência Social e PIB: 2006-2016

Fontes: Elaborado pela autora a partir de dados do Relatório Gasto Social do Governo Central 2002 a 2015 - Tesouro Nacional e do Relatório da Avaliação Atuarial do Regime Próprio de Previdência Social – RPPS da União 2016 - Servidores, Aposentados e Pensionistas Civis dos Poderes Executivo, Legislativo e Judiciário - Ministério do Trabalho e Previdência Social. Dados em R\$ bilhões e percentual do PIB

Segundo dados da OCDE, o Brasil dispense com a seguridade, aproximadamente, o mesmo que a média de países membros de sua organização, que gastam em torno de 9,2% em relação a seu PIB (OCDE 2013b).

Apesar destas economias possuírem mais de 15,0% de pessoas idosas do total de sua população, o mesmo indicador no Brasil não ultrapassa de 8,0%, aproximadamente (OCDE, 2013a). O problema para a reforma com transição da seguridade do servidor público e o processo de fomento do sistema de previdência complementar, dependem, tanto da vontade política e de engajamento da sociedade, como da viabilidade do sistema através dos fundos de pensão.

Relacionado à vontade política de governantes, medidas de redução da maior pressão fiscal podem ser consideradas impopulares e impedir reeleição de candidato ou serem preteridos partidos políticos para um maior contingente nos governos (Pierson, 1996) .

Como exemplo de questões para a reforma, há o destaque para três planos de ação determinados pelo Tribunal de Contas da União (TCU) para combate às questões da pressão fiscal da previdência social no país (Tribunal de Contas da União [TCU], 2014).

1. Para o RGPS frente ao desequilíbrio no financiamento das aposentadorias da área rural: a revisão de parâmetros de concessão de pensões por morte dada a questão das projeções de longevidade, e quantitativo de isenções e reduções de alíquotas previdenciárias no sistema de compensação.
2. Para o RPPSs, tanto da União, como dos Estados, Distrito Federal e Municípios, frente à inexistência de fundo de reserva previdenciário específico para os servidores civis da União: a existência de déficit atuarial dos regimes, a dificuldade para fiscalizar a gestão dos investimentos em fundos previdenciários, a concessão de benefícios em estados e municípios e a revisão dos parâmetros de concessão de pensões por morte diante da dificuldade das projeções de longevidade.
3. Referente aos gastos da União com os militares inativos e seus pensionistas: não há definição sobre classificação dos parâmetros dos encargos com inativos. Parâmetros esses de custeio previdencial ou administrativo.

Os Gráficos 2, 3 e 4 a seguir, buscam demonstrar a proporção dos diferentes tipos de regime e desafios.

Gráfico 2. Quantidade de Benefícios por Regime da Previdência Social em 2015

Fonte: Adaptado pela autora a partir de dados do Relatório de Gasto Social do Governo Central 2002 a 2015 da Secretaria do Tesouro Nacional e do Balanço Geral da União - Demonstrações Contábeis.

Gráfico 3. Proporção do Déficit da Previdência Social por Regime da Previdência Social – 2015.

Fonte: Adaptado pela autora a partir de dados do Relatório de Gasto Social do Governo Central 2002 a 2015 da Secretaria do Tesouro Nacional e do Balanço Geral da União - Demonstrações Contábeis.

Gráfico 4. Proporção dos Gastos por Regime de Previdência Social – 2015.

Fonte: Adaptado pela autora a partir de dados do Relatório de Gasto Social do Governo Central 2002 a 2015 da Secretaria do Tesouro Nacional e do Balanço Geral da União - Demonstrações Contábeis.

A urgência da reforma para conter o impacto social passa pela viabilidade através dos fundos de pensão (Proposta de Emenda à Constituição n. 287, 2016). A seção seguinte apresenta os fundamentos do sistema de previdência complementar, os argumentos para a questão da crise em fundos de pensão que pertence ao sistema de previdência complementar fechado, até os aspectos que fornecerão a base para o desenvolvimento do estudo empírico

desta pesquisa. Quais sejam, as práticas de governança e características específicas da organização dos fundos de pensão e relação com desempenho dos investimentos.

2.4.3 A regulamentação e supervisão dos fundos de pensão

A Lei brasileira n. 6.435 (1977) criou o sistema de previdência complementar no país a partir da necessidade de regulamentar o funcionamento de algumas entidades de previdência privada do setor estatal e de desenvolver a poupança previdenciária, o mercado de capitais e os sistemas de montepios (Pinheiro, 2007). Segundo Viscardi (2008), os montepios eram instituições privadas contratadas pelas empresas para cobrir demandas de acidentes de trabalho. O sistema brasileiro de previdência complementar emergiu a partir da experiência do sistema de previdência americano ERISA, sigla em inglês para *Employee Retirement Income Security Act*, que teve sua origem na administração de planos de aposentadoria na modalidade de benefício definido em que se tem o risco atuarial (Pinheiro, 2007). Em 2001, o sistema evoluiu ao substituir a lei que criou a previdência complementar através da Lei Complementar n. 109 (2001) e Lei Complementar n. 108 (2001).

A Lei Complementar n. 109 (2001) é a norma geral que dispõe sobre o regime de previdência complementar. Esta norma inclui regras sobre planos de benefícios, sobre entidades fechadas e abertas de previdência complementar, sobre a fiscalização destas entidades, sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial das entidades de previdência complementar, sobre o regime disciplinar e ainda disposições gerais sobre o regime de previdência complementar. Já a Lei Complementar n. 108 (2001) é a norma regulamentadora que traz regras especiais sobre os fundos de pensão patrocinados pela administração pública direta e indireta. Esta Lei estabelece: a criação de normas especiais sobre o custeio dos planos de benefícios com patrocínio estatal, forma detalhada da composição dos órgãos estatutários dos fundos de pensão abrangido e regras específicas sobre sua fiscalização. Importante também destacar que, fundos de pensão desde 2002, podem ser constituídos para atender associados/membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial denominadas de instituidores (Lei Complementar n. 109, 2001).

O setor de previdência complementar no Brasil tem assegurada pela legislação a participação de representantes de membros do plano, podendo ser participantes ativos ou assistidos, além dos próprios patrocinadores, de forma a compor conselhos deliberativos e fiscal dos fundos de pensão. Destaca-se que a forma de governança dos fundos de pensão de

patrocínio de ente público e disposta pela Lei Complementar n. 108 (2001) é alvo de alteração através do Projeto de Lei Complementar n. 274 (2016) detalhados no APÊNDICE B.

A Lei Complementar n. 109 (2001), também disciplina a separação da pessoa jurídica da entidade fechada de previdência complementar dos planos que administra, permitindo a possibilidade de haver mais de um plano de uma mesma organização, porém com independência patrimonial e ainda a existência de múltiplos patrocinadores na mesma entidade, mantendo a independência entre planos (Fontes Filho, 2004). Importante observar que no tocante a gestão de investimentos, estas leis não limitam os diretores responsáveis por investimentos. Embora a Lei Complementar n. 108 (2001), determine que Diretor da entidade de patrocinador público não acumule funções com a patrocinadora, este estudo observa limitações em estatutos das próprias entidades para escolha de seus Diretores. E, apesar da Resolução do CMN n. 3792 (2009) ter instituído o Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado (AETQ) como responsável pelos investimentos, não há determinação que altere eventuais cláusulas em estatuto de fundos de pensão que limitem a seleção do AETQ dentre os participantes dos planos. A Figura 7 abaixo destaca a regulamentação do sistema da previdência complementar fechada no Brasil.

Figura 7. A regulamentação dos fundos de pensão no Brasil.

Fonte: Elaboração da autora a partir do conjunto de normas que regem o sistema de previdência brasileiro.

Os retângulos em cor preta da Figura 7 acima destacam a estrutura de governança de fundos de pensão e as classes de ativos, limites e riscos e que podem alocar recursos.

Como observado na seção anterior, os fundos de pensão possuem sob a gestão planos dos tipos BD, CD e contribuição variável (CV) e, desde 2001, a legislação impossibilita a criação de planos do tipo BD (Lei Complementar n.109, 2001). O contrato que dispõe as cláusulas de contribuições, benefícios, períodos de carência, dentre outras, dos diferentes tipos de planos, denomina-se regulamento do plano. Portanto, este é o documento que define os direitos e obrigações dos participantes, patrocinadora e EFPCs. Quanto à vinculação do participante ao plano de benefícios, depende de sua inscrição voluntária com o fundo de pensão que administra o plano. Para o empregador oferecer o plano de previdência a seus empregados, servidores, associados ou membros, este deve celebrar um contrato de adesão com o fundo de pensão. Nesta relação, o empregador é denominado patrocinador do plano de benefícios e os empregados, que voluntariamente aderiram ao plano, são seus participantes. Na fase de contribuição, estes participantes são denominados ativos, na fase de recebimento são assistidos, ou os próprios dependentes dos participantes conforme regulamento do plano.

A Figura 8 abaixo demonstra, em resumo, a criação do fundo de pensão e as formalizações impostas.

Figura 8. A formalização do fundo de pensão e dos contratos para gestão de planos

Fonte: Elaborado pela autora com base na Lei Complementar n. 109 (2001).

Destaca-se que os recursos arrecadados pelas EFPCs são investidos segundo as diretrizes de riscos e limites máximos estabelecidos pelo CMN (Resolução CMN n. 3792, 2009). A indústria de fundos de pensão é peculiar e exige conhecimento específico em

diversas áreas. Na estrutura do mercado brasileiro, há a influência de intervenientes nas decisões: o Conselho Nacional da Previdência Complementar (CNPC), que é o órgão regulador dos fundos de pensão como entidades de previdência complementar fechadas e a PREVIC, autarquia responsável pela fiscalização e supervisão das entidades fechadas de previdência complementar (Lei n. 12.154, 2009). Ambos intervenientes eram vinculados ao Ministério da Previdência Social e com o governo Temer, houve transferência desta vinculação para o Ministério da Fazenda (Lei n. 13.341, 2016). Além do CNPC e da PREVIC, há a ABRAPP, a Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão (ANAPAR) e o Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (SINDAPP).

A Figura 9 abaixo apresenta a organização do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e a posição das entidades fechadas de previdência complementar. Destaca-se abaixo do SFN, no primeiro nível, os órgãos normativos do governo como o CMN, o Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP) e o CNPC. No segundo nível, os órgãos supervisores: o BACEN, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Superintendência Nacional de Seguros Privados (SUSEP) e a PREVIC. No terceiro nível estão os operadores dos respectivos sistemas financeiros. Dessa forma, observam-se que as entidades de previdência complementar estão subordinadas a dois órgãos de regulamentação e supervisão distintos.

Figura 9. Os fundos de pensão no Sistema Financeiro Nacional

Fonte: Adaptado pela autora a partir do sítio eletrônico do Banco Central do Brasil.

Para os fundos de pensão de patrocínio público, a Resolução da Comissão Interministerial de Governança Corporativa e da Administração de Participações Societárias da União (CGPAR) (Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União [CGPAR], 2016) determina a auditoria interna da empresa estatal sobre o fundo de pensão patrocinado que inclui, dentre outras atividades, a relacionada ao desempenho de retorno dos investimentos.

Considerando o volume significativo de recursos sob a gestão dos fundos de pensão no Brasil de longo prazo e concentrado no mercado financeiro doméstico, Contador e Costa (1998) observam que a regulamentação excessiva das carteiras sob a gestão impactam negativamente, tanto no retorno dos investimentos dos fundos de pensão como nos custos de financiamento. Estes investidores, com o propósito de garantir segurança a seus participantes através da rentabilidade, solvência e liquidez para os recursos dos planos de benefícios, possuem regras específicas.

Para composição de suas carteiras devem observar os limites e segmentos de ativos dispostos na Resolução do CMN n. 3792 (2009). Observa-se que para segurança da solvência a nova Resolução CNPC n. 22 (2015) oferece incentivos para o investimento no longo prazo em planos de benefícios definidos.

Por outro lado, os gestores dependerão do estabelecimento de política de investimentos que apresentem estratégia de longo prazo.

Destaca-se que a legislação dispõe sobre estrutura de governança dos fundos de pensão (Resolução CGPC n. 13, 2004) e determinação do uso de política de investimentos como instrumento de diretriz para alocações em ativos (Resolução CGPC n. 07, 2003).

2.4.4 A crise no desempenho dos fundos de pensão

Os déficits em fundos de pensão são prejuízos aos participantes, aos patrocinadores e por fim, a sociedade em geral na medida em que se envolve os de patrocínio de empresas públicas (Lima, 2015; Simão & Oliveira, 2015). O impacto aos participantes e patrocinadores ocorre à medida que planos de benefícios definidos incorrem em déficit que deve ser equacionado entre participantes e patrocinadoras (Resolução CNPC n. 22, 2015).

Para os participantes ativos, representa redução em seu orçamento no presente, na expectativa de ter o benefício no futuro. No mercado de trabalho, para este voltar à curva de consumo anterior, precisaria elevar sua renda através de mais horas de trabalho, ou buscando posição de maior responsabilidade que lhe ofereça um maior salário. Para o participante

assistido, o impacto é de redução de seu benefício. Para este voltar a ter o orçamento anterior, deveria voltar a trabalhar. Situação, esta, improvável se o participante assistido já estiver em idade avançada que o impeça de exercer funções numa empresa, ou se o mercado de trabalho não absorver esta mão de obra.

Para o patrocinador, este equacionamento representa o aumento de despesas. Em outras palavras, impacta na redução de lucro de seus acionistas e no agravamento do seu grau de risco, na medida em que assume contratos de equacionamento de déficit. Este impacto tem reflexo na sociedade em que os patrocinadores são empresas ou organizações públicas.

A avaliação do desempenho nestas organizações passa a ser preocupante, quando se observa a evolução da situação de déficit, combinada com irregularidades em investimentos por fundos de pensão (Câmara dos Deputados, 2016).

As evidências através de dados estatísticos da PREVIC demonstram que de 2007 até junho de 2016 este déficit somente vem aumentando. Em 2014, o valor do déficit dobrou na comparação com o ano de 2015 e até metade de 2016, o déficit dos fundos de pensão já representava R\$ 84 bilhões (PREVIC, 2016).

Já a gestão indevida dos recursos sob a gestão de fundos de pensão de patrocínio público que gerou prejuízo a seus participantes, culminou na instalação de Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) em 12 de agosto de 2015 para investigação dos fatos (Câmara dos Deputados, 2016) e conclusões conforme APÊNDICE B.

A situação tem chamado a atenção de meios de comunicação que têm cobrado postura de maior rigor. Maior rigor reclamado tanto do governo, como dos órgãos de fiscalização na avaliação das questões que de fato têm contribuído para o crescente déficit (Simão & Oliveira, 2015). O Gráfico 5 abaixo apresenta a situação do desempenho dos fundos de pensão no país sob o aspecto de evolução dos investimentos, da contribuição do retorno das carteiras, dos resultados de déficit e superávit.

A partir deste Gráfico 5, observa-se o impacto da contribuição do retorno dos investimentos sobre o resultado de equilíbrio dos planos de benefícios. Os valores do gráfico estão corrigidos a preços de junho de 2016 pelo INPC.

Em outras palavras, desempenhos reduzidos dos investimentos, tem correspondente redução do superávit e evolução da situação de déficit dos planos de benefícios sob a gestão de fundos de pensão.

Gráfico 5. Evolução dos investimentos, déficits, superávits e contribuição do retorno em fundos de pensão

Fontes: Elaborado pela autora a partir de Dados do Consolidado Estatístico da PREVIC do encerramento dos anos de 2006 a jun/2016, exceto dados de superávit e déficit disponíveis a partir de 2011. Dados de superávit obtidos do Consolidado Estatístico ABRAPP. Dados sobre déficit de 2007 a 2010, obtidos no Consolidado Estatístico ABRAPP a partir de 2014 em conjunto com superávit. Estimativas para contribuição do retorno dos ativos a partir da rentabilidade do Consolidado Estatístico da ABRAPP. Dados a preços de jun/16 (INPC).

No Brasil há 306 entidades fechadas de previdência complementar que executam a gestão de 1.090 planos de benefícios, segundo Relatório Estatístico de junho de 2016 da PREVIC (2016). O total de participantes entre empregados na ativa, assistidos e seus dependentes representam mais de 7 milhões de pessoas no país (ABRAPP, 2016). Apesar do total de beneficiários desses planos não representarem mais que 3,5% dos 206 milhões de brasileiros, os recursos acumulados e investidos em ativos na data base de junho de 2016 estão na ordem de R\$ 768 bilhões, ou cerca de 13,4% do PIB projetado para 2016 (Banco Central do Brasil [BACEN], 2016). Entretanto, observa-se que desse total de ativos sob a gestão de fundos de pensão, cerca de 79,9% estão concentrados em dez fundos no país. Adicionalmente, do grupo dos dez maiores fundos de pensão, metade são do tipo de patrocinador público, que representam 76,3% do grupo, ou 61,6% de concentração de ativos do sistema estão concentrados em fundos de pensão públicos.

Com relação à evolução do número de fundos de pensão no país nos últimos dez anos, observa-se redução em cerca de 1,9% ao ano ao se comparar com o total de 370 que havia em dezembro de 2005 (PREVIC, 2005). Em paralelo às medidas para maior segurança do sistema de previdência complementar fechado a partir da CPI dos Fundos de Pensão (Câmara dos Deputados, 2016), observa-se como fator favorável à evolução do sistema de previdência complementar fechado, as questões da continuidade da reforma da previdência. A seção 2.4.4

aprofunda o processo de reforma no país e que ampliou as possibilidades para sua continuidade. A nova proposta de reforma da previdência (Proposta de Emenda à Constituição [PEC] n. 287, 2016) decorre de proposta aprovada em 2016, que limitou o teto dos gastos do governo e que foi transformada na Emenda Constitucional 95 de 2016 (Emenda Constitucional n. 95, 2016). O Gráfico 6 abaixo apresenta a evolução dos fundos de pensão por tipo de patrocínio e observa a evolução positiva do número de fundos de pensão a partir de patrocinadores do tipo público e instituidores.

Gráfico 6. Evolução do número de fundos de pensão por tipo de patrocínio.

Fonte: Adaptado pela autora a partir de dados de relatórios de Consolidado Estatístico da PREVIC dos respectivos anos.

A Proposta de Emenda à Constituição n. 287 (2016) passará por convergência dos regimes dos trabalhadores dos setores privados e públicos (Schincariol, Sales & Jubé 2016). A exemplo da instituição do regime de previdência complementar dos servidores públicos federais, que criou três entidades fechadas de previdência complementar (Lei n. 12.618, 2012), outros entes públicos serão estimulados a oferecer este benefício a seus servidores e com prazo determinado. A iminência de criação de novos fundos de pensão pelos entes públicos com a reforma da previdência, vem acompanhada de nova regulamentação da PREVIC que estimula a adesão à planos instituídos. Especificamente para os planos setoriais, a PREVIC inovou ao dispor regulamentação em 2016 que trata de instruções contratuais específicas a esses planos, conferindo dinâmica adequada ao licenciamento e aumento de adesões (PREVIC, 2016).

Importante destacar as reformas anteriores e que abriram caminho no Brasil para ampliação e viabilidade de novas reformas. No Brasil, os ajustes decorreram de reformas

implantadas nos governos de Fernando Henrique Cardoso em 1998 e de Luiz Inácio Lula da Silva em 2003 (Nakahodo & Savoia, 2008). Os principais pontos da reforma implantada no governo de Fernando Henrique, através da Emenda Constitucional n. 20 (1998) foram: para o RGPS, o maior rigor à obtenção da aposentadoria, o estabelecimento de período mínimo de contribuição e as mudanças de cálculo de benefícios advindo da introdução do fator previdenciário.

Destaca-se que a grande conquista da reforma de 1998 foi “desconstitucionalizar” a regra de cálculos dos benefícios para trabalhadores do RGPS, segundo observado por Nakahodo e Savoia (2008). Estes ajustes são destacados como paramétricos, pois envolvem alterações nos parâmetros previdenciários para cálculo dos benefícios.

No governo Lula, houve a aprovação da Emenda Constitucional n. 41 (2003). Através da Emenda Constitucional n. 41 (2003), deu-se a continuidade do processo de reforma que impactaria a redução, tanto da evolução do déficit fiscal gerado no Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) como da discrepância de valores de benefícios do RPPS com o Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Com a adoção do cálculo do benefício de aposentadoria dos novos servidores públicos a partir de 2003, com base na média das contribuições, bem como a contribuição dos inativos e implementação de teto do RGPS, foi viabilizada a criação de planos de previdência complementar.

Em 2012 houve a publicação da norma para criação da entidade fechada de previdência complementar dos servidores da União. Assim, todos os novos servidores, titulares de cargo efetivo e que ingressaram no serviço público, puderam aderir de forma voluntária o plano de previdência complementar da União (Lei n. 12.618 de 30 de abril, 2012).

Assim, é certo o crescimento do modelo de fundos de pensão no Brasil com a transição do servidor público para mesmos parâmetros do trabalhador privado. Entretanto, nem mesmo a possibilidade de crescimento econômico, serviria de alívio da maior pressão fiscal e o processo de reforma da previdência deve continuar. Questões demográficas não devem ser negligenciadas para observar tendência de maiores gastos, conforme demonstrado nos gráficos apresentados no APÊNDICE A, página 192. A situação apresenta uma perspectiva de que as receitas públicas não serão suficientes para aliviar o processo de elevação fiscal, caso não sejam implementadas as reformas de contenção de despesas e da previdência (Nese et al., 2014).

2.4.5 A governança nos fundos de pensão brasileiros

No Brasil, o conselho deliberativo de um fundo de pensão é o responsável por definir a política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios. É composto por representantes dos participantes e do patrocinador. O conselho fiscal é o órgão de controle interno da entidade e sua composição é paritária entre representantes de patrocinadores e de participantes e assistidos. A diretoria executiva é o órgão responsável pela administração da entidade. Nesta estrutura, em caráter de exceção, é permitida a ocupação de até trinta por cento dos cargos da diretoria executiva por membros sem formação de nível superior, sendo assegurado pelo menos um membro (Lei Complementar n. 108, 2001; Lei Complementar n. 109, 2001).

A Figura 10 abaixo destaca a estrutura básica de governança em fundos de pensão de acordo com a legislação em vigor. Os retângulos em preto são estruturas obrigatórias em legislação e em cinza, a representação dos os diferentes e da mesma forma a representação dos *stakeholders* como órgãos reguladores, fiscalizadores e de auditoria externa. Os retângulos em cinza são as possíveis formas de estruturação de execução das decisões para a entidade. Os em branco e os triângulos pontilhados, representam identificação dos poderes de controle (aprovação e monitoramento) e de gestão (iniciativa e implantação). O fundo de pensão possui autonomia administrativa e financeira e pode organizar suas atividades operacionais de forma interna e externa.

Figura 10. Visão da estrutura básica de governança de fundo de pensão.

Fonte: Adaptação da autora à Lei Complementar n. 109 (2001) e à Resolução CGPC nº 13 (2004).

Para os fundos de pensão brasileiros, a Resolução CGPC n. 13 (2004) em seu artigo 1º destaca que as EFPCs devem adotar “princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por elas operados, de modo a assegurar o pleno cumprimento de seus objetivos”. Na sequência, a resolução destaca regras quanto à estrutura de governança e relevância dos controles internos, dos riscos e do monitoramento, da divulgação e dos sistemas de informações, da reavaliação e recomendações do conselho fiscal. A resolução recomenda adoção de código de ética e conduta, e destaca como imprescindível a qualificação e especialização de seus dirigentes, técnicos e provedores de serviços contratados.

A Resolução CNPC n. 19 (2015) determina quanto à certificação dos requisitos técnicos necessários para o exercício da função, certificação da totalidade dos membros e profissionais relacionados na resolução, sendo estes seus conselheiros, diretores e funcionários que atuam diretamente com investimentos (Resolução CNPC n. 19, 2015). Porém, a Resolução CNPC n. 21 (2015) altera essa questão da certificação da totalidade para a maioria, no caso de entidades acessíveis aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas privadas. Destaca-se que o Projeto de Lei n. 274/2016, observado na seção 2.4.4 e os resultados principais para este estudo estão demonstrados no APÊNDICE B.

As funções de gestão dos fundos de pensão podem ser desenvolvidas por provedores de serviços de mercado, ou executados em área interna da patrocinadora, ou por gestão própria do fundo de pensão, ou ainda, um híbrido dessas formas para áreas específicas. Segundo a legislação, os critérios de escolha devem observar o custo *versus* benefícios para esta relação de controle e garantia da ausência de conflito de interesses (Resolução CGPC n. 13, 2004)

A governança dos investimentos no controle de riscos e alocação de recursos é regulamentada pela Resolução CMN n. 3792 (2009). Dentre os riscos dispostos, estão os de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico. A mesma Resolução determina ainda a segregação de gestão, administração e custódia, como forma de mitigar riscos de conflitos de interesse no desempenho dessas funções entre os agentes. Além dos limites por modalidade de investimentos, determina limites de alocação por emissor, de concentração por emissor, de concentração por investimento, por fundos abertos de gestão terceirizada e por fundos exclusivos ou carteiras próprias.

No que tange aos limites dispostos em legislação, a Resolução CMN n. 3792 (2009) dispõe seis classes ou segmento de ativos e respectivos limites máximos sobre o patrimônio do plano de benefícios, sendo eles:

- a) renda fixa, até 100%.
- b) renda variável, até 70%;
- c) investimentos estruturados, até 20%¹⁰, incluem cotas de fundos :
 - a. *private equities*;
 - b. *hedge funds*;
 - c. *real states*.
 - d. empresas emergentes.
- d) houve a criação de limite específico para investimentos no exterior de até 10%;
- e) investimentos diretos em imóveis, até 8% ;
- f) limite de até 15% para operações com participantes.

A definição da meta retorno dessa alocação ótima, tem como base a taxa de juros atuarial determinada para o plano de benefícios, segundo critérios dispostos em legislação (Resolução CNPC n. 15, 2014). Contudo, o regulamento do plano de benefícios também pode incluir cláusula que limite a gestão de alocação de recursos, por exemplo, não permitir a alocação em renda variável, ou mesmo restringir a alocação em renda fixa somente em títulos públicos.

O CGPC, atual Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC), determina a elaboração, revisão da política de Investimentos e aprovação através do Conselho Deliberativo do fundo de pensão (Resolução CGPC n. 07, 2003) e observa a legislação específica para alocação dos recursos que são dispostas pelo CMN (Resolução CMN n. 3792, 2009). A relevância deste mecanismo é ainda ratificado em guias de recomendação de governança corporativa da PREVIC (2011, 2012).

Ocorre que a política de investimentos de um plano de benefícios deve nortear o fundo de pensão na busca de retorno e fluxo financeiro compatíveis com o fluxo de pagamento de complementação de aposentadoria e que, para definição da estratégia de investimentos a ser adotado pelo fundo de pensão, tanto o tipo do plano de benefícios como seu estágio de maturação, como também condições macroeconômicas, devem avaliados e considerados. Desse modo, como instrumento relevante para a governança corporativa de um fundo de pensão na obtenção do retorno esperado, a política de investimentos de um plano deve indicar claramente a meta de retorno do plano, os segmentos e limites máximos de alocação em ativos com respectivos *benchmarks* e os riscos a serem monitorados e controlados. Em função de características específicas desses planos, os parâmetros dispostos podem até ser mais

¹⁰ Dentre esses não pode ser ultrapassado o limite de 10% para cotas de fundos de investimentos em *hedge funds* e *real states*, e até menos, para situações de cotas de fundos em *private equities*.

restritivos que a legislação vigente. Nesse sentido, os fundos de pensão no Brasil possuem as mesmas regras e recomendações a seguir. Dessa forma, é possível que a estratégia de investimentos aprovada em política e, apesar da disposição de técnicas para sua elaboração como disposto na seção anterior, não seja suficiente para a obtenção do retorno esperado pelo plano de benefícios.

Tendo em vista o forte aparato regulatório, a OCDE (2005) destaca a necessidade de gestão com rigoroso processo de alocação estratégica de ativos observando os diferentes riscos que precisam ser identificados e controlados. A organização destaca ainda a necessidade de forte exposição em ativos de longo prazo em planos de previdência, principalmente, em planos de benefício definido em que o estudo de alocação estratégica de ativo e passivo, através da técnica de *Asset Liability Management* (ALM) necessita ser rigoroso na definição de gestão baseada em risco.

Segundo a Resolução CMN n. 3792 (2009), os fundos de pensão devem adotar princípios, metodologias e parâmetros que observem a modalidade, características específicas e preservem o equilíbrio entre ativo e passivo. Desta forma, devem garantir condições adequadas de liquidez e rentabilidade suficientes para este equilíbrio. Além disso, evitar a exposição desnecessária a riscos que não justifiquem o prêmio oferecido pelo mercado, que superem o retorno alvo considerado como adequado ao objetivo do plano. Em outras palavras, dados os limites de riscos dispostos em legislação e formalizados em política de investimentos do plano, os gestores de fundos de pensão não devem correr risco além do necessário, que é a meta atuarial de um plano de benefícios definido.

A obtenção do desempenho adequado requer maior dinamismo na forma de gestão dos investimentos por fundos de pensão. No Brasil, a gestão passiva é estratégia utilizada diante de oferta de títulos públicos indexados à inflação e taxa superior à meta atuarial de planos ou de uma estrutura a termo de taxas de juros. Em cenário adverso, taxas de juros oferecidas por títulos públicos abaixo da meta atuarial, por exemplo, requer maior expertise em investimentos e orçamento de risco previamente determinado. Com estes instrumentos e com base em fundamento econômico, são tomadas decisões de alocação de recursos que devem promover o retorno adequado para a carteira de investimentos do plano. A Resolução do CMN de n. 3792 (2009) trouxe inovações ao permitir maior alocação em renda variável e ao criar segmentos específicos para investimentos estruturados e investimentos no exterior, que permitissem maiores riscos na busca pelo retorno adequado aos planos ao longo do tempo.

Considerando fatores conjunturais da economia brasileira, as questões como o não efetivo controle da inflação e a apreciação do Real desestimulam os investimentos. Fatores

como estes elevam o risco de investimento, implicam a escassez de recursos para financiamentos ou investimentos e trazem a questão de um mercado de capitais pouco desenvolvido (North, 1990; Peng et al., 2009), inclusive os investimentos de fundos de pensão, que num cenário adverso para o país adotam postura passiva com alocação de recursos em títulos do governo.

Nesse contexto de escassez de recursos e de maiores riscos em economias emergentes e de alterações rápidas de cenário, investidores institucionais como os de fundos de pensão necessitam estar preparados, pois da preparação dos fundos de pensão frente às ameaças e oportunidades do ambiente, dependerá o cumprimento de seus objetivos atuariais no pagamento dos benefícios e da estabilidade de contribuições ao longo do tempo.

2.4.6 Heterogeneidade dos fundos de pensão

Como destacado na seção 2.3, em organizações sem fins lucrativos, a questão dos incentivos na busca do bom desempenho não ocorre como numa empresa que tem por objetivo a maximização de lucro ao acionista. Não fosse somente esta característica da natureza jurídica dos fundos de pensão, há diferentes tipos de estruturas escolhidas ou determinadas no sistema e que explicam os diferentes incentivos para desempenho. Esta seção aprofundará estas diferenças a partir de elementos teóricos e traçará o paralelo com os fundos de pensão.

A heterogeneidade ocorre na medida em que o fundo de pensão executa a gestão de planos sob seis condições distintas e que são observadas em fundos de pensão no Brasil, podendo ser combinadas ou não e permitidas em legislação (Lei Complementar n. 108, 2001; Lei Complementar n. 109, 2001; Resolução CGPC n. 13, 2004). Esta pesquisa divide em dois blocos as principais condições sob as quais os fundos de pensão estão organizados. O primeiro bloco, são condições determinadas ou características específicas no nível pelos fundos de pensão e o segundo, condições ou características de governança escolhidas pelos mesmos.

2.4.6.1 Condições predeterminadas

Este estudo considera como características determinadas ou características no nível da organização como as que não dependem de escolhas do fundo de pensão. Dentre as condições que são predeterminadas, esta pesquisa destaca três:

- a) disposição de diferentes tipos de planos de benefícios: BD, CD ou CV. Como observado na seção 2.4.2, desde 2001 não podem ser criados novos planos de BD. Porém, esse tipo de benefício ainda representa parcela relevante no sistema;
- b) tipo de patrocínio: se patrocinador for público, dentre estes, empresa de economia mista ou privado por empresa pública, ou de administração direta do governo, ou ainda se empresa privada, ou instituído por associação de profissional, ou ainda definido como setorial por segmento da indústria;
- c) possuir conjuntos de participantes com características distintas em função do setor econômico de atuação do patrocinador ou instituidor. Exemplo: empregados do sistema financeiro, do setor de *commodities*, indústria química, máquinas e equipamentos e automotivo.

2.4.6.2 Condições determinadas

Exemplos de condições de governança determinadas pelos fundos de pensão:

- a) a qualificação técnica dos membros dos órgãos de governança da entidade, de seus executivos e contratos com terceiros nas diferentes áreas do conhecimento, inclusive, investimento. Desde que observada a regulamentação (Portaria PREVIC n. 297, 2016; Resolução CNPC n. 19, 2015; Resolução CNPC n. 21, 2015).
- b) a estrutura operacional, sendo elas:
 - execução das funções operacionais em área interna da patrocinadora;
 - terceirização total da gestão operacional a bancos;
 - segregação das atividades do fundo de pensão, sendo organizadas internamente na entidade;
 - estrutura híbrida com atividades sendo organizadas internamente e através de provedores de serviços com contratos de longo prazo.
- c) a transparência e agilidade na divulgação de fatos relevantes, desde que observado o exigido em legislação (Instrução PREVIC n. 13, 2014).

A seção 2.3 apresenta a revisão da literatura para a governança em fundos de pensão e o fundamento para sua efetividade no desempenho dos investimentos que é a variável de interesse deste estudo. A seção 2.5 a seguir, lança luz aos diferentes tipos de incentivos no nível dos fundos de pensão e que trata da investigação teórica para a busca do retorno dos investimentos e determinação de melhores práticas de governança.

2.5 OS DIFERENTES INCENTIVOS EM FUNDOS DE PENSÃO

A partir do fundamento de que há diferentes tipos de organização com respectivas combinações de diferentes recursos e potencialidades que, por sua vez, definem variados desempenhos e vantagens competitivas entre as organizações, a abordagem desta seção busca fundamentar os diferentes tipos de incentivos em fundos de pensão na busca do retorno esperado e na determinação de melhor governança.

Importante observar que, a escolha dessas condições ou de características intrínsecas para investigação desta pesquisa, decorre da viabilidade para serem observadas nos fundos de pensão brasileiros. São elas:

- a) conexão com o governo através do tipo de patrocínio;
- b) patrocinador do setor econômico financeiro e estabelecimentos de contratos de gestão externa dos investimentos;
- c) gestão de contratos incompletos na definição do benefício futuro.

A partir da amostra inicial da pesquisa, é possível identificar os respectivos conjuntos de características predeterminadas no nível dos fundos de pensão. O Gráfico 7 seguir destaca a proporção de 29% dos fundos de pensão que possuem conexões com o governo.

Gráfico 7. Proporção de fundos de pensão por tipo de patrocínio

Fonte: Elaborado pela autora a partir da base de dados fornecido pela ABRAPP para uso exclusivo desta pesquisa base de 2015.

O Gráfico 8 abaixo apresenta a proporção do setor econômico dos patrocinadores, sendo que o financeiro representa 20% da amostra inicial e que será observado nesta pesquisa.

Gráfico 8. Proporção de fundos de pensão distribuídos pelo setor econômico do patrocinador

Fonte: Elaborado pela autora a partir da base de dados fornecido pela ABRAPP para uso exclusivo desta pesquisa base de 2015.

A partir do Gráfico 9 abaixo, observa-se que os planos CD os CV representam 35%.

Gráfico 9. Proporção de planos de benefícios por tipo de contribuição.

Fonte: Elaborado pela autora a partir da base de dados fornecido pela ABRAPP para uso exclusivo desta pesquisa base de 2015.

Desta forma, é possível observar a representatividade destas características no nível dos fundos de pensão e que explicam a escolha das condições para observação e análise. A revisão da literatura abaixo, apresenta o fundamento de cada característica observada e respectivos incentivos na decisão de investimentos em fundos de pensão.

2.5.1 Incentivos na presença de conexão com o governo

Ao tratar de incentivos em fundos de pensão com diferentes tipos de patrocínio, este estudo retoma a questão de laços com o governo quando o plano de benefício for patrocinado por este público. Em outras palavras, a possibilidade de haver incentivos distintos no fundo de pensão e que não contribuam para o bom desempenho do plano de benefícios. Este fato torna relevante o entendimento da existência de incentivos que moderem o resultado dos planos quando são patrocinados por empresas públicas. De acordo com Gomez-Ibanez (2007), em mercados emergentes é necessária a maior participação do Estado no desenvolvimento econômico através de empresas públicas para garantir a infraestrutura necessária ou de serviços básicos à sociedade. Nesse contexto, os fundos de pensão são importantes atores como investidores e que demandam retorno ao risco assumido pelos recursos sob a gestão. É crucial considerar eventual conflito na obtenção de maior retorno em detrimento dos objetivos do governo, considerando fundos de pensão de patrocínio de empresas públicas. Adicionalmente, não somente no Brasil como no mundo, após a crise financeira iniciada em 2008, com situação de insolvência de bancos internacionais, passou-se a debater sobre a necessidade de maior intervenção do governo, mais empresas estatais e maior regulação (Lazzarini, 2011). O fato é que o governo continua fortemente presente e, nos mercados emergentes, a transição da propriedade do governo para o setor privado ainda é um processo em andamento e que será continuado (Gomez-Ibanez, 2007). Outro fato importante é que, empresas públicas que tiveram transferida a gestão dos benefícios de aposentadoria de seus empregados ao sistema privado, continuam sendo grandes atores indiretos na economia. Isso ocorre através de seus fundos de pensão ao investir em setores ou empresas que são foco de estratégia política do governo, como por exemplo, no processo de privatização na década de 90 (Lazzarini, 2011).

Diante deste contexto, Mello (2003) apresenta exemplos de intervenção do governo brasileiro na economia. O autor destaca a influência do governo na gestão dos fundos de pensão públicos, através de diretores indicados pelas empresas públicas patrocinadoras dos planos. Ele traz à luz agentes externos ao governo de Fernando Henrique Cardoso, que tinham

posição contrária à interferência do governo nos fundos de pensão. No entanto, ele afirma que estes mesmos agentes, na transição para o governo de Luiz Inácio Lula da Silva, não mantiveram a mesma posição; ao contrário, buscaram cargos nas maiores entidades de previdência complementar do país logo após serem situação do governo. Nesse sentido, retomam-se as evidências apresentadas por (Okhmatovskiy, 2010) de que os laços com o governo, em condições de alto envolvimento ou integração política, também afetam a governança dos fundos de pensão e estão associadas a altos custos de transação, que são fatores que impactam a determinação de desempenho.

2.5.2 Incentivos quando houver instituição financeira como parte relacionada

Estudos de Giannetti e Laeven (2008) observaram que somente os fundos de pensão independentes de instituições financeiras contribuem para a elevação do valor das empresas nas quais investem através de seu monitoramento e ativismo. Segundo os autores, os fundos de pensão independentes de instituições financeiras é que teriam condições de elevar o valor da firma investida, pois não teriam conflito para exercer ativismo na busca da maximização do valor da firma para o acionista, diante do potencial de perda de negociação para a instituição financeira como consequência do ativismo. Destacam ainda que, os fundos de pensão não independentes de instituições financeiras, ao contrário, têm altos custos de monitoramento. Como apresentado na seção anterior, uma instituição financeira pode ser característica relacionada ao tipo de patrocinador de um fundo de pensão. O tipo de patrocínio não depende de sua escolha e faz parte do conjunto de características no nível da organização. Sob esta condição, um fundo de pensão não seria independente de instituição financeira (Giannetti & Laeven, 2008).

Stewart e Yermo (2008) afirmam que há desafios de governança quando os fundos de pensão são dirigidos diretamente por instituições financeiras. Esta situação pode ocorrer, tanto na relação do tipo de patrocínio como na determinação da estrutura escolhida, quando a gestão da entidade é terceirizada à uma instituição financeira. Os autores afirmam que em instituições financeiras, a gestão dos ativos de planos de benefícios não ocorre de forma segregada no interesse dos objetivos do plano de benefícios. Destacam a evidência em fundo de pensão de natureza sem fins lucrativos, em que a propensão para terceirizar a gestão da entidade às instituições financeiras é maior em detrimento dos custos. Os estudos realizados indicam que, geralmente, são ineficientes os incentivos para gestão no melhor interesse dos

participantes dos planos. Inclusive, afirmam que nestas organizações a indicação de membros dos órgãos de governança é até facilitado para indicação de candidatos de seu interesse. Os problemas de incentivos na relação com instituições financeiras e que impactam a governança na busca do desempenho adequado, é observado, tanto em sistemas mandatórios, como é o caso de países na América Latina, como em sistemas voluntários observados em países da Europa. A razão que destacam decorre do baixo nível educacional e do pouco interesse dos participantes em como o fundo de pensão é gerido. Estes fatores não contribuem para incentivo na redução de custos de transação, ao contrário, segundo eles.

A questão do risco do duplo conflito de agência, como destacado na seção sobre organização interna de investidores institucionais, (Lakonishok et al., 1992; Lumpkin, 2003; Tonks, 2006) é potencializado pela pouca transparência e efetivo controle. Situação essa que tornam ineficientes o processo de avaliação e decisão da melhor estrutura para investimento. Este tipo de avaliação incluiria, por exemplo, o entendimento de não haver necessidade de transferência da gestão para o mercado diante de gestão passiva de títulos mantidos a vencido. Ou seja, processo de entender o racional de pagar taxas de administração sobre ativos que não serão negociados no mercado. Com a inovação tecnológica e a democratização do conhecimento e da informação através da internet, fundos de pensão, como investidores institucionais de grande porte, podem obter do mercado de forma rápida e transparente as ofertas de mercado que atendem sua necessidade. No caso, a aquisição de títulos públicos e sua manutenção em carteira na curva, não depende da capacidade de sistema e de maior expertise de gestores terceirizados. Portanto, não se justificando a transferência desta gestão sob o custo não necessário ao fundo, que por fim reduz a capacidade de criação de valor da decisão de alocação de recursos de forma passiva e de baixíssimo risco, caso dos títulos públicos federais mantidos até o vencimento e, em função da maior habilidade considerada entre gestores de investimentos, estes não iriam priorizar o uso de melhores práticas de governança para maior obtenção de retorno (Hermalin & Weisbach, 1998).

2.5.3 Incentivos na gestão de planos de contribuição definida

Como discutido na seção 2.3.1, os incentivos para busca do desempenho ótimo em contratos de planos de contribuição definida apresentam a questão do direito de propriedade. Porém, fundos de pensão somente podem oferecer este tipo de plano no país desde 2001, como abordado na seção 2.4.3. Nestes tipos de contratos, os direitos são fracos na definição do objetivo que se busca (Fama & Jensen, 1983). Já o benefício depende do que o fundo de

pensão conseguir através dos recursos arrecadados e respectivo investimento no mercado. Não há definição de uma meta atuarial como em planos BD ou CV, em que há parâmetros atuariais para definição do benefício que o participante deverá receber.

Ao apresentarem a teoria de contratos incompletos, Hart e Holmström (1987) argumentam que esta questão ocorre em função da dificuldade de se medir desempenho de forma acurada. Os autores observam ainda que, mesmo na presença de medidas acuradas, esta dificuldade permanece em função da complexidade para serem refletidas nos contratos de forma adequada. Entretanto, não há como garantir que reservas formadas a partir de custeio estimado atuarialmente com base no benefício definido, serão suficientes para pagar os benefícios contratados (Ambachtsheer, 2015). Em termos contratuais, pode-se dizer que os contratos do tipo BD são completos, porém, na prática, não há como afirmar que planos BD, por se tratarem de contratos completos em termos financeiros e econômicos, oferecem menor risco que planos CD. Ao contrário dos planos BD, que concentram esforços em estimativas econômicas e demográficas, os planos CD focam nos investimentos das contribuições para que a capitalização destes recursos ofereça o retorno adequado às obrigações. O foco nas atividades de investimentos propicia melhores condições para a avaliação de riscos e oportunidade de fundamentar suas propostas de alocação estratégica de ativos.

Com relação às diferenças entre os tipos de plano, há no plano CD a opção de perfil de risco pelos participantes (Pinheiro, 2008). Segundo o autor, esses participantes devem estar mais bem preparados frente à carga de maior risco que é transferida a eles pela decisão da estratégia de risco para construção da reserva para aposentadoria. Com relação ao monitoramento, como o risco em plano CD não é compartilhado com a patrocinadora, não há incentivo adequado para a participação deste no monitoramento adequado na busca do desempenho esperado pelo plano (Fontes Filho, 2004). Contudo, dado que o foco da gestão de planos CD é o investimento das contribuições e em planos BD e CV é a estimativa do custeio, estes fatores podem ser diferentes incentivos e impactar diferentemente no desempenho dos respectivos investimentos.

3 HIPÓTESES DA TESE

Conforme revisão da literatura, há práticas de governança que possibilitam a cobertura de lacunas do ambiente institucional e que podem ser determinantes para o retorno adequado dos investimentos de investidores institucionais. Considerando os investidores institucionais “fundos de pensão” no Brasil para avanço no estudo, embora exista determinação legal para a estrutura de governança, há fundamento para a observação dos que adotam mecanismos de governança que vão além das previstas em legislação e contribuem na avaliação de risco e de oportunidades de investimentos (Caamaño, 2007), ou ainda, de acordo com Clark (2007), o favorecimento do maior monitoramento dos recursos investidos para ativismo e para alinhamento de interesses, dado que os incentivos são distintos de organização que visa lucro.

Dessa forma, esta pesquisa propõe sua teoria segregada em dois blocos. O primeiro, destaca quatro hipóteses para os determinantes do retorno dos investimentos de investidores institucionais a partir de fundos de pensão brasileiros. O segundo, propõe mais três hipóteses para os determinantes de práticas de governança de investidores institucionais superiores às dispostas em regulamentação do país para fundos de pensão brasileiros.

3.1 DETERMINANTES PARA O RETORNO DE INVESTIMENTOS

Esta pesquisa propõe nas seções a seguir, as quatro respectivas hipóteses sobre a influência de práticas de governança nos fundos de pensão e de características no nível dessas organização sobre retorno dos investimentos.

3.1.1 Melhores práticas de governança

A partir da revisão de literatura desta tese, as melhores práticas de governança em fundos de pensão, caracterizados como sem fins lucrativos e no ambiente de economia emergente, são aquelas que consigam se sobrepôr aos desafios como: lacunas de transparência, fraca proteção legal ao investidor (Khanna & Palepu, 1997), direcionamento para gestão passiva e centralizada em títulos públicos dado o contexto do sistema financeiro do país e a ausência de mecanismos de alinhamento de interesses, como os de uma empresa que visa o lucro (Clarke, 2004). Dessa forma, a boa governança deve prover condições que propiciem o alinhamento de interesse único em benefício dos participantes dos planos sob a gestão (Ambachtsheer & McLaughlin, 2015) e superem as impostas pelo ambiente e

características legais. O resultado é que a associação dessas práticas gera desempenho favorável aos recursos sob a sua gestão.

Práticas como a certificação em investimentos de dirigente responsável pela implementação da estratégia da gestão dos recursos (Ambachtsheer & McLaughlin, 2015); a existência de diretoria de investimentos exclusiva e assessorada por comitê de investimentos (Clark & Urwin, 2008a) são formas que propiciam o alinhamento de interesses e condições para avaliação dos riscos e dos fundamentos nas decisões de investimento aos planos.

Esta seção propõe uma abordagem para as práticas de governança, aprofundadas nas seções sequenciais e sua associação com desempenho dos investimentos superior em fundos de pensão no Brasil e, a partir dos argumentos de Clark e Urwin (2008), esta pesquisa assume como práticas elevadas de governança passíveis de serem observadas em fundos de pensão brasileiros:

- a) diretoria exclusiva à diretriz de investimentos;
- b) assessoria do comitê de investimentos no processo de decisão de alocação de ativos;
- c) diretoria certificada em investimentos.

Desta forma, segue a primeira hipótese da pesquisa para a associação do uso de práticas superiores às determinadas em legislação com o melhor desempenho dos investimentos sob a gestão de fundos de pensão no Brasil:

Hipótese 1: No Brasil, há relação positiva entre o uso de melhores práticas de governança em fundos de pensão e retorno dos investimentos.

Clark e Urwin (2008a) afirmam que mesmo havendo uma estrutura institucional com regras claras e relevantes controles e monitoramentos, o desempenho não será alcançado se as práticas de governança não forem efetivas. Ocorre que, ao se avaliar a organização dos fundos de pensão brasileiros, observam-se características que não favorecem o uso de mecanismos de alinhamento como os de uma corporação. Ao investigar características específicas dos fundos de pensão brasileiros, observam-se diferentes tipos de incentivos para desempenho que podem impactar de forma diferenciada o retorno dos seus ativos. Para este estudo, com base na revisão de literatura, foram escolhidas as seguintes características no nível dos fundos de pensão:

- a) conexão com o governo;
- b) contratos com gestores externos de investimentos e patrocinador do setor financeiro;
- c) gestão de planos com característica de contribuição definida.

3.1.2 Conexões com o governo

Ocorre que a empresa estatal possui objetivo distinto ao da empresa privada que visa à maximização do retorno ao acionista (Okhmatovskiy, 2010). Adicionalmente, uma empresa do governo é destacada sob a perspectiva de *embeddedness* ou de integração social. Ocorre que essa integração social tem como consequência o envolvimento político nos negócios da companhia (Okhmatovskiy, 2010). No Brasil, há evidências de que laços com o governo influenciam a decisão de investimentos de fundos de pensão (Lazzarini, 2012). Observa-se no país que cerca de 70% de total de ativos estão sob a gestão de planos patrocinados por ente público (PREVIC, 2016). Como exposto na revisão da literatura, os mecanismos para o alinhamento interesses não funcionam como em uma corporação que gera lucro, como participação nos resultados ou como forças de mercado que ameaçam a estabilidade do profissional em função de um desempenho desfavorável. Ao contrário, a organização está direcionada para o objetivo acordado, ao invés de beneficiar um grupo diverso e, sendo assim, torna-se importante identificar se há impacto nesse tipo de patrocínio frente aos demais tipos do sistema.

No Brasil, os planos de benefícios podem ser criados por patrocinadores e instituidores (Lei Complementar n. 109, 2001). No caso de planos criados por patrocinadores, observa-se que há o patrocínio do tipo público e o privado. Do tipo de patrocínio público, fazem parte os órgãos da administração direta do governo ou de empresas controladas direta ou indiretamente pelo Estado. As empresas patrocinadoras do tipo privado podem ser classificadas em função do capital de controle, se doméstico ou internacional, se do setor de *commodities* ou financeiro, dentre outros. O tipo de patrocínio de planos de benefícios no Brasil é aprofundado na seção 2.2.

Desta forma, a característica do tipo de patrocínio público é relevante em termos de gestão de ativos e apresenta argumentos teóricos que propiciam as seguintes condições para a atenuação do impacto positivo em desempenho: 1) Questões políticas e interesses pessoais nas decisões de fundos de pensão podem levar até à corrupção, em prejuízo aos planos de benefícios. 2) Possibilidade de não priorização da criação de valor na gestão de recursos. 3) Possibilidade de ineficiência operacional elevando custos e reduzindo o retorno líquido dos ativos sob gestão de fundos de pensão.

Hipótese 2: No Brasil, o retorno de investimentos em fundos de pensão é impactado negativamente quando possuir conexões com o governo pelo tipo de patrocínio.

3.1.3 Contrato com gestor externo de investimentos e patrocinador do setor financeiro

De acordo com a revisão da literatura, o ativismo, no desempenho dos investimentos, é atenuado quando o fundo de pensão não for independente de instituição financeira (Giannetti & Laeven, 2008). Esta característica gera maior conflito de interesse pela concentração da gestão de investimentos com a instituição financeira relacionada (Stewart & Yermo, 2008) e elimina a competição entre gestores reduzindo a capacidade de diversificação de estratégias e redução de custos administrativos (Mesa-lago, 2005a). O problema se agrava quando lacunas em expertise e experiência em investimentos em fundos de pensão não contribuem para a imparcialidade nos julgamentos face à influência da indústria de serviços financeiros e consultores (Clark, 2004).

Dias (2005) afirma que executivos responsáveis pela tomada de decisão nos fundos de pensão brasileiros, geralmente, estão sob a pressão do patrocinador e dos que controlam através do conselho deliberativo. A autora observa esta pressão, tanto de patrocinadores do tipo privado como do tipo público, e que o retorno em excesso gerado pelo fundo de pensão não recai nem aos patrocinadores, nem aos executivos dos fundos de pensão. Portanto, eles possuem poucos incentivos para maximizar o retorno dos ativos das carteiras dos planos. Ela apresenta como situação ainda pior, quando se observa evidências de que fundos de pensão têm sido usados para satisfazer interesses, tanto de fundos do setor privado como do público.

Sob este cenário, observa-se que no Brasil cerca de 60% do total de investimentos estão sob gestão de fundos de pensão com planos patrocinados por instituições financeiras, quando observado os investimentos dos dez maiores fundos de pensão no país.

Da mesma forma que a argumentação da seção 1.2.2, trata-se de característica relevante para avaliar o impacto no retorno dos investimentos. Dessa maneira, as condições para atenuação do impacto positivo em desempenho são: 1) Redução da capacidade de monitoramento para captura de melhores oportunidades de diversificação do risco. 2) Elevação de conflitos de interesses, priorizando e favorecendo o retorno dos gestores de mercado relacionados ao setor de atuação do patrocinador ao invés do fundo de pensão. 3) Aumento dos custos administrativos que impactam negativamente no retorno líquido dos investimentos em detrimento da criação de valor ao plano de benefícios. Segue a terceira hipótese:

Hipótese 3. No Brasil, o retorno dos investimentos em fundos de pensão é impactado negativamente quando o fundo de pensão for relacionado à instituição financeira pelo tipo de patrocínio e houver contrato de gestão externa dos investimentos.

3.1.4 Gestão de planos com característica de contribuição definida.

A escolha desta característica é motivada nesta pesquisa por dois fatores principais: a delimitação clara de direitos de propriedade e o quanto esta questão diferencia riscos ao pagamento de benefícios entre planos BD e CD, Seção 2.4, dado que, desde 2001, não é mais possível a criação de planos de BD (Lei Complementar n. 109, 2001) e que o crescimento do sistema de previdência virá do processo de reforma da previdência no país. Com a criação de novos planos para os servidores públicos é relevante observar a relação com desempenho dos investimentos na presença de planos CD. Ocorre que estudiosos destacam a questão de contratos incompletos a partir do desenho de planos CD. Como abordado na seção 2.3.1 e 2.4.7, em planos CD, o benefício não é definido previamente e existe a redução do monitoramento na medida em que não há risco que recaia sobre o patrocinador. Observa-se que a proporção entre os dois tipos, BD e CD, estes últimos já representam um terço do total de 1.104 planos de benefícios no Brasil (Superintendência Nacional de Previdência Complementar, 2016). Entretanto, ao contrário de estudos que sugerem pelos motivos expostos acima, esta pesquisa entende que em planos do tipo CD, há desempenho dos investimentos de forma superior ao do tipo BD.

As condições que favorecem este desempenho superior: 1) enquanto a atenção de planos BD é a elaboração de estudos para estimativas de premissas econômicas e demográficas e cálculo do custeio para formação de reserva, em planos CD o foco é o investimento a partir das contribuições acordadas. 2) Dados de planos BD não são mais oferecidos, e comparativamente a planos CD, são mais maduros e em fase de pagamento de benefícios, é possível que possuam carteiras formadas no passado com títulos públicos com altas taxas de juros e inflação, o que sugere gestão passiva. Ao contrário, em planos CD, a redução das taxas de juros e a desaceleração da economia de países, funcionam como incentivo à diversificação de investimentos na busca de retorno que justificaria o acúmulo de reservas como através de um plano de benefícios. 3) A possibilidade de criação de perfis nesses planos estimula o uso de técnicas de avaliação dos diferentes tipos de riscos e

estratégias a serem adotadas no perfil de risco escolhido pelos participantes. A partir destas condições, apresenta-se a quarta e última hipótese desta tese:

Hipótese 4. No Brasil, o retorno dos investimentos em fundos de pensão é impactado positivamente quando o plano de benefícios possuir característica de contribuição definida.

3.2 DETERMINANTES PARA MELHORES PRÁTICAS DE GOVERNANÇA

A teoria a seguir contribui ao responder a questão derivada da central desta pesquisa: se há relação de características específicas de fundos de pensão com o uso de melhores práticas de governança. Da mesma forma, este estudo apresenta teoria sobre a associação das mesmas características desses investidores sobre o uso de melhores práticas de governança determinadas para esta investigação. Sendo assim, seguem as três hipóteses propostas a partir da revisão da literatura.

3.2.1 Conexões com o governo

Em função da regulamentação específica para fundos de patrocínio público, no que tange à governança (Instrução PREVIC n. 30, 2016; Lei Complementar n. 108, 2001), é possível que estas organizações, ao utilizarem práticas superiores às impostas em regulamentação, possam transparecer a conformidade legal para atestar o alinhamento de interesses, sem que este seja o objetivo de seus executivos ou das partes relacionadas para continuarem com a discricionariedade de suas decisões (Câmara dos Deputados, 2016). Desta forma, segue a quinta hipótese da pesquisa:

Hipótese 5: No Brasil, o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado positivamente quando este for patrocinado por ente do governo.

3.2.2 Gestão externa dos recursos e patrocinador do setor financeiro

Conforme revisão da literatura é possível que estas organizações mantenham estrutura mínima de governança ao disposto em regulamentação para sua conformidade legal. A estrutura mínima é justificada pela decisão de transferência da gestão dos recursos à instituição financeira. Desta forma, segue a sexta hipótese da pesquisa:

Hipótese 6: *No Brasil, o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado negativamente, quando este for relacionado à instituição financeira pelo tipo de patrocínio e houver contratos de gestão externa dos investimentos.*

3.2.3 Gestão de planos com característica de contribuição definida

Dado que nestes planos não há riscos de maior contribuição que recaia sobre a patrocinadora como num plano BD, não há incentivo para maior monitoramento, como mostra a revisão da literatura na seção 2.3.1. Assim, quando a gestão for de planos de contribuição definida, a escolha será de estrutura mínima à disposta em legislação. Seguem abaixo hipótese sétima desta pesquisa e diagrama para representar a teoria proposta desta tese:

Hipótese 7: *No Brasil, o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado negativamente quando possuir a gestão de plano com característica de contribuição definida.*

Figura 11. Diagrama de hipóteses da tese.

Fonte: elaborado pela autora.

Tabela 3 abaixo apresenta a revisão da literatura sobre determinantes retorno de investimentos em fundos de pensão e que fundamentam a metodologia que será apresentada no capítulo a seguir.

Tabela 3 – Revisão da literatura sobre associações com desempenho em fundos de pensão

Artigo	Amostra e país	Período	Medidas de desempenho	Metodologia	Práticas de Governança (A)	Impacto (A)	Características específicas (B)	Impacto (B)
Ammann e Ehmann (2014)	139, Suíça	2010-2012	Índice Sharpe	OLS Observa a endogeneidade, mas não trata.	Diretoria de investimentos exclusiva; existência de comitês; separação entre quem executa e quem monitora ; expertise em investimentos	Positivo	Tipo de plano	Sem evidência
Kowalewski (2012)	194, Polónia	1999-2010	ROA, Índice Sharpe	OLS, FE. Sugere futuros estudos para endogeneidade de	Diretoria de investimentos exclusiva; existência de comitês; expertise em investimentos	Positivo	Conexões com governo, setor financeiro.	Negativo em alguns
Jackowicz & Kowalewski, (2012)	21, Polónia	1999-2010	Alfa de Jensen	OLS, Efeito Fixo Observa endogeneidade de, primeira diferença	Conselho com membros independentes com presidente “insider”	Positivo	Total de ativos, total de despesas	Sem evidências
Giannetti e Laeven (2009)	193, Suécia	Dez2000 Jun2001	ROA	OLS Não observa endogeneidade de			Conexões com governo, setor financeiro	Negativo
Ambachtsheer, Capelle e Lum (2008)	80, EUA, Canadá, Austrália, Nova Zelândia, Europa	2000-2004	NAV (Net Asset Value)	OLS. Não observa endogeneidade de	Percepção do dirigente sobre o dever fiduciário, controle e processo claros, existência de comitês.	Positivo	Percepção do dirigente sobre o dever fiduciário, controle e processo claros, existência de comitês.	Positivo
Mittelstaedt e Olsen (2003)	13, Chile	1982 - 1997	Retorno ajustado a risco Alfa de Jensen	OLS Não observa endogeneidade de			Comparação do arranjo previdenciário com carteiras de mercado	Sem evidência
Ambachtsheer, Capelle, & Scheibelhut, (1998)	80, EUA, Canadá, Austrália, Nova Zelândia	1993-1996	RANVA (Risk Adjusted Net Asset Value)	OLS Não observa endogeneidade de	Percepção do dirigente sobre o dever fiduciário, controle e processo claros, existência de comitês.	Positivo	Arranjo organizacional como profissionais e provedores de serviço	Positivo
Ambachtsheer (1994)	200, EUA	1990-1993	NVA	OLS			Gestão externa de investimentos, tipo de patrocínio privado	Sem evidência

Nota: Elaborado pela autora.

4 METODOLOGIA

A pesquisa propõe o uso de teoria a partir de investigação sobre a associação do uso de práticas superiores de governança corporativa com retorno dos investimentos de investidores institucionais de mesmo tipo e no mesmo contexto financeiro de economia emergente. De forma objetiva, esta investigação é realizada a partir de dados dos fundos de pensão brasileiros, com utilização de técnicas estatísticas de regressão linear do tipo *cross section* de único e de duplos fatores pelo método do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para estimativa do retorno em excesso dos observados pelo alfa de Jensen, de análise de dados em painel dinâmico através da abordagem econométrica do método dos momentos generalizados (GMM, do inglês *Generalized Method of Moments*) em dois estágios.

4.1 A BASE DE DADOS

Para esta tese foram utilizados dados fornecidos pela ABRAPP dos 263 fundos de pensão associados para cada ano, compreendendo o período de 2004 a 2015. Em termos de quantidade de fundos de pensão no sistema e ativos sob a gestão em 31 de dezembro de 2015, a base coletada representa 85,7% dos 307 fundos de pensão do sistema de Previdência Complementar Fechada e, em termos de ativos, sob a gestão junto às respectivas EFPCs, 97,6% do total de R\$ 720 milhões observados no encerramento de 2015, conforme estatísticas da PREVIC (2015). Os dados fornecidos foram operacionalizados segundo diretrizes desta pesquisa, sendo de propriedade da ABRAPP e considerados como “Informações Confidenciais”. O detalhamento da operacionalização destes dados é apresentado em seções específicas a seguir e que tratam as variáveis utilizadas no modelo deste estudo. Os dados são:

- a) Retorno dos investimentos;
- b) Percentual de recursos alocados por segmento de ativo;
- c) Percentual da gestão de recursos dos planos por meio de fundos de investimentos;
- d) Situação de solvência dos planos consolidados;
- e) Total de ativos dos planos sob a gestão;
- f) Total de despesas administrativas;
- g) Percentual dos recursos de planos com patrocinador do tipo público;
- h) Percentual dos recursos em planos do tipo CD ou CV;
- i) Setor econômico de atuação do patrocinador ou instituidor.

Os dados fornecidos foram operacionalizados pela ABRAPP a partir de informações observadas pela própria associação e que mantém em sua base com atualização mensal. Sua fonte compreende os relatórios e demonstrações contábeis transmitidos eletronicamente pelas entidades associadas. Referente às informações de 2004 e 2009, não foram registrados pela ABRAPP os seguintes dados: percentual de alocação em investimentos estruturados, percentual de alocação em investimentos no exterior¹¹, percentual de alocação em fundos de investimentos, percentual dos recursos de planos com patrocinador do tipo público, percentual dos recursos em planos do tipo CD ou CV.

Demais dados necessários para a abordagem empírica e não disponíveis na base da ABRAPP, ou na base de dados da PREVIC, no período da solicitação dos dados, foram coletados diretamente dos estatutos, relatórios anuais e demais informações disponíveis através do endereço eletrônico de cada fundo de pensão¹², de forma a complementar a base inicial. Tal como os dados fornecidos pela ABRAPP, o detalhamento da operacionalização dos dados coletados no site dos fundos de pensão é apresentado nas seções específicas das variáveis do modelo da pesquisa. Seguem os dados:

- a) Ano de criação do fundo de pensão;
- b) Capital de controle do tipo de patrocínio dominante (se doméstico ou do exterior);
- c) Se possui Comitê de Investimentos ou não;
- d) Identificação do nome do nome do Diretor responsável por investimentos na entidade e período;
- e) Se o Diretor de Investimentos é representante eleito ou indicado entre os participantes ou não;
- f) Se o Diretor de Investimentos exerce funções segregadas das atividades da patrocinadora ou não;
- g) Perfil de complexidade do fundo de pensão, conforme da Instrução PREVIC n. 20 (2015).

Quanto aos dados para observar a condição de certificação e experiência em investimentos do Diretor de Investimentos ou não, estes foram obtidos através das plataformas de pesquisa pela internet do Google, Bloomberg e LinkedIn. A partir da pesquisa do nome do Diretor de Investimentos, sua relação com o respectivo fundo de pensão e

¹¹ Os segmentos específicos para investimentos estruturados e investimentos no exterior foram criados a partir da Resolução CMN nº 3792 (2009).

¹² Endereço eletrônico por fundo de pensão conforme relação disposta pela PREVIC através do site: <http://www.previc.gov.br/a-previdencia-complementar-fechada/entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-1>, último acesso em 31 de outubro de 2016.

informações disponíveis em uma ou mais plataformas pesquisadas, foi possível a coleta do dado. Para tanto, foi observada a experiência profissional em investimentos do Diretor, especificamente, pelo período mínimo de três anos conforme disposto pela Instrução PREVIC n. 28 (2016) e uma das certificações apresentadas pela Portaria PREVIC n. 297 (2016). A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro (ANBIMA), Instituto de Certificação de Profissionais da Seguridade Social (ICSS) e Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (APIMEC) são as três certificadoras dispostas na portaria e a seguir as respectivas certificações válidas:

- a) Certificação Profissional ANBIMA - Série 20 (CPA-20);
- b) Certificação de Especialista em Investimentos ANBIMA (CEA);
- c) Certificação de Gestores ANBIMA (CGA);
- d) Profissional de Investimentos (ICSS);
- e) Certificado Nacional do Profissional de Investimento (CNPI).

Para os períodos que antecedem a Portaria PREVIC n. 297 (2016), a pesquisa observa a experiência e formação acadêmica específica no mercado financeiro e de capitais. Observa-se que antes de 2010, os dados coletados diretamente no site eletrônico dos fundos de pensão associados da ABRAPP para cada ano, representavam menos de 50% do total de 263 das entidades e até 2015, as informações disponíveis para confirmar a existência ou não de Comitê de Investimentos e para operacionalizar dados específicos para o Diretor Financeiro ainda permaneciam com a proporção inferior a 50% dos dados observados por fundo de pensão e ano. Importante destacar quanto à escolha do uso da observação como a técnica para a coleta de dados da pesquisa. Segundo Marconi e Lakatos (2003), esta técnica ajuda na pesquisa de informações e aspectos da realidade dos indivíduos e proporciona a obtenção de provas a respeito de objetivos sobre os quais os indivíduos ou grupos investigados não têm consciência, mas que determinam seu comportamento. A técnica de observação permite verificações e é sujeita a controles sobre a validade e segurança da informação (Cook & Selltitz, 1964). Com relação às modalidades de observação, Marconi e Lakatos (2003) destacam que estas se distinguem em função das circunstâncias em que se apresentam. Para esta investigação é empregada a modalidade de observação sistemática, ou estruturada e participante natural. O tipo sistemático está relacionado ao planejamento e controle da investigação. Sob esta circunstância, é possível o reconhecimento de erro e a eliminação de sua influência na observação. O tipo de observação participante natural ocorre quando o observador fizer parte do grupo que se investiga, que é o caso desta pesquisa, conforme apresentado na seção introdutória da pesquisa, destaca-se que sob a circunstância de

observador participante, o autor observa a dificuldade para se manter a objetividade pelo fato do observador poder exercer influência ou ser influenciado por antipatias ou simpatias pessoais, ou por eventual choque entre observador e observado para o quadro de referência. Para este estudo, há a vantagem do anonimato pela observação dos dados disponíveis do grupo estudado.

Quanto ao painel de dados da pesquisa, seu conjunto é caracterizado como não balanceado. Segundo Wooldridge (2009), a modelagem de efeitos aleatórios também pode ser utilizada com dados não balanceados para grupos.

4.2 A VARIÁVEL DEPENDENTE

4.2.1 Desempenho dos investimentos

O desempenho dos investimentos administrados por fundos de pensão ao ano ($DESEMP_{p,t}$) é obtido através do alfa de Jensen estimado pelo modelo de CAPM (Sharpe, 1964). Esta mesma abordagem é observada em estudos de Elton, Gruber e Busse (2004) ao tratar do retorno de fundos mútuos de investimentos e de Blake (1998) e Jackowicz e Kowalewski (2012) para o retorno de fundos de pensão do Chile e da Polônia, respectivamente. O alfa é operacionalizado para cada fundo de pensão e ano, após teste da significância estatística dos betas do modelo CAPM através da regressão de Fama e MacBeth (1973). O APÊNDICE C detalha a lógica do uso do modelo de CAPM, os testes e os resultados para fundamentar a operacionalização da variável.

Dado que os fundos de pensão não investem somente em uma classe de ativos, o alfa de Jensen é estimado pelo modelo de único e duplo fatores (Mittelstaedt & Olsen, 2003) e testada a validação do CAPM de cada modelo. A estimativa do alfa de Jensen é aprofundada no APÊNDICE E desta pesquisa em conjunto com demais medidas de retorno ajustadas a risco. Desta forma, foi possível a comparação e determinação da escolha da medida de desempenho que observasse a capacidade de fundos de pensão se diferenciarem dos que simplesmente reflitam alguma vantagem sobre uma carteira teórica de mercado. O modelo foi obtido através do método de mínimos quadrados ordinários (MQO) a partir de dados disponíveis para retorno dos investimentos de cada um dos fundos de pensão p e ano t de 2004 a 2015.

Conforme introdução da seção anterior, que trata da coleta de dados, a Tabela 5 inclui os percentuais dos investimentos alocados em cada classe de ativos dispostos em legislação¹³ e que fundamentam a determinação dos fatores de mercado para este estudo. As observações ao longo de 12 anos apresentam concentração de 82% em renda fixa, seguido de 11% em ativos de renda variável. O modelo de fator único observa a sensibilidade do beta para o retorno sobre o mercado de renda fixa através da carteira teórica do Índice de Mercado ANBIMA (IMA) – Geral. O de duplo-fatores inclui uma carteira teórica de renda variável através da carteira de ações que compõem o Índice da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (IBOVESPA) e observa a sensibilidade aos dois fatores de mercado, respectivamente.

Regressão para o modelo por fator único de carteira de ativos de renda fixa:

$$r_{p,t} - r_{j,t} = \alpha_p + \beta_p(r_{f,t} - r_{j,t}) + \varepsilon_{p,t} \quad (1)$$

Onde:

$r_{p,t}$ é o retorno dos investimentos do fundo de pensão p no período t operacionalizado pela ABRAPP, conforme detalhado no APÊNDICE D – O retorno dos investimentos.

$r_{j,t}$ é a *proxy* para a taxa de juros livre de risco j obtida para cada ano t , operacionalizada pela taxa de juros máxima atuarial até dezembro de 2014 (Resolução CNPC n. 09, 2012) e a taxa de juros padrão em dezembro de 2015 para 10 anos (Portaria PREVIC n. 197 de 2015, 2015; Resolução n. 21 de 18 de junho de 2015, 2015) que são as mesmas taxas utilizadas pela ABRAPP em seu Consolidado Estatístico (ABRAPP, 2016).

$r_{f,t}$ é a *proxy* para o retorno de mercado da carteira de ativos de renda fixa f observada para cada ano t , operacionalizada pelo retorno da carteira teórica do IMA – Geral.

α_p indica o alfa de Jensen ou o intercepto do modelo que representa a medida superior ou inferior de desempenho dos fundos de pensão p no sistema.

β_p representa a sensibilidade do retorno da carteira de cada fundo de pensão p em relação ao mercado.

Regressão para o modelo por duplo-fatores para carteiras teóricas de ativos de renda fixa e de renda variável de mercado.

$$r_{p,t} - r_{j,t} = \alpha_p + \beta_{fp}(r_{f,t} - r_{j,t}) + \beta_{vp}(r_{v,t} - r_{j,t}) + \varepsilon_{p,t} \quad (2)$$

¹³ Conforme Resolução do CMN nº 3792/2009 (2009)

Onde, $r_{v,t}$ corresponde ao índice de mercado para renda variável representado pelo IBOVESPA, observado no ano t . β_{kp} corresponde à sensibilidade do excesso de retorno do fundo de pensão sobre os fatores relevantes do modelo. Dado que a variável independente e aleatória da regressão é o beta do CAPM, esta pesquisa utilizou a abordagem de Fama e MacBeth (1973) para testar a validade dos betas do CAPM. Esta abordagem é detalhada no APÊNDICE C – O CAPM e validade dos betas. Um resultado com o intercepto α_p não significativamente diferente de “zero”, com β_{kp} com fatores significantes, explicam o retorno ajustado a risco do fundo de pensão para um longo período em que $r_{f,t}$ e $r_{v,t}$, respectivamente, superiores a $r_{j,t}$ e validam o uso do modelo CAPM para observar o retorno anormal ou alfa de cada fundo de pensão p no período t . Segue o modelo de regressão para testar a validade do CAPM e observar os fatores significantes para cada fundo de pensão no período de 2004 a 2015:

$$ret_ajust_{p,t} = premio_rfx_p + premio_rva_p + \varepsilon_{p,t} \quad (3)$$

Onde, para cada fundo de pensão p no período t , $ret_ajust_{p,t}$ corresponde ao retorno do fundo de pensão ajustado à taxa livre de risco; $premio_rfx_p$ observa o prêmio sobre a carteira teórica de renda fixa de mercado e $premio_rva_p$ é o prêmio observado sobre a carteira teórica de renda variável de mercado.

Um resultado para $ret_ajust_{p,t}$ sendo explicado somente pelos fatores ou por um dos fatores da regressão, conforme exposto acima, validam o uso do modelo CAPM. Dessa maneira, os coeficientes ou β_{kp} significantes para os fatores no período de análise de cada fundo de pensão, sejam positivos ou negativos, indicam o uso dos β_{kp} dos respectivos fundos de pensão para observar o α_p ou retorno anormal do fundo de pensão. Assim, foi possível a observação do β_{kp} de cada fundo de pensão. Contudo, somente o coeficiente para $premio_rfx_p$ ou fator para carteira de renda fixa é que foi significativo e utilizado do modelo para estimativa do α_p . Assim, o α_p foi obtido pela transformação da equação acima, com a fundamentação teórica para sua aplicação conforme detalhamento no APÊNDICE E – O retorno dos investimentos ajustados a risco, que segue:

$$\alpha_p = r_{p,t} - r_{j,t} - \beta_{fp}(r_{f,t} - r_{j,t}) \quad (4)$$

Por fim, a partir da estimativa do α_p , foi possível a operacionalização da variável dependente $DESEMP_{p,t}$. Os fundos de pensão e ano em que não foi possível observar o α_p , a

variável foi operacionalizada com *missing*. A Tabela 6 e a Tabela 7 traz a análise descritiva do Alfa modelo de CAPM de 2004 a 2015 e o total de observações obtidas para operacionalização da variável de desempenho partir do alfa de Jensen, após a exclusão de valores extremos em nível de 1% e 99% para evitar uso de *outliers* no modelo.

4.2.2 Uso de melhores práticas de governança

As variáveis melhores práticas de governança são observadas na regressão como variável dependente ao observar a influência de características específicas ou no nível dos fundos de pensão em sua determinação. O item 4.3.1 apresenta a operacionalização destas variáveis e que serão utilizadas no estimador para observar a associação e testar as Hipóteses 5, 6 e 7.

4.3 AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

4.3.1 Melhores práticas de governança

Para a operacionalização das variáveis para melhores práticas de governança em fundos de pensão, esta pesquisa utiliza três variáveis *proxies* binárias que, respectivamente, serão observadas para teste da Hipótese 1. O fundamento para a escolha é baseado nas práticas observadas na seção 2.3, possíveis de serem observadas conforme demonstrado na seção 4.1 para a coleta dos dados e consideradas como superiores às impostas em legislação (Lei Complementar n. 108, 2001; Lei Complementar n. 109, 2001; Resolução CGPC n. 13, 2004). Importante destacar que há ampla literatura na área de finanças corporativas que observa o problema de endogeneidade da relação de práticas de governança corporativa com desempenho da firma. Entretanto, até onde se pode pesquisar, não há estudos empíricos que tratem esta relação no país. Assim, este estudo inova por duas razões principais. Primeiro, ao endereçar a questão com uso de variáveis instrumentais em fundos de pensão no Brasil. Segundo, ao invés de observar os estimadores através de painel estático por MQO agrupado, utiliza painel dinâmico pelo estimador GMM, com respectiva fundamentação teórica aprofundada na seção 4.6, que trata da abordagem empírica da pesquisa. A coerência teórica para a endogeneidade do modelo está na mesma seção 4.6. Ainda, para o endereçamento da questão da endogeneidade, a seção 4.5 apresenta a operacionalização de variáveis instrumentais (VI). O aprofundamento de sua utilização, coerência teórica e testes estatísticos

serão apresentados na seção 4.6. Os fundos de pensão e ano em que não foi possível a coleta das informações, conforme item 4.1, a variável foi indicada com *missing*. Na observação da prática, a variável assume o valor “1”, do contrário, o valor é “0”. Seguem as melhores práticas de governança observadas em fundos de pensão brasileiros para teste da hipótese central da pesquisa:

- a) diretoria de investimentos exclusiva ao fundo de pensão: segundo Clark e Urwin (2008), a estrutura formal e os processos podem compensar as lacunas institucionais da organização de capacidade e habilidades. Dias (2005) argumenta sobre questões de conflito dos executivos que exercem funções, tanto na organização da patrocinadora como no fundo de pensão e que estes não estão neutros aos interesses da organização do patrocinador. Variável operacionalizada através da observação do seguinte dado ($GOV_DEX_{p,t}$): se a Diretoria de Investimentos exerce funções segregadas das atividades da patrocinadora, com valor “1” se for específica para exercer funções no fundo de pensão e “0”, do contrário;
- b) assessoria de comitê de investimentos: o processo de tomada de decisão em fundos de pensão, como parte dos princípios apresentados por Clark e Urwin (2008) onde as oportunidades e riscos são avaliadas pelo conjunto de representantes conforme indicado no item 2.3.5, Quadro 3. Tipos de governança para investimentos, página . Variável operacionalizada através da observação do seguinte dado ($GOV_CIN_{p,t}$): Se o fundo de pensão possui Comitê de Investimento, com valor “1” se possuir e “0”, do contrário;
- c) certificação em investimentos: a pesquisa operacionaliza esta variável através da observação da certificação e experiência do Diretor responsável por Investimentos do fundo de pensão. E o fundamento é que sem qualificação específica é possível que não exista a governança efetiva para a questão de avaliação e controle dos riscos (Clark & Urwin, 2008a). Dado observado para operacionalização da variável ($GOV_DCE_{p,t}$): Se Diretor de Investimentos com certificação, assume-se valor “1” e “0”, do contrário.

4.3.2 Características no nível dos fundos de pensão

As variáveis operacionalizadas para características específicas em fundos de pensão, estão fundamentadas nas seções 2.5; 3.1 e 3.2. Serão utilizadas para teste das hipóteses 2, 3 e 4, respectivamente, de forma a investigar a influência sobre retorno dos investimentos. Estas

mesmas características serão utilizadas para teste hipóteses 5, 6 e 7, de forma a investigar o impacto na determinação do uso de melhores práticas escolhidas para esta pesquisa. São elas:

- a) conexão com o governo ($PAT_PUB_{p,t}$): variável operacionalizada para esta pesquisa através do dado sobre o tipo de patrocínio for de empresa pública ou da administração direta do governo através de variável contínua entre 0 e 1, pois numa estrutura de multipatrocínio, podem haver patrocinadores privados. Como não foi possível a coleta de dados para esta variável anterior a 2010, conforme observado na seção 4.1, houve a segunda forma operacional da variável como binária. Sendo valor “1” se houver patrocinador do tipo público e “0”, do contrário. Com valor “1”, se for específica para exercer funções no fundo de pensão e “0”, do contrário;
- b) parte relacionada com instituição financeira e contratos de gestão externa de investimentos ($FIN_CVM_{p,t}$): A operacionalização desta variável ocorre através da observação do setor econômico de atuação do patrocinador do fundo de pensão ou da organização instituidora ou setorial e da proporção de recursos alocada em fundos de investimentos pelo fundo de pensão. O estudo assume como “1” se do setor financeiro e “0”, do contrário. Esta pesquisa assume a proporção em fundos de investimentos como a variável para gestores externos de recursos. O argumento é que, em se tratado de fundos de investimentos, seus gestores estão sujeitos à Instrução CVM n. 558 (2015). Esta legislação ainda não alcançou gestores de investimentos em fundos de pensão. O tratamento da variável é de forma contínua, multiplicando-se o valor do observado para o setor financeiro quando “1”, se o for e “0”, do contrário e a proporção do total de ativos alocados através dos fundos de investimentos.
- c) gestão de planos com característica de contribuição definida ($PLAN_DC_{p,t}$): esta variável é operacionalizada através da observação do dado sobre o tipo de plano de benefícios, operacionalizado através de variável contínua entre 0 e 1, na proporção de ativos sob a gestão do fundo de pensão que for de plano CD ou CV, dado o fundamento apresentado na seção 2.4 para a questão contratual destes tipos de planos.

4.4 AS VARIÁVEIS DE CONTROLE

De forma a serem controladas características que poderiam influenciar as estimativas dos resultados a serem observados, foram operacionalizadas as seguintes variáveis de controle com respectiva fundamentação teórica:

- a) total de ativos sob a gestão ($CTR_AUM_{p,t}$). Estudos de Ambachtsheer, Capelle e Scheibelhut (1998) indicam que a relação positiva e significativa de fundos de pensão com tamanho e desempenho. Para esta pesquisa, assim como no estudo de Jackowicz e Kowalewski (2012), será operacionalizada a variável tamanho através do cálculo do logaritmo natural do total de ativos observado na conta 1.0 com a subtração das contas 1.3 e 1.4, respectivamente, ativo permanente e ativos de plano assistencial, conforme planificação contábil disposto em Resolução CNPC n. 8 (2011) sob a gestão de cada fundo de pensão e ano. A forma funcional de logaritmo natural ($\ln$) utilizada para esta variável busca reduzir problemas de heterocedasticidade e assimetria das distribuições na amostra (Wooldridge, 2009);
- b) total de despesas administrativas ($CTR_EXP_{p,t}$). Referente à variável despesas, Dobronogov e Murthi (2005) sugerem que as taxas de administração cobradas por gestores externos de investimentos e despesas administrativas dos fundos de pensão têm a probabilidade de reduzir o retorno observado nos balanços contábeis. Estudos de Tan e Cam (2015) apresentam resultados sobre a estrutura interna de governança de fundos de pensão e forte relação com os custos dos fundos. Dessa forma, podem impactar no desempenho necessitando seu controle no estudo. Como na pesquisa de Jackowicz e Kowalewski (2012), esta variável é operacionalizada através do cálculo de logaritmo natural de despesas administrativas. São observadas as despesas sob a conta 4.2, inclui as despesas previdenciais e de investimentos (Resolução CNPC n. 8 de, 2011). A forma funcional determinada para esta variável acompanha o observado para a variável do total de ativos sob a gestão do fundo de pensão e ano;
- c) ano da criação ($CTR_CRE_{p,t}$). Tendo em vista a observação de que os fundos de pensão foram constituídos ao longo do tempo, podendo ser em anos diferentes, havendo os que antecedem a própria Lei que formalizou sua criação (Lei n. 6435, 1977), é possível que oportunidades de investimentos e regulações apresentadas em períodos econômicos e políticos distintos possam determinar o nível de diversificação dos investimentos (Paixão, Pinheiro & Chedeak, 2005). Esta observação pode proporcionar alocação de recursos que lhe ofereça vantagem em termos de retorno superior (Brito & Brito, 2012). Sob esta condição a variável de controle será operacionalizada com o dado sobre o ano de criação do fundo de pensão;
- d) capital de controle do patrocinador dominante ($CTR_DOM_{p,t}$). Dado que características específicas de países podem proporcionar comportamentos e

capacitações diferentes, que impactem no grau de aversão a risco (Köbberling & Wakker, 2005). Esta pesquisa busca controlar essa característica na relação com o retorno dos fundos de pensão. Para tanto, a variável é operacionalizada a partir do dado sobre o país sede do patrocinador dominante em termos de ativos dos planos sob a gestão do fundo de pensão. Sendo de valor “1”, se houver patrocinador dominante de capital do exterior e “0” para doméstico;

- e) situação de equilíbrio atuarial ($CTR_ACT_{p,t}$). De forma que sejam preservadas as condições favoráveis aos planos, questões de solvência e liquidez dos planos podem impactar diversificação de investimentos. Desta forma, é possível que esta situação se reflita no retorno dos investimentos. Para controlar possível influência desta situação, a variável para situação de equilíbrio atuarial é operacionalizada a partir da observação de déficit, se houver saldo na conta 2312010200; superávit, se observado, saldo na conta 2312010100 ou, em equilíbrio, quando não possui saldo nessas contas (Resolução CNPC n. 8, 2011) . A variável assume valor “1”, se o dado apresentar situação de superávit ou equilíbrio e “0”, quando houver déficit;
- f) Planos patrocinados por instituição financeira ($DEP_FIN_{p,t}$). De forma a ser observado o efeito da variável explicativa para dependência de instituição financeira na proporção de gestão de recursos terceirizada, busca-se controlar a influência do tipo de patrocinador do setor financeiro. O objetivo do controle é evidenciar na variável de interesse, o possível conflito ao terceirizar à instituição financeira a gestão do ativos, conforme revisão de literatura.

4.5 AS VARIÁVEIS INSTRUMENTAIS

Como mostrado na seção 3.2, é possível que haja correlação de melhores práticas de governança com variável omitida no termo de erro $\varepsilon_{i,t}$ regressão, o que pode enviesar o estimadores do modelo. Para tanto, esta pesquisa assume como endógenas do modelo, a respectivas variáveis operacionalizadas para práticas de governança. Como alternativa para tratamento da endogeneidade, as regras específicas e dispostas em legislação serão operacionalizadas como variáveis instrumentais (VI) no modelo. De acordo com o referencial teórico disposto abaixo, estas VIs estão relacionadas com práticas de governança e não com desempenho dos investimentos. O tratamento escolhido é detalhado na seção sobre a abordagem empírica seguinte. Desta forma, foram investigadas duas variáveis instrumentais

que estão relacionadas com as práticas de governança determinadas para este estudo, mas que não impactam no retorno em excesso observado para os fundos de pensão (Zagorchev & Gao, 2015). Trata-se das seguintes regulamentações:

- a) disposição do CMN (Resolução CMN n. 3792, 2009) para instituição do AETQ e determinação de certificação dos que lidam com investimentos ($R3792_{p,t}$). A variável instrumental que esta pesquisa é operacionalizada a partir de 2011, quando se iniciou o prazo para observação da norma. Entende-se que esta norma impacta na prática de governança de haver, respectivamente, diretor certificado em investimentos, de estimular o uso de comitê de investimentos e de dedicação exclusiva a investimentos na entidade. Porém, sem impactar o retorno na medida em que não determina as estratégias possíveis de alocação de recursos. Para este trabalho, a variável assume valor contínuo de 0,20 a cada ano a partir de 2011, até 1,00 em 2015 quando 100% dos funcionários envolvidos no fundo de pensão deveriam ser certificados. Antes desse período, a variável é operacionalizada com valor zero;
- b) classificação por meio de perfil segundo o porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios ($Perfil_{p,t}$). Para a operacionalização da variável instrumental, é observada a classificação conforme lista dos fundos de pensão em cada perfil, disposta em anexo da Instrução PREVIC n. 20 (2015). Entende-se que esta medida estaria relacionada com a complexidade do risco da entidade que poderia impactar em maior monitoramento e controle das decisões de investimentos, que por sua vez, incentivaria o uso de comitê de investimentos. Da mesma forma que a VI $R3792_{p,t}$ disposta acima, a VI Perfil não influenciaria a variável dependente de retorno dos investimentos, uma vez que não impacta na escolha da estratégia de alocação de ativos dos planos. Segundo a norma (Instrução PREVIC n. 20, 2015), os níveis estão em ordem de complexidade do maior para o menor, sendo de I, II e III e serão atualizados periodicamente. Esta pesquisa assume para os anos da pesquisa, o valor "1", se classificada no nível I, assim de forma sucessiva.

A análise descritiva das variáveis observadas para a construção do modelo está apresentada na Tabela 9 disposta na página 150 e de correlação entre as variáveis na Tabela 10 na página 152.

4.6 A ABORDAGEM EMPÍRICA

Esta pesquisa utiliza o modelo de dados em painel para investigar a relação entre práticas superiores de governança com retorno de investimentos dos fundos de pensão brasileiros, como apresentação na introdução deste capítulo. Entretanto, observa-se, de forma frequente, a questão de endogeneidade em estudos empíricos no campo de finanças corporativas que buscam explicar a causa e efeito das decisões tomadas pelos agentes (Wintoki, Linck, & Netter, 2012). Os autores Wintoki, Linck e Netter (2012) argumentam que este problema decorre da dificuldade de encontrar fatores ou experimentos naturais exógenos para identificar as relações que se pretende investigar em finanças. O desafio desta pesquisa é obter resultados sem negligenciar a limitação de estudos empíricos que se levanta com a endogeneidade. Adicionalmente, até onde se pode observar, conforme Tabela 3, este estudo inova ao utilizar o modelo de painel dinâmico e uso de variáveis instrumentais para endereçar a questão da endogeneidade de práticas de governança com desempenho dos investimentos.

4.6.1 Tratamento da endogeneidade

Para tratar o problema de endogeneidade, esta pesquisa utiliza o estimador GMM em dois estágios com resultados robustos. E assim, a partir do tratamento em primeiro estágio da questão da endogeneidade de práticas de governança, observar a influência de características específicas do fundo de pensão sobre a variável endógena do modelo com inclusão dos instrumentos. Em segundo estágio, são observados os coeficientes da regressão principal com o tratamento da variável endógena de forma robusta, sendo eles: as práticas de governança corporativa e as características específicas dos fundos de pensão. As duas regressões são controladas pelas variáveis fundamentadas nesta seção.

A abordagem empírica desta tese teve como fundamento estudos de Wintoki et al. (2012), Zagorchev e Gao (2015) e Parente & Santos Silva (2012). Os autores incluem testes através do modelo de painel dinâmico através do método GMM (Arellano & Bond, 1991), para aliviar o potencial de endogeneidade sob dois aspectos de pesquisas em governança e que fundamentam o uso do modelo para esta pesquisa. O primeiro, efeito da governança sobre o desempenho da organização e, segundo, quanto aos determinantes da governança. Os autores explicam que sob o modelo GMM, o estimador incorpora a natureza dinâmica das escolhas da governança interna. Desta forma, é possível prover validade e poder, aos instrumentos, endereçar de maneira adequada questões de heterocedasticidade e

simultaneidade, que são as potenciais fontes da endogeneidade dos estudos empíricos em finanças corporativas. Zagorchev e Gao (2015) tratam a questão da mesma forma e buscam robustez nas estimativas realizadas.

Importante destacar que, foram observados outros modelos que observaram a questão de endogeneidade entre governança e desempenho.. Kowalewski (2012) estimou seus resultados com fundo de pensão da Polônia, através de duas técnicas econométricas: 1) Mínimos quadrados ordinários (MQO) com dados agrupados e 2) Modelo de efeito fixo. Apesar de recomendar o uso de técnicas diferenciadas para tratar a questão, no estudo seguinte, Jackowicz e Kowalewski (2012) abordam a mesma preocupação, porém, com o mesmo tratamento do estudo de Kowalewski (2012). Porém, os dois estudos observaram a questão da limitação do modelo escolhido e que futuros estudos precisaram evoluir no endereçamento da questão.

Tan e Cam (2015), a partir de dados sobre fundos de pensão australianos, estimam a relação de governança, custos com investimentos e despesas operacionais dessas organizações. Ocorre que, de forma endógena, membros independentes do conselho podem restringir sua atuação na expectativa de serem novamente indicados e serem mantidos na posição, conforme observado pelas autoras. No caso, estes membros podem não ser eficientes na redução de custos da organização. Apesar do potencial de endogeneidade, elas estimam os resultados por MQO para sua questão central, porém, sem endereçamento específico para a questão. E, observam a pouca transparência nos relatórios sobre a atuação desses membros e executivos e que poderiam contribuir para a obtenção de resultados robustos.

Ao investigarem a relação de governança e decisões de investimentos, Phan e Hegde (2013) endereçam, diretamente, o potencial de endogeneidade através de tratamento específico. Os autores utilizam regressões com variáveis instrumentais através de modelo de mínimos quadrados em dois estágios (MQ2E) para reestimar a regressão para a relação principal. Observam que, em primeiro estágio do modelo MQ2E, a equação inclui as variáveis instrumentais selecionadas e as demais variáveis exógenas. E em segundo estágio, observa-se na regressão principal da pesquisa, o coeficiente adequado para a variável endógena do trabalho. Ou seja, no segundo estágio, com os valores ajustados, regride a equação principal incluindo a variável endógena. Nesse momento, são obtidos os resultados dos testes para examinar a validade para o potencial de endogeneidade e dos instrumentos utilizados. O teste de Hausman rejeita a hipótese nula de que os modelo por MQ2E e MQO estimam os mesmos coeficientes estatisticamente, que indicaria que o modelo por MQO apresentaria coeficientes enviesados. A rejeição valida o uso dos instrumentos utilizados para

corrigir o potencial de viés com a endogeneidade. O teste de sobreidentificação não rejeita a hipótese nula de que os instrumentos não são correlacionados com o termo de erro da equação principal, o que sustenta a exclusão da equação principal. Em MQO, o resultado R^2 do primeiro estágio, apresenta o poder de explicação da variável endógena sem o efeito que poderia exercer sobre as demais variáveis explicativas do modelo. O Teste-F rejeita a hipótese nula de que os coeficientes dos instrumentos juntos são zero.

Importante destacar que, embora o uso de VI e GMM sejam cada vez mais frequentes para estimar o parâmetro de interesse em estudos empíricos, Parente e Santos Silva (2012) afirmam não ser possível checar a validade das condições do momento quando o modelo é identificado. Apesar de haver testes de restrição e sobreidentificação dos modelos, os autores argumentam que os testes não oferecem informações suficientes para a avaliação do modelo. E que, por estas questões, os testes de validação dos estimadores, devem ser avaliados à luz da coerência teórica dos instrumentos utilizados. Parente e Santos Silva (2012) destaca, inclusive, que a coerência teórica é mais relevante do que a validação dos testes em si.

Importante destacar que foram efetuados vários testes para observar o efeito das práticas de governança até a escolha do estimador GMM. Inicialmente, foram realizados testes para a determinação de modelo em painel estático entre agrupado _em inglês *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) - efeitos fixos (EF) ou efeitos aleatórios (EA). Primeiramente, a regressão foi estimada pelo modelo de EF e guardados os resultados. Na sequência, estimou-se por EA, guardados os resultados. A partir dos resultados dos dois estimadores, foi realizado o teste de Hausman (Hausman & Pesaran, 1983) que não rejeitou a hipótese nula para EF, em que as estimativas de EA são as mesmas que de EF. Dessa forma, foi observado o modelo EA como o apropriado para estimar os coeficientes da regressão. Antes, um novo teste foi realizado para a escolha entre POLS e EA. Através do teste Multiplicador de Lagrange (LM) de Breush-Pagan (Baltagi & Khanti-Akom, 1990), não foi rejeitada a hipótese nula para EA. Em outras palavras, foi observado que as variâncias entre os fundos de pensão eram igual a zero, sendo escolhido o modelo POLS ou MQO. Determinado o modelo MQO para estimar a regressão, ainda havia a questão da endogeneidade a ser tratada, caso contrário, os coeficientes estariam enviesados e não contribuiriam para a investigação da pesquisa.

A partir da fundamentação teórica para endereçamento da questão através de VI, o processo de identificação e determinação das duas instrumentais $R3792_{p,t}$ e $Perfil_p$, observou a fundamentação teórica de não serem correlacionadas com a variável omitida e o serem com a variável endógena de práticas de governança. Em outras palavras, não serem

correlacionadas diretamente com desempenho e resolverem a questão da omissão de variável do modelo. Com a inclusão dos instrumentos, o modelo foi testado novamente e observado se a variável de práticas de governança endógena seria relacionada com o conjunto de instrumentos. A realização deste teste foi através da estimação de mínimos quadrados em dois estágios (MQ2E), como já observado nesta seção. A primeira equação observou a relação das variáveis exógenas do modelo e o uso dos instrumentos com a variável endógena das práticas de governança. O conjunto de equações para endereçar a questão de práticas de governança com o uso de instrumento será apresentado na seção 4.6.2. Na segunda equação, regride-se a variável de desempenho dos investimentos contra os regressores do modelo principal da pesquisa. Importante destacar os testes de exogeneidade realizados contra todas as variáveis do modelo, inclusive as instrumentais. Através do teste de Durbin e Wu-Hausman (Nakamura & Nakamura, 1981), foi observada a significância estatística para rejeitar a hipótese nula de que as variáveis determinadas para práticas de governança do modelo seriam exógenas. Os testes seguintes foram de sobreidentificação ou teste de Hansen-Sargan (Hansen, 1982; Sargan, 1958) para a validade dos instrumentos. De acordo com os testes, a hipótese nula de que os instrumentos seriam válidos não foi rejeitada. Entretanto, como observado nesta seção, não há como garantir que não haja mais regressores correlacionados com erros e de que os instrumentos resolvem a questão de sobreidentificação do modelo para tratamento da endogeneidade (Parente & Santos Silva, 2012). Além disso, os instrumentos identificados na abordagem teórica apresentaram resultados de correlação fraca com práticas de governança ou variável endógena do modelo. Pesquisadores têm lançado luz a esta questão e seu tratamento tem sido o de aplicar o método das variáveis instrumentais em painel dinâmico através do método dos momentos generalizados (GMM). Portanto, este foi o modelo determinado para a pesquisa da associação de práticas de governança e de características no nível da organização do fundo de pensão com desempenho dos investimentos.

Adicionalmente, fundamentada em modelos recentes para esta pesquisa, desenvolvidos por Zagorchev e Gao (2015), ao examinar como a governança corporativa afeta as instituições financeiras dos Estados Unidos e antes, por Wintoki et al. (2012), que observam o efeito de governança no desempenho de firmas listadas nos Estados Unidos, os autores argumentam que o uso de painel dinâmico GMM assume que os erros transitórios não são correlacionados e que valores correntes da variável dependente não são impactadas por valores de anos anteriores. Para mitigar o risco potencial ao assumir estes aspectos, eles fundamentam o seu uso para a utilização de variáveis explicativas defasadas. Dessa forma, para investigar os resultados robustos, este estudo utilizou o modelo GMM em primeira

diferença com variáveis defasadas para $FIN_CVM_{p,t}$; $PLAN_PCD_{p,t}$; $CTR_AUM_{p,t}$; $CTR_EXP_{p,t}$; $CTR_ACT_{p,t}$.

4.6.2 Teste da associação entre melhores práticas de governança e retorno dos investimentos

Seguem abaixo as regressões estimadas em painel dinâmico GMM robusto em dois estágios, com variáveis defasadas.

$$DESEMP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_DCE_{p,t-1} + \beta_2 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_3 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_4 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t} \quad (5)$$

$$DESEMP_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_DEX_{p,t-1} + \beta_2 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_3 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_4 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t} \quad (6)$$

$$DESEMP_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_CIN_{p,t-1} + \beta_2 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_3 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_4 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Os resultados para cada regressão acima foram observados na equação de segundo estágio. Desta forma, foi possível investigar a associação entre a variável de desempenho $DES_{p,t}$ com cada variável do modelo para melhores práticas de governança. Como será aprofundado na seção 6.6.1, houve a preocupação durante a pesquisa com o endereçamento adequado para a questão da endogeneidade. Dessa maneira, foi possível a determinação das VIs $R3792_{p,t}$ e $Perfil_{p,t}$. com base na revisão da literatura para sua validação, e os testes de exogeneidade com a variável dependente e sobreidentificação obtidos através do modelo por GMM. Destacam-se as variáveis de controle utilizadas e com base no fundamento teórico disposto na seção 4.4.: $CTR_AUM_{p,t-1}$; $CTR_EXP_{p,t-1}$; $CTR_CRE_{p,t}$; $CTR_ACT_{p,t-1}$; $DEP_FIN_{p,t}$ e $CTR_DOM_{p,t}$.

Baseado na revisão da literatura apresentada na seção 2.3 desta pesquisa, um resultado positivo e significativo observado em pelo menos uma das respectivas regressões para a relação da variável dependente de desempenho dos investimentos $DESEMP_{i,t}$ com as variáveis respectivas para práticas de governança $GOV_k_{p,t}$, confirma-se a Hipótese 1 da pesquisa. Para a variável a GOV_DEX , o coeficiente positivo e significativo confirma que uma gestão com foco exclusivo nas atividades da entidade, além de reduzir questões de conflito entre as

atividades do fundo de pensão e da patrocinadora ou administrador com outras atribuições ou clientes, propiciaria melhor capacidade para o monitoramento e controle das atividades da gestão e contratos com o mercado.

Uma relação positiva e significativa para a variável *GOV_DEC*, está alinhada com o argumento de que profissionais qualificados e experientes em investimentos propiciarão melhores condições de avaliação para decisão de investimento. Decisões como diversificação da carteira e análise de diferentes cenários com horizonte de longo prazo, são exemplos de ações que demandam expertise e experiência, principalmente, em momentos adversos (Jackowicz & Kowalewski, 2012). Esta situação proporcionaria maior capacidade de alocação dos investimentos com base em fundamento, não pelo simples movimento de mercado e sem observar os custos que impactam uma estruturação (Lakonishok et al., 1992).

A observação de coeficientes positivos e significantes para a variável *GOV_CIN*, confirma que a decisão com o assessoramento do comitê de investimentos propicia melhores condições para a tomada de decisão de forma que haja novo escrutínio e análise de risco aprofundada para aprovação da oportunidade. Portanto, proporciona condições melhores para a redução de conflito de interesse, diante da real motivação para alocação do ativo. Sob esta situação haveria maior monitoramento de forma a confirmar se as operações estariam sendo devidamente avaliadas em seu contexto de risco e fundamento de retorno, além das questões de processo interno estabelecido pela política de investimentos dos planos.

Conforme exposto na seção 2.3, para o impacto de características no nível da organização do fundo de pensão e determinadas para este estudo na relação com desempenho dos investimentos, observa-se que, um resultado negativo e significativo em pelo menos uma das regressões 5, 6 e 7, com variável $PAT_PUB_{p,t}$, confirma a Hipótese 2 da pesquisa, de que conexões com o governo podem influenciar executivos de fundos de pensão na tomada de decisão, porém em favor de objetivos outros que não a obtenção do retorno adequado ao risco do conjunto dos participantes. Por exemplo, desde investir em projeto para o desenvolvimento de determinada região para atender política desenvolvimentista, até desvios de recursos para partidos. Ou ainda, pagamento de propinas de pessoas que possam ter influência na indicação dos executivos de fundos de pensão para manter-se na própria ou em outra empresa ligada ao governo. Estes fatores não contribuíram para a obtenção de maior retorno, podendo ser até de prejuízo.

Um resultado negativo e significativo observado em pelo menos uma das regressões 5, 6 e 7, com variável $FIN_CVM_{p,t}$, confirma a Hipótese 3 da pesquisa, de que os fundos de pensão com patrocínio de instituição financeira sofreriam conflito de interesse para centralizar

os recursos em fundo de investimento sob a gestão externa de profissionais, sob argumento de que poderiam se tratar de partes relacionadas. Situação essa em detrimento da relação custo *versus* benefício de diversificação de estratégia. Além de não ser observado diretamente, pode não ser a melhor estratégia de risco e retorno proporcionada nas mesmas condições de mercado. Desta forma, sob estas condições, haveria um impacto negativo no ganho líquido dos investimentos do plano. Um resultado positivo e significativo observado em pelo menos uma das regressões 5, 6 e 7, com variável $PLAN_DC_{p,t}$, confirma a Hipótese 4 da pesquisa de que os fundos de pensão com gestão de plano CD ou CV, na fase do benefício. O argumento é que, contrário dos planos BD, estes planos tem como foco o retorno sobre o investimentos das contribuições e não em estudos para estimativa de benefícios e aderência das premissas. Ou seja, sob estas condições teriam condições superior de buscar melhor ao investimentos.

4.6.3 Teste da associação entre características específicas de fundos de pensão com melhores práticas de governança

Seguem abaixo as regressões estimadas em painel dinâmico GMM robusto em dois estágios, com variáveis defasadas. Os resultados de cada regressão foram observados em equação de primeiro estágio. Este primeiro estágio inclui os instrumentos no modelo de forma a endereçar a questão da endogeneidade e serem observados os coeficientes robustos na equação de segundo estágio.

$$GOV_DEX_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_2 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_3 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t} \quad (8)$$

$$GOV_DCE_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_2 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_3 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t} \quad (9)$$

$$GOV_CIN_{p,t} = \beta_0 + \beta_1 PAT_PUB_{p,t-1} + \beta_2 FIN_CVM_{p,t-1} + \beta_3 PLAN_PCD_{p,t-1} + \varepsilon_{p,t} \quad (10)$$

Cada regressão para observar o impacto em $GOV_k_{p,t}$, é obtida em primeiro estágio através do modelo GMM robusto com dados em painel agrupado a partir de 2011, conforme observado na seção que trata da coleta de dados e limitação de observações disponíveis para governança dos fundos de pensão. Como aprofundado no decorrer da seção 4.6, houve a preocupação durante a pesquisa com o endereçamento adequado para questão da endogeneidade da variável de $GOV_k_{p,t}$ com $DES_{p,t}$. Assim, foi possível a determinação das VIs $R3792_{p,t}$ e $Perfil_{p,t}$ e uso na regressão para tratamento em primeiro estágio da variável

endógena e observar a relação de características específicas do fundo de pensão com melhores práticas de governança, respondendo à questão derivada da questão central, que seria observada no segundo estágio após o tratamento da endogeneidade. Com base em revisão da literatura para sua validação, além dos testes de exogeneidade com a variável dependente e sobreidentificação obtidos através do modelo por GMM, destacam-se as variáveis de controle utilizadas com base na revisão da literatura, conforme exposto nesta seção: $CTR_AUM_{p,t-1}$; $CTR_EXP_{p,t-1}$; $CTR_CRE_{p,t}$; $CTR_ACT_{p,t-1}$; $DEP_FIN_{p,t}$ e $CTR_DOM_{p,t}$.

A partir da revisão da literatura da seção 2.3, um resultado positivo e significativo observado em pelo menos uma das regressões 8, 9 e 10, para a relação da variável dependente $GOV_DEX_{p,t}$ com a variável, observa-se que, um resultado positivo e significativo em pelo menos uma das respectivas regressões 8,9 e 10, com variável $PAT_PUB_{p,t}$, confirma a Hipótese 5 da pesquisa, de que fundos de pensão com conexões com o governo podem apresentar estruturas e relatórios que indicam as condições superiores de governança frente à legislação. Desta forma, além de demonstrar conformidade legal com os parâmetros mínimos legais, evitaria maiores questões que exigiriam maior monitoramento, tanto por parte dos participantes como do órgão supervisor.

Um resultado negativo e significativo observado em pelo menos uma das respectivas regressões 8, 9 e 10, com variável $FIN_CVM_{p,t}$, confirma a Hipótese 6 da pesquisa, de que os fundos de pensão com patrocínio de instituição financeira teriam o incentivo de parte dos representantes para contratar gestores externos de investimentos. Assim, o argumento de redução de custo da entidade com a terceirização da gestão, apresentaria o fundamento para que o fundo de pensão mantenha somente a estrutura mínima para a entidade. Desta forma, não buscaria estrutura de governança superior à legal e o resultado estaria alinhado à hipótese testada.

O fundamento para se manter estrutura mínima, um resultado negativo e significativo observado em pelo menos uma das respectivas regressões 8, 9 e 10, com variável $PLAN_DC_{p,t}$, confirma a Hipótese 7 e última da pesquisa. Ou seja, de que os fundos de pensão com gestão de plano CD ou CV, na fase do benefício, teriam uma estrutura mínima em atendimento à legislação dado que os participantes são os que assumem o risco de um resultado desfavorável ao plano de benefícios. Sob esta situação, haveria uma estrutura mínima para atender a legislação.

5 RESULTADOS DA PESQUISA

5.1 ANÁLISES ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A Tabela 4 abaixo descreve os dados coletados para a operacionalização das variáveis de interesse para o desenvolvimento do estudo empírico.

Tabela 4 – Descrição dos dados dos fundos de pensão para construção das variáveis

Dados	Descrições
Retorno dos investimentos	Ganho líquido contábil dos investimentos
Renda fixa	Proporção alocada em renda fixa em relação ao total de ativos
Renda variável	Proporção alocada em renda variável em relação ao total de ativos
Investimentos estruturados	Proporção alocada em investimentos estruturados em relação ao total de ativos
Investimentos no exterior	Proporção alocada em investimentos no exterior
Imóveis	Proporção alocada em imóveis em relação ao total de ativos
Oper. com participantes	Proporção de operações com participantes em relação ao total de ativos
Fundos de investimentos	Proporção dos ativos em fundos de investimentos em relação ao total
Total de ativos	Saldo e conta contábil para ativos garantidores dos planos de benefícios
Patrocínio público	"1" se gestão planos de patrocinador do tipo público
Planos CD ou CV	Proporção de ativos de planos CD ou CV em relação ao total de ativos
Setor econômico	Setor econômico do patrocinador com recursos dominante de 1 a 14
Situação atuarial	Existência de saldo em contas contábeis, déficit com "0" se superávit "1"
Capital de domínio	"1" para capital de domínio do patrocinador do exterior, "0" se doméstico
Despesas administrativas	Saldo em conta contábil para despesas administrativas
Ano de criação	Ano de criação do fundo de pensão
Perfil	Perfil de risco para supervisão da PREVIC de 1 a 3 do maior para o menor
Diretor certificado em investimentos	"1" se certificado e com experiência em investimentos, "0" do contrário
Diretor de investimentos exclusivo	"1" se exclusivo para as atividades da entidade, "0" do contrário
Comitê de Investimento	"1" com assessoria de comitê de investimentos, "0" do contrário

Nota: A amostra inicial compreende dados dos 263 fundos de pensão associados da ABRAPP do período de 2004 a 2015. Com exceção das informações sobre ano de criação do fundo de pensão, diretor certificado e com experiência em investimentos, diretor de investimentos exclusivo à entidade e comitê de investimentos que foram coletados através de endereço eletrônico das entidades, todos os demais dados foram operacionalizados e fornecidos pela ABRAPP para uso exclusivo desta pesquisa e sem individualização de informações. Os dados quantitativos foram obtidos através de demonstrações contábeis auditadas. Dados de perfil de risco pela complexidade do fundo de pensão, foram observados através da Instrução PREVIC n. 20 de 2015 e considerados para os anos anteriores desse estudo. Setores de 1 a 14 conforme classificação observada pela ABRAPP.

A seguir, a Tabela 5 apresenta a análise da estatística descritiva dos dados que inclui a média, mediana, desvio padrão, valores máximos e mínimos.

Tabela 5 – Estatística descritiva dos dados dos fundos de pensão brasileiros: 2004- 2015

Dados	Número de observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Carteira de investimentos						
Retorno (	2367	0,12	0,07	-0,06	0,13	0,29
Renda fixa	2776	0,82	0,15	0	0,85	1
Renda variável	2776	0,11	0,1	0	0,09	0,81
Investimentos estruturados	1466	0,01	0,03	0	0	0,19
Investimentos no exterior	0	.	.	.	.	.
Imóveis	2776	0,02	0,05	0	0,01	0,95
Operações com participantes	2776	0,02	0,04	0	0	0,44
Fundos de investimentos	1467	0,72	0,33	0	0,9	1
Total de ativos	2777	2,19	10,48	0	0,38	171,06
Características do fundo de pensão						
Patrocínio público	3156	0,31	0,46	0	0	1
Planos CD ou CV	1466	0,57	0,43	0	0,68	1
Setor econômico	3156	3,57	3,16	1	3	14
Situação atuarial	3156	0,82	0,38	0	1	1
Capital de domínio do patrocinador	1348	0,32	0,47	0	0	1
Despesas administrativas	2777	0,01	0,02	0,00	0,00	0,31
Ano de criação	1870	1.987	13,93	1904	1987	2014
Perfil de risco	3096	2,39	0,74	1	3	3
Práticas de governança						
Diretor de investimentos certificado	698	0,58	0,49	0	1	1
Diretor de investimentos exclusivo	1367	0,83	0,37	0	1	1
Assessoria de comitê de investimentos	870	0,87	0,34	0	1	1

Nota: Dados de ativo e de despesas administrativas em R\$ bilhões e setores econômicos codificados para esta pesquisa de 0 a 14, sendo "4" para observação do setor financeiro. Retorno em variação decimal referente ao ganho líquido dos investimentos. Demais medidas de proporção em decimal. Não havia observações anteriores a 2010 para investimentos estruturados; investimentos no exterior; percentual de ativos de planos com patrocínio do tipo público; percentual de ativos de planos CD ou CV e percentual de ativos em fundos de investimentos. Estes dados foram operacionalizados pela ABRAPP e fornecidos, exclusivamente, para esta pesquisa. Indicados com *missing* os dados em níveis 1% e 99% para evitar inclusão de *outliers*. Dados de governança escolhidos para pesquisa não constavam na base da ABRAPP e foram coletados através de relatórios internos dos fundos de pensão e disponíveis em seu sítio eletrônico; de plataformas eletrônicas como Bloomberg, LinkedIn e Google e para perfil de complexidade e risco foi considerado o perfil iniciado pela PREVIC através da Portaria n. 20 de 2016 para os 12 anos da amostra. Ano de criação foram obtidos nos estatutos das entidades. Assim, a técnica de coleta de dados escolhida foi a de observação de informações disponíveis sem o contato com os fundos de pensão.

Dos dados fornecidos pela ABRAPP de 263 fundos de pensão com dados contábeis disponíveis no período de 12 anos, havia 2367 observações para o retorno dos investimentos em que foi possível estimar a medida para a operacionalização da variável de interesse de desempenho dos investimentos, conforme aprofundado na seção 4.2. Segundo a ABRAPP, antes de 2010, não eram operacionalizados: dados sobre proporção de recursos em planos CD ou CV; em função do tipo de patrocínio, ou sob gestão terceirizada a fundos de investimentos.

Da mesma forma, a proporção de investimentos alocados nos segmentos de investimentos estruturados e investimentos no exterior passaram a ser operacionalizados pela associação a partir do ano de 2010 em função da disposição da Resolução CMN nº 3792 (2009). Os dados para retorno dos investimentos são operacionalizados pela associação, conforme Equação 17 demonstrada no APÊNDICE D e foram utilizados na regressão CAPM para estimativa do alfa de Jensen, conforme aprofundado na seção 4.2.

Das variáveis de interesse para investigação, dos dados sobre proporção de recursos em planos CD ou CV comparados ao total sob a gestão em fundos de pensão, observa-se a média de 57%, com forte desvio padrão de 43%. Entretanto, há os que possuem 100% com recursos sob a gestão somente em planos que guardam a relação de CD, em que o volume é relevante para a gestão interna de fundos de pensão. Para percentual da carteira com gestão externa através dos fundos de investimentos, grande parte dos recursos estão sob este tipo de gestão com 72% em média e há os fundos de pensão que terceirizam a gestão em 100% dos recursos e os que realizam 100% em carteira própria. A Tabela 6 abaixo apresenta a descrição dos dados utilizados para a estimativa da medida de desempenho da abordagem empírica do alfa, conforme seção 4.2. Os testes de validação do beta do fator de risco de cada fundo de pensão nos 12 anos, observam a abordagem descrita no APÊNDICE C da pesquisa.

Tabela 6 – Descrição das medidas estimadas para desempenho dos fundos de pensão

Dados	Descrição
Alfa	Excesso de retorno ajustado relativo ao retorno da carteira teórica de renda fixa.
Retorno ajustado	Retorno anual do fundo de pensão ajustado pela taxa de juros livre de risco
Taxa de juros livre de risco	IPCA+ 6% até 2014. Em 2015, taxa de juros conforme Portaria PREVIC 197/2015 para 10 anos
Beta sobre a carteira de RF	Sensibilidade do retorno anual do fundo de pensão sobre a carteira teórica de renda fixa
Beta sobre a carteira de RV	Sensibilidade do retorno anual do fundo de pensão sobre a carteira teórica de renda variável
Retorno IMA -Geral	Retorno da carteira teórica dos títulos públicos e que exclui os indexados pelo IGP-M (RF)
Retorno Ibovespa	Retorno da carteira teórica das ações que compõem o índice em cada período (RV)

Nota: Alfa estimado conforme APÊNDICE C desta pesquisa, dados coletados para IPCA e IBOVESPA, através dos sites eletrônicos do Portal do Brasil e BMF&BOVESPA, respectivamente. Para o IMA-Geral através da variação mensal da respectiva carteira teórica da ANBIMA e operacionalizado o dado para esta pesquisa ao ano. O retorno anual do fundo de pensão e operacionalização do dado é descrito na Tabela 4.

A **Tabela 7** a seguir apresenta a análise descritiva dos dados para estimativa da variável alfa, e que será operacionalizada como variável dependente na regressão principal da tese.

Tabela 7 – Estatística descritiva para o retorno dos investimentos: 2004-2015

Dados	Número de observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Alfa	1825	0	0,05	-0,15	0	0,12
Retorno ajustado	2369	0	0,07	-0,19	0	0,18
Beta sobre a carteira de renda fixa	3048	0,85	0,42	0	0,85	2,52
Taxa de juros livre de risco	3156	0,12	0,02	0,09	0,12	0,18
Retorno IMA -Geral	3156	0,13	0,05	-0,01	0,13	0,18
Retorno Ibovespa	3156	0,1	0,32	-0,41	0,04	0,83

Nota: Medidas em decimal, Alfa estimado pela abordagem do CAPM apresentado na seção 4.6 e APÊNDICE C desta pesquisa, a mesma revisão para estimativa do beta. O modelo CAPM definido foi o de fator único para renda fixa que apresentou o beta significativo, o que não ocorreu com renda variável. Não foram estimados alfas para os fundos de pensão que não obtiveram o beta significativo ou fator que explicaria o excesso do retorno ajustado sobre a carteira teórica. A estimativa de retorno anual do fundo de pensão está indicado na Tabela 5.

Relacionado ao retorno médio de 0,12 dos investimentos observado na Tabela 5 da página 144, observa-se que este foi inferior ao retorno da carteira teórica de renda fixa de 0,13 conforme Tabela 7. Dado este que, explica beta médio para o prêmio de risco sobre a carteira teórica de renda fixa inferior a 1 nesta mesma tabela.

Ao analisar o retorno dos investimentos com o retorno da carteira de renda variável, observa-se que o retorno médio no mesmo período é superior a este fator. Com relação à estimativa de alfa, como já aprofundado na seção anterior, o fator para a carteira teórica de renda variável não teve atendidas as condições para validar a utilização desse beta no modelo CAPM. Portanto, o alfa estimado e observado abaixo, contempla o fator único de renda fixa. Além desse fator, é importante observar que o segmento de renda variável representa 11% de alocação média dos fundos de pensão de 2004 a 2015, sendo que o limite aprovado é de até 70% de alocação como abordado na seção 2.4.5. Já a carteira de renda fixa dos fundos de pensão representa na média no mesmo período 82% e há os que não possuem renda variável.

Para a variável alfa de Jensen, observa-se que a média “zero” no período para os fundos de pensão em que foi possível obter a medida através de um beta válido. Este alfa demonstra que os fundos de pensão não criam valor às carteiras. Importante observar que, essa média está consistente com alfa estimado em fundos de pensão no Reino Unido de 1984 a 1997 (Tonks, 2006). Entretanto, observa-se o desvio padrão de 5 pontos base na medida de alfa, havendo os fundos de pensão que reduzem valor em até 15% ao que poderia ser obtido com uma gestão passiva da carteira teórica de renda fixa. Contudo, há fundos de pensão com alfa máximo de 12%. Na mediana, os fundos de pensão não criam valor às carteiras, apesar de um retorno positivo e que acompanha um retorno de carteira teórica de mercado de renda fixa.

Observa-se que essa gestão é concentrada em 72% em fundos de investimentos, cujo retorno é líquido das taxas de administração. Dado que o desvio padrão do alfa dos fundos de pensão é de 5 pontos base, não há como afirmar o retorno bruto, portanto, dessas estratégias. E a expectativa para a decisão por um gestor de mercado, seria a obtenção de retornos superiores aos planos de benefícios.

Para dados de governança determinados com a fundamentação teórica e demais características no nível da organização do fundo de pensão, como o ano de criação do fundo de pensão, capital de controle do patrocinador dominante em recursos de planos de benefícios sob a gestão do fundo de pensão de acordo com seções 3.1 e 3.2, não havia dados coletados previamente pela ABRAPP até o momento desta pesquisa. Assim, foram coletados dados para a operacionalização das variáveis da pesquisa, conforme apresentada na definição da Tabela 4 citada anteriormente. Para características no nível da organização do fundo de pensão e específicas para investigação da pesquisa, os dados apresentam significativas variações. Para fundos de pensão com patrocínio público, observa-se que estes representam 31% da amostra. Já os planos com característica de contribuição definida representam mais da metade dos recursos sob a gestão de fundos de pensão, a média no período que é de 57% e a mediana é de 68%, dado que desde 2001 não são mais oferecidos aos planos do tipo BD. Com relação ao setor econômico, o Gráfico 9 apresenta a distribuição entre setores em que o financeiro codificado como “4” representa 20% da base dos fundos com patrocinadores deste setor da economia. O setor “1” é de demais serviços e representa 39% da amostra, o que explica o número médio para o de 3,57, em que o setor econômico de instituição financeira se mantém relevante para a investigação desta característica, seu efeito em governança e no desempenho de investimentos.

Com relação às práticas de governança pelos fundos de pensão com dados disponíveis e em maior volume a partir de 2011, quando se pôde coletar dados para mais da metade da base inicial dos fundos de pensão, observa-se que, para o dado de governança para diretor de investimentos com certificado e experiência em investimentos, observa-se a média de 0,58. Já a governança para a diretoria exclusiva e existência de comitê de investimento, a média observada no mesmo período é de que a maioria possui essas condições. A média para a diretoria exclusiva e que não compartilha as atividades no fundo de pensão com as da patrocinadora é da proporção de 0,83 e para comitê de investimentos, a média é da proporção de 0,87. Com relação aos dados para operacionalização das variáveis de controle, observa-se a forte dispersão dos ativos sob a gestão de fundos de pensão, bem como as despesas administrativas. Enquanto a média é de R\$ 2 bilhões, o desvio padrão é de R\$ 10,5, ou cinco

vezes mais, o que diferencia a complexidade no controle e gestão dos ativos e traz à luz a questão de escala observada por Ambachtsheer (2015a), principalmente, quando se observam os custos diretos da entidade através do dado de despesas administrativas. Enquanto a média ano é de R\$ 10 milhões, o desvio padrão é também alto ou o dobro da média de despesas, sendo o máximo de R\$ 310 milhões ao ano. Ao simplesmente, obter a razão entre os valores máximos para total de ativos e despesas administrativas, observa-se o fator 0,0018 e na razão entre a estatística média para os mesmos dados, têm-se o fator 0,0046, ou mais que o dobro entre os fatores. Mesmo assim, bastante inferior a um custo com taxa de administração de fundos de investimentos para gestão passiva, observáveis em regulamentos de fundos exclusivos para um mínimo, por exemplo, de 0,02 e que reduz o retorno dos recursos sob a gestão de fundos de pensão. Para situação atuarial, em função do equilíbrio dos planos no consolidado por fundo de pensão e ano, 82% encontra-se em situação de superávit.

Quando observado o período de 2004 e 2015, a diferença de 18% para a média entre planos com déficit, esta pesquisa considera como preocupante esta situação no sistema, dado que isso significa situação de insolvência de planos. Como agravante, o desvio de 0,38, alto e que pode haver períodos com um número maior de fundos de pensão com déficit. Com relação ao capital de controle do patrocinador, observa-se que 32% são de empresas com capital do exterior. A maior parte é de capital doméstico, sendo esta proporção relevante para controlar o impacto de países com ambiente institucional e expectativas diferentes nas decisões de governança e de gestão de investimentos. O ano de criação observa uma média de fundos de pensão criados ao fim da década de 80, com uma variação de quase 14 anos, sendo o mais jovem da amostra de 2014 e o mais antigo com mais de um século de diferença, 1904. A partir da análise descritiva, para os dados dos 263 fundos de pensão no período de 12 anos, das 3156 observações possíveis, havia os fundos de pensão sem dados disponíveis para retorno dos investimentos, o que reduziu a amostra para operacionalização da variável de interesse de desempenho. E, na coleta de dados disponíveis ao público via site eletrônico para dados de governança das entidades, não havia dados disponíveis antes de 2010 para mais de 50% da amostra de fundos de pensão e ano. Em outras palavras, o período em anos possível de ser observado, continuaria como importante e razoável para a investigação da tese. Ou seja, período de cinco anos de 2011 a 2015. Finalmente, para os que não apresentaram evidência estatística para observação do alfa e para os *outliers*, não seria possível considerar estas observações para a abordagem empírica conforme aprofundado na seção 4.6.

Desta forma, segue a análise descritiva das variáveis operacionalizadas para a investigação empírica deste trabalho disposta nas próximas Tabela 8 e Tabela 9. A primeira

apresenta cada variável com a respectiva descrição de sua operacionalização, segundo a fundamentação teórica, conforme subseções 2.4.6 e 2.4.7 e seção 3. A segunda apresenta a descrição estatística.

Tabela 8 – Descrição das variáveis operacionalizadas para a abordagem empírica

Variáveis		Descrição
Desempenho dos investimentos		
DESEMP	Alfa de Jensen	Excesso de retorno anual do fundo de pensão relativo ao retorno da carteira teórica de renda fixa
Práticas de governança		
GOV_DCE	Diretor certificado em investimentos	"1" se diretor certificado e com experiência em investimentos, "0" do contrário
GOV_DEX	Diretor exclusiva da entidade	"1" se exerce funções exclusivas para o fundo de pensão, "0" do contrário
GOV_CIN	Comitê de Investimento	"1" na existência de comitê de investimento, "0" do contrário
Características no nível dos fundos de pensão		
PAT_PUB	Patrocínio público	"1" se possuir sob a gestão planos de patrocinador do tipo público
FIN_CVM	Patrocinador do setor financeiro e ativos com gestão terceirizada	Variável contínua entre 0 a 1 para patrocinador do setor financeiro vezes a proporção de ativos com gestão externa
PLAN_PDC	Proporção dos recursos dos planos de benefícios CD ou CV	Variável contínua para a razão entre o total de recursos de planos CD e CV sobre os recursos totais sob a gestão
Controles		
CTR_AUM	Total de ativos sob a gestão	Função logarítmica normal do total de ativos sob a gestão do fundo de pensão.
CTR_EXP	Total das despesas administrativas	Função logarítmica normal do total de despesas administrativas do fundo de pensão.
CTR_CRE	Ano de criação do fundo de pensão	Variável descritiva do ano de criação do fundo de pensão
CTR_EQU	Situação de equilíbrio do consolidado dos planos	Dummy que assume o valor "1" o consolidado dos planos apresentar equilíbrio ou superávit e "0, se déficit.
CTR_CTL	Capital de controle do patrocinador dominante	Dummy de valor "1" se capital de controle do patrocinador for do exterior e "0, se doméstico.
DEP_FIN	Patrocinador for instituição financeira	Dummy de valor "1" para setor econômico do patrocinador se for financeiro, "0" caso contrário
Instrumentais		
Perfil	Perfil de risco para supervisão PREVIC	De 1 a 3 do maior para o menor risco de complexidade, conforme Instrução PREVIC n. 20 DE 2015
R3792	Resolução do CMN n. 3792 de 2009	Variável contínua de 0 a 1 que evolui de forma escalonada de 0,20 a partir de 2011

Nota: Variáveis operacionalizadas e utilizadas nas regressões 5 a 10 dispostas nas seções 4.6.2 e 4.6.3

A Tabela 8 acima dispõe as variáveis operacionalizadas com a mesma nomenclatura utilizada para a modelagem apresentada nas equações 5 a 10. Observa-se a transformação da variável para estimar a relação do fundo de pensão com a instituição financeira pelo setor econômico de atuação do patrocinador, que é a multiplicação entre a *dummy* "1" para

patrocinador do setor financeiro pela proporção de recursos em fundo de investimento. Também foram incluídas nesta tabela as variáveis instrumentais. Com relação às variáveis instrumentais, para reduzir ou amenizar o efeito da endogeneidade, conforme aprofundado na seção 4.6.1, os dados foram obtidos através da Portaria PREVIC n. 197 (2015), perfil de risco pela complexidade da entidade para supervisão da PREVIC. Esta pesquisa considerou para o estudo o dado coletado em Portaria disposta em 2015 em seu início, para todos os anos com o mesmo perfil, observado para os respectivos fundos. Já em 2016, a PREVIC alterou o perfil de risco de alguns fundos de pensão e reclassificou entre os perfis.

Tabela 9 – Estatísticas descritivas das variáveis para a abordagem empírica: 2011-2015

Variáveis		No. de obs.	Média	Desvio padrão	Mín.	Mediana	Máx.
Dependente							
DESEMP	Alfa de Jensen	823	-0,01	0,04	-0,14	-0,01	0,12
Explicativas							
Prática de governança							
GOV_DCE	Diretor certificado em investimentos	453	0,65	0,48	0	1	1
GOV_DEX	Diretor exclusivo da entidade	644	0,78	0,41	0	1	1
GOV_CIN	Comitê de Investimentos	538	0,9	0,3	0	1	1
Características no nível dos fundos de pensão							
PAT_PUB	Patrocinador público	1315	0,31	0,46	0	0	1
FIN_CVM	Patrocinador financeiro e gestão terceirizada de ativos	1229	0,1	0,28	0	0	1
PLAN_PDC	Proporção de ativos em planos CD ou CV	1228	0,58	0,42	0	0,73	1
Controles							
CTR_AUM	Total de ativos	1198	19,97	1,68	14,17	20,01	23,9
CTR_EXP	Total de despesas adm.	1165	15	1,24	11,23	14,9	18,56
CTR_CRE	Situação atuarial dos planos	861	1987	13,81	1904	1987	2014
CTR_EQU	Ano de criação	1315	0,76	0,43	0	1	1
CTR_CTL	Capital de domínio do patrocinador	637	0,32	0,47	0	0	1
DEP_FIN	Patrocinador financeiro	1315	0,22	0,41	0	0	1
Instrumentais							
Perfil	Perfil de risco supervisão PREVIC	1290	2,39	0,74	1	3	3
R3792	Resolução do CMN no. 3792	1315	0,76	0,23	0,4	0,8	1

Nota: Variáveis operacionalizadas e utilizadas nas regressões 5 a 10 dispostas nas seções 4.6.2 e 4.6.3. Alfa de Jensen em decimal.

É importante observar que dada a redução da amostra em função das limitações observadas nesta seção, as estatísticas para as mesmas variáveis se alteraram para o período

que se concentra nos cinco últimos anos do período inicial de 12 anos. Para os fundos de pensão em que foi possível operacionalizar a variável alfa ou retorno anormal obtido pelo fundo de pensão e compreender o impacto das variáveis de interesse, observa-se que, para estes últimos cinco anos da amostra, houve perda de valor na média observada para alfa de cada fundo de pensão e ano. De uma média 0,00 de alfa passou para -0,01, porém, foi mantida a máxima de 0,12 ponto percentual e reduzido o alfa negativo de 0,15 pontos base para 0,14 pontos base; o desvio padrão também foi reduzido de 0,05 para 0,04. Nota-se no mesmo período, a situação atuarial de superávit em sua estatística de média no consolidado dos planos, que passou de 0,82 para 0,76. Observa-se a evolução do número de fundos de pensão que no consolidado reflete piora importante na situação de solvência de seus planos no consolidado. Para as variáveis de características no nível dos fundos de pensão, para diretor certificado em investimentos, diretoria de investimentos exclusiva e comitê de investimentos, as estatísticas não se alteraram para as duas primeiras e somente para o comitê de investimento se elevou de 0,87 para 0,90 na média observada ano, para os fundos de pensão e período da amostra final. Embora a legislação (Lei Complementar n. 108, 2001) não permita que diretores em fundos de pensão compartilhem funções na patrocinadora, esta pesquisa considera como relevante observar o impacto sobre as que são do tipo privado ou instituído para as quais não há limitação legal. Quanto às variáveis de conexão com o governo, de relação com a instituição financeira pelo patrocínio com terceirização de investimentos e de proporção de gestão de planos sem definição de benefício, a alteração é observada na nova variável para a relação com a instituição financeira. Para a característica de contrato com gestor externo de investimentos e patrocinador do setor financeiro, observa-se a proporção média de 0,14, nesta condição da variável para investigação, com desvio padrão de 0,32 e haver os que terceirizam a totalidade dos recursos nesta condição. Importante observar que, assim como as variáveis que não se alteram ao longo do tempo como, tipo de patrocínio, setor econômico de atuação do patrocinador, este estudo assume para os mesmos anos, o perfil de risco observado na Instrução PREVIC n. 20 (2015), respectivamente, para cada fundo de pensão. Assim, como foi operacionalizada como variável instrumental o dado de perfil de cada fundo de pensão, foi operacionalizada a variável para Resolução CMN n. 3792 de 2009. Destaca-se que ambas não impactam diretamente a variável de interesse de desempenho com base na fundamentação teórica para a identificação. A estatística descritiva para o período observa a média de 0,76, dado que em 2014 a norma já determinava que 100% dos Diretores de Investimentos e funcionários da entidade que atuavam diretamente fossem certificados, conforme aprofundado na seção 4.5. A Tabela 10 apresenta a correlação entre as variáveis.

Tabela 10 – Correlação entre as variáveis do modelo

		DESEMP	GOV_DCE	GOV_DEX	GOV_CIN	PAT_PUB	FIN_CVM	PLAN_PDC	CTR_AUM	CTR_EXP	CTR_CRE	CTR_EQU	CTR_CTL	DEP_FIN	Perfil	R3792
DESEMP	Alfa de Jensen	1,0000														
GOV_DCE	Diretor certificado em investimentos	0,0922	1,0000													
GOV_DEX	Diretor exclusivo da entidade	0,0701	0,4419*	1,0000												
GOV_CIN	Comitê de Investimentos	-0,0212	0,5222*	0,6087*	1,0000											
PAT_PUB	Patrocinador público	0,0771	0,2888*	0,6976*	0,2927*	1,0000										
FIN_CVM	Patrocinador financeiro e gestão terceirizada de ativos	-0,0005	0,0367	-0,2030*	-0,1901*	-0,2303*	1,0000									
PLAN_PDC	Proporção de ativos em planos CD ou CV	-0,0956	-0,2407*	-0,3752*	-0,1847*	-0,3567*	-0,0649	1,0000								
CTR_AUM	Total de ativos	0,2516*	0,2847*	0,0393	0,1394	0,1150*	0,0963	-0,1977*	1,0000							
CTR_EXP	Total de despesas adm.	0,2259*	0,2923*	0,2664*	0,1959*	0,3209*	0,0428	-0,2550*	0,8451*	1,0000						
CTR_CRE	Ano de criação	-0,0264	-0,1712	-0,2187*	-0,1879*	-0,2875*	-0,1582*	0,4943*	-0,4827*	-0,4732*	1,0000					
CTR_EQU	Situação atuarial dos planos	-0,059	-0,0615	-0,1962*	-0,1677*	-0,2089*	0,0066	0,2366*	-0,1182*	-0,1627*	0,2690*	1,0000				
CTR_CTL	Capital de domínio do patrocinador	-0,0543	-0,2227*	-0,4515*	-0,3463*	-0,3332*	0,0402	0,1800*	0,1204	-0,0069	0,0515	0,1249	1,0000			
DEP_FIN	Patrocinador financeiro	0,0603	0,1934*	0,1129	-0,0369	0,1055	0,8660*	-0,1459*	0,1138*	0,087	-0,2390*	-0,022	0,0369	1,0000		
Perfil	Perfil de risco supervisão PREVIC	-0,0876	-0,1293	-0,3826*	-0,2122*	-0,4852*	-0,2472*	0,1271*	-0,3500*	-0,4529*	0,1398*	0,0628	0,0517	-0,2146*	1,0000	
R3792	Resolução do CMN no. 3792	0,3113*	0,0366	0,0194	0,0489	0	-0,0002	0,0408	0,0491	0,0636	0,0105	-0,1868*	0,0054	0,0029	0	1,0000

Nota: A tabela apresenta a correlação de Pearson para os coeficientes da regressão do modelo de pesquisa. A variável DESEMP corresponde ao excesso de retorno através de fator único, do retorno obtido sobre a carteira teórica de renda fixa. Demais variáveis da tabela de correlação estão definidas nas tabelas. A notação * indica a significância estatística $p < 0,01$

5.2 GOVERNANÇA, CARACTERÍSTICAS NO NÍVEL DOS FUNDOS DE PENSÃO E DESEMPENHO DOS INVESTIMENTOS

A Tabela 11 apresenta resultados para os determinantes de retorno dos investimentos.

Tabela 11 – O efeito de práticas de governança e de características no nível dos fundos de pensão sobre desempenho dos investimentos: 2011-2015.

Variáveis		(1) DESEMP	(2) DESEMP	(3) DESEMP
Práticas de governança				
GOV_DCE _{t-1}	Diretor certificado e com experiência em investimentos	0.677 (0.756)		
GOV_DEX _{t-1}	Diretor com dedicação exclusiva ao fundo de pensão		0.224 (0.154)	
GOV_CIN _{t-1}	Assessoria de Comitê de investimentos			0.0973* (0.0506)
Características no nível dos fundos de pensão				
PAT_PUB _{t-1}	Patrocinador público	-0.134 (0.164)	-0.0817 (0.0622)	-0.0164* (0.00902)
FIN_CVM _{t-1}	Patrocinador financeiro e gestão terceirizada de ativos	-0.230 (0.232)	0.0449 (0.0891)	-0.0951*** (0.0336)
PLAN_PDC _{t-1}	Proporção de ativos em planos CD ou CV	0.285 (0.870)	0.381* (0.222)	-0.0667 (0.180)
Controles				
CTR_AUM _{t-1}	Total de ativos	Y	Y	Y
CTR_EXP _{t-1}	Total de despesas adm.	Y	Y	Y
CTR_ACT _{t-1}	Situação atuarial dos planos	Y	Y	Y
CTR_CRE _{t-1}	Ano de criação	Y	Y	Y
CTR_DOM _{t-1}	Capital de domínio do patrocinador	Y	Y	Y
DEP_FIN _{t-1}	Patrocinador financeiro	Y	Y	Y
Observações		179	227	216
Teste de sobreidentificação dos instrumentos: p-value				
Hansen J: p-value		[0,4270]	[0,5000]	[0,3239]

Nota: Os estimadores são obtidos através de dados em painel dinâmico com instrumentos por GMM. A variável dependente das especificações (1), (2) e (3) é o alfa de Jensen. A especificação (1) tem como variável explicativa a prática de governança com diretor de investimentos certificado e com experiência na área; a (2) dispõe sobre a Diretoria de Investimentos exclusiva à entidade e, a (3) a existência de comitê de investimentos. O teste de sobreidentificação observado em 2º estágio (H0 os instrumentos são válidos) indica a validade do modelo. Este teste é mais adequado que R^2 utilizado em mínimos quadrados ordinários (MQO) (Ramalho & Smith, 2006). Em cada uma das especificações são observados os resultados para associação das características no nível do fundo e pensão. Os erros padrão robusto são apresentados entre parênteses, p-value entre colchetes para instrumentos. Variáveis explicativas e de controle são defasadas (t-1), de acordo com a fundamentação teórica, seção 4.6.1. As notações *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1, indicam os respectivos níveis da significância estatística.

Esta tabela reporta resultados de equação em 2º estágio através de painel dinâmico GMM. Para testar a validade dos estimadores do modelo, a estatística de teste é a de Hansen de sobreidentificação. O teste de sobreidentificação observado em 2º estágio (H_0 os instrumentos são válidos) indica a validade do modelo. Os resultados das especificações (1), (2) e (3) foram obtidos para os 41 fundos de pensão da amostra final e período de cinco anos em que foi possível observar dados de governança determinados para investigação desta pesquisa e de acordo com a fundamentação teórica, seção 2.4.7. Os resultados denotam a associação da medida de alfa para a variável de desempenho dos investimentos com variáveis de governança interna e variáveis para características no nível dos fundos de pensão.

Como abordado na seção 4.6.1, a pesquisa investiga a robustez dos resultados utilizando em primeira diferença do estimador GMM, variáveis defasadas ($t-1$) e variáveis instrumentais. Estão defasadas no modelo a variável independente $FIN_CVM_{p,t}$ para relação do fundo de pensão com a instituição financeira pelo patrocínio, vezes a proporção em que terceiriza a gestão através de fundos de investimentos e para variáveis de controle $CTR_AUM_{p,t}$ e $CTR_EXP_{p,t}$, operacionalizadas em logaritmo natural, respectivamente, para total de ativos do fundo de pensão e despesas administrativas e a variável $CTR_ACT_{p,t}$, que observa a situação atuarial do consolidado de planos sob a gestão dos fundos de pensão e ano. De acordo com a fundamentação teórica, os estimadores em primeira-diferença GMM, com erro padrão robusto, tratam o potencial de endogeneidade dos regressores, efeitos fixos e medidas de erros (Arellano & Bond, 1991). A inclusão dos instrumentos $R3792_{p,t}$ e $Perfil_{p,t}$ no modelo busca aliviar o problema da endogeneidade e foram identificados para uso nos regressores, com base na fundamentação teórica. Este tratamento é observado em equação de primeiro estágio nas especificações (4), (5) e (6) e estão dispostos na Tabela 12 da seção 5.3.

5.2.1 Melhores práticas de governança

A partir dos testes, a primeira hipótese é confirmada e responde a primeira parte da questão central da tese, ou seja, de que há associação de melhores práticas de governança com desempenho dos investimentos no Brasil. Os resultados da Tabela 11 revelam que há práticas de governança com associação positiva com retorno dos investimentos. Este resultado é observado na especificação (3) quando há práticas de governança através do assessoramento de comitê de investimentos. Embora os resultados das especificações (2) e (3) sejam

positivos, respectivamente, para práticas de governança através de diretoria certificada e exclusiva à gestão dos investimentos da entidade, os resultados não são estatisticamente significantes.

Apesar de confirmada a Hipótese 1 e a teoria fundamentar quanto à relevância para melhor desempenho dos investimentos em fundos de pensão a partir da qualificação de dirigentes na avaliação e propostas de investimentos e exclusividade das funções destes diretores ao fundo de pensão, esta pesquisa sugere que há características específicas que influenciam o comportamento desses executivos e que neutralizam o efeito de práticas de governança como observado nas especificações (1) e (2). Sob estas influências, conclui-se que o comitê de investimentos ou a capacidade de reflexão e avaliação de riscos de investimentos por um colegiado é que seria mecanismo efetivo para alinhamento de interesses ao retorno para os planos de benefícios.

Os resultados sugerem ainda a necessidade de se observar a organização interna de fundos de pensão ou características que teriam influência sobre dirigentes para melhor desempenho dos investimentos. Mesmo que qualificados e exclusivos às funções nos fundos de pensão é preciso que se compreenda as condições que influenciam direta e indiretamente seu comportamento para o desempenho satisfatório dos investimentos. As evidências confirmam não ser óbvio que controles, independente da estrutura organizacional definida e qualificação dos profissionais, resolverão a necessidade da efetiva gestão dos investimentos em fundos de pensão.

Existe ainda a lacuna de incentivos em organizações sem fins lucrativos. Mecanismos de mercado frente a possível troca de gestores por um desempenho ruim, ou sistema de compensação de pagamento sobre desempenho acabam não sendo utilizados nestas organizações por sua natureza como apresentado na seção 3.1.1. Existe ainda a questão estatutária que limita à eleição ou indicação de dirigentes entre os participantes como apresentado na seção 2.3.

Assim, os resultados fundamentam a importância da decisão em colegiado para os ativos sob a gestão dos fundos de pensão e claramente definido na organização. O argumento é que esta prática propicia melhores condições para avaliar as oportunidades no interesse único dos planos de benefícios sob a gestão, não sendo suficiente somente a nomeação de um responsável estatutário ou Administrador Estatuário Tecnicamente Qualificado (AETQ). Em outras palavras, a existência do comitê de investimentos contribui para um novo crivo de análise ao observar o fundamento das propostas e monitorar a gestão, o que reduz os riscos de conflito por seleção adversa ou risco moral. Os resultados de associação positiva de melhores

práticas de governança em fundos de pensão corroboram com as pesquisas de Jackowicz e Kowalewski (2012) sobre os fundos de pensão da Polônia e de Ammann e Ehmann (2014) sobre os fundos de pensão Suíça.

Desta forma, em detrimento de se tratar de organização em que inexistem de incentivos como em empresa que visa lucros e de economia em mercado emergente, em que decisões economicamente ineficientes podem persistir, como abordado na seção 2.1.2, os resultados sugerem que o uso de melhores práticas de governança propicia condições para superar estas lacunas na criação de valor aos recursos sob a gestão de fundos de pensão.

Estes resultados respondem a primeira parte da questão central desta tese e confirmam a Hipótese 1 de que no Brasil há relação positiva entre o uso de melhores práticas de governança em fundos de pensão e desempenho dos investimentos.

As seções a seguir apresentam os demais testes para se responder a segunda parte da questão central, sobre associação de características no nível do fundo de pensão com desempenho dos investimentos nas três especificações (1), (2), (3).

5.2.2 Conexão com o governo

Consistente com a revisão da literatura, observa-se a associação negativa e significativa do fundo de pensão com característica de conexões com o governo e desempenho dos investimentos. A evidência é observada na especificação (3). São também observados resultados negativos para as especificações (1) e (2), porém, sem significância estatística.

De acordo com a revisão da literatura na seção 3.1.1, esta influência negativa sobre retorno dos investimentos, decorre do objetivo distinto que um patrocinador público possui em relação à empresa privada, que visa a maximização do retorno ao acionista, além da questão de integração social dos executivos com patrocinador público, que acabam por se envolver politicamente em assuntos relacionados ao seu patrocinador.

Dessa forma, no ambiente econômico emergente em que há lacunas de proteção legal ao investidor e à transparência, os resultados sugerem que, sob esta característica, o fundo de pensão não tenha como único interesse a criação de valor à carteira dos planos de benefícios. O entendimento é que sob este tipo de patrocínio haja, não somente regulamentação específica e regras mais restritas, mas uma supervisão fortalecida e independente que seja efetiva na fiscalização recorrente destas organizações.

Além disso, há o aspecto de organização sem fins lucrativos. Apesar de atingir a todos os fundos de pensão nos limites do país, em fundos de pensão do tipo de patrocínio público é

possível que a falta de incentivos, como os de uma empresa, potencializem o risco de passividade de gestores na busca do melhor retorno e no interesse único dos participantes, ou mesmo casos de corrupção, dado que o longo prazo não contribui para a observação de acontecimentos que leve a desvio de recursos e prejuízo aos participantes. Dada esta questão, a teoria reforça para organização sem fins lucrativos a segregação clara das decisões de controle e decisões de gestão. A sugestão é que a supervisão tenha condições de alcançar esta segregação e as diferentes formas de relação que impediriam ser efetivos o desempenho dos respectivos papéis, de quem controle e de quem executa.

Desta forma, a evidência observada na especificação (3) responde a segunda parte da questão central desta tese de que há a associação de características no nível dos fundos de pensão com desempenho dos investimentos e, no caso da característica de conexão com governo, confirma-se a Hipótese 2. Em outras palavras, no Brasil, o retorno de investimentos em fundos de pensão é impactado negativamente quando for patrocinado por ente do governo.

Estes resultados estão em linha com as evidências apresentadas por Okhmatovskiy (2010), ou seja, de que altos custos de transação na existência de conexões com governo impactam negativamente suas organizações.

5.2.3 Gestão terceirizada dos investimentos e patrocinador do setor financeiro

Da mesma forma que a primeira característica é observada para a conexão com o governo, observa-se a associação negativa e significativa de fundo de pensão com a característica de gestão terceirizada dos investimentos e patrocinador do setor financeiro. Assim, a Hipótese 3 é confirmada e se responde novamente a segunda parte da questão central da pesquisa. De que características no nível do fundo de pensão impactam o retorno dos investimentos e com evidências de associação negativa. As demais especificações não apresentam resultados significantes.

Consistente com a revisão da literatura, o resultado da especificação (3) sugere a existência do duplo conflito de agência, como abordado na seção 2.3.1, que é potencializado ainda pelo ambiente de economia emergente de transparência pobre e fracos controles como apresentado na seção 2.1.2. No caso, além de se monitorar os gestores de fundos de pensão, deve-se monitorar os gestores externos contratados pelo fundo de pensão e os incentivos para esta contratação. O argumento é que sob esta característica de dependência de instituição financeira pelo patrocínio e em país emergente, o processo de avaliação e decisão da melhor estrutura para investimento é insuficiente para evitar questões de conflito com partes

relacionadas ao fundo de pensão. Além, disso o ambiente institucional ao não contribuir para a maior transparência e proteção legal, pode não evidenciar os custos econômicos dessas transações e seu impacto na redução do patrimônio dos planos.

Como exemplo de decisão, a concentração de recursos em gestor de mercado ou mesmo a transferência da administração da carteira, sem ser evidenciada a melhor relação de custo *versus* benefício, sob esta circunstância, a sugestão é que há transferência de ganhos dos retornos dos ativos em fundos sob gestão terceirizada, na medida em que são cobrados custos sem evidenciar o respectivo benefício de gestão ou mesmo a alocação em estratégias de risco não observadas em análise de risco, com o objetivo único de retorno aos planos de benefícios.

Da mesma forma, como observado para a questão de conexões com o governo, a proposta de governança é que haja clara delimitação entre os responsáveis por decisões de controles e os responsáveis por decisão de gestão. Sugere-se que este tipo de estrutura terá condições de confirmar as evidências para serem contratados os serviços. A confirmação dos contratos é firmada pelo maior fator observado da relação custo *versus* benefício, exclusivamente, aos planos sob a gestão.

Os resultados para medida de desempenho observam que, mesmo reduzidos custos diretos e indiretos representados por ponto base ou centesimais, se não evidenciado o maior retorno aos planos de benefícios, acabam por trazer alto impacto no longo prazo à carteira dos planos. Ocorre que a média observada de recursos em fundos de investimentos, com respectivas taxas de administração, representam alocação de 76% no período de 2004 a 2015. Neste mesmo período, o retorno médio obtido por fundos de pensão foi de 12%, enquanto a carteira teórica de renda fixa foi de 13%, com concentração de ativos com mediana de 86%, conforme Tabela 5.

Contudo, ao se observar o retorno anormal gerado por fundos de pensão na Tabela 7, observa-se a mediana de 0%. Sugere-se que parte relevante do retorno gerado por títulos de renda fixa, tenha sido transferida a grupo comparativamente menor de pessoas. Isso porque os planos de benefícios podem cobrir milhares de participantes e correm o risco diante de um retorno não obtido.

Ocorre que os gestores de mercado ao serem remunerados pelo custos cobrados da administração ou gestão dos ativos não são detentores do risco desse passivo e recebem a remuneração direta ou indiretamente pela administração diante de uma desempenho ruim. Sem considerar ganho por desempenho, o que reduz ainda mais as oportunidades de criação de valor à carteira dos planos pela transferência de parte importante do alfa como já observado.

Desta forma, torna-se relevante que os responsáveis pelas decisões de controle da entidade e a supervisão avaliar o custo *versus* benefícios das estruturas de investimentos escolhidas, que podem reduzir consideravelmente o retorno de carteiras passivas ao longo do tempo. Os resultados evidenciam esta possibilidade em fundos de pensão com este tipo de característica. Entretanto, o controle e a supervisão deve ser estendida nas demais organizações e não limitadas às características observadas. Perspectivas conjunturais de menor crescimento da economia de países e retornos observados já reduzidos, lançam luz para a questão de retornos cada vez menores, devendo as estruturas de custos e incentivos serem sempre revistos em benefício único dos planos de benefícios.

Desta forma, os resultados das especificações (3) responde a segunda parte da questão central desta tese, de que há associação de características no nível dos fundos de pensão com desempenho dos investimentos. No caso da característica de terceirização da gestão dos investimento e patrocinador do setor financeira, confirma-se a Hipótese 3, de que no Brasil, o retorno de investimentos em fundos de pensão é impactado negativamente quando houver relação com instituição financeira pelo tipo de patrocínio e terceirização da gestão de investimentos. Importante destacar que não há evidências de associação negativa quando o patrocinador for do setor financeiro.

Os resultados observados corroboram com as evidências de associação negativa apresentados por Giannetti e Laeven (2008) ao observarem fundos de pensão da Suécia e não independentes de instituições financeiras e também por Lakonishok et. al (1992) ao tratar de fundos de pensão americanos e contratar gestores externos de investimentos e observarem a questão do duplo de agência e transferência de riqueza.

5.2.4 Gestão de planos com característica de contribuição definida

Há evidência de que fundos de pensão com gestão de planos com característica de contribuição definida tem associação positiva com desempenho dos investimentos em fundos de pensão. Este resultado confirma a Hipótese 4 da pesquisa. A especificação (2) apresenta resultado positivo e significação para esta associação quando observada a prática de governança de diretoria de investimentos exclusiva às atividades da entidade. Segundo a revisão da literatura, os gestores desses tipos de plano possuem condições superiores para obtenção de resultado, pelo motivo de não compartilharem esforços para premissas e estimativas de benefícios. Sob estas circunstância podem envidar esforços para avaliação de oportunidade e fundamento das estratégias, como apresentado na seção 2.5.3.

Com relação às oportunidades de investimentos, os gestores sob condição de foco em planos CD, podem aproveitar a assimetria de informações pelo contexto de mercado emergente. Essa combinação de oportunidades de ativos e foco nos investimentos deve propiciar o melhor resultado. E, embora as especificações (1) e (3) tenham apresentado resultados positivo e negativo, respectivamente, não se observou a significância estatística.

Importante observar que no Brasil, novos planos são constituídos sob este tipo e que a perspectiva de crescimento virá, principalmente, de patrocinadores públicos. Além disso, a concorrência com fundo de pensão do sistema de previdência complementar aberto para os servidores públicos (PEC n. 287, 2016), poderá servir de estímulo para maior retorno dos planos de contribuição definida. Os entes federados poderão ter alternativa daqueles planos.

Desta forma, o resultado observado para confirmação da hipótese 4 está alinhado com evidências obtidas por Ambachtsheer et al. (1998). Os autores, observaram resultados significantes em fundos de pensão no Canadá que, sob condições que proporcionaram maior foco para a gestão dos investimentos, houve melhor desempenho destas organizações

5.3 CARACTERÍSTICAS NO NÍVEL DOS FUNDOS DE PENSÃO E GOVERNANÇA

A Tabela 12 abaixo apresenta a influência sobre governança em fundos de pensão.

Tabela 12 – O efeito de características no nível dos fundos de pensão sobre práticas de governança: 2011-2015

Variáveis		(4) GOV_DCE	(5) GOV_DEX	(6) GOV_CIN
Características no nível dos fundos de pensão				
PAT_PUB _{t-1}	Patrocinador público	0.204*** (0.0750)	0.400*** (0.0590)	0.0755 (0.0484)
FIN_CVM _{t-1}	Patrocinador financeiro e gestão terceirizada de ativos	0.268 (0.235)	-0.438* (0.249)	0.458** (0.182)
PLAN_PDC _{t-1}	Proporção de ativos em planos CD ou CV	-0.201 (1.338)	-1.009 (0.619)	0.351 (1.199)
Controles				
CTR_AUM _{t-1}	Total de ativos	Y	Y	Y
CTR_EXP _{t-1}	Total de despesas adm.	Y	Y	Y
CTR_ACT _{t-1}	Situação atuarial dos planos	Y	Y	Y
CTR_CRE _{t-1}	Ano de criação	Y	Y	Y
CTR_DOM _{t-1}	Capital de domínio do patrocinador	Y	Y	Y
DEP_FIN _{t-1}	Patrocinador financeiro	Y	Y	Y

(continua)

(continuação)

Instrumentais				
R3792	Res. CMN 3792/2009	[0,155]	[0,877]	[0,093]
Perfil	Perfil de risco PREVIC	[0,522]	[0,422]	[0,025]
Observações		179	227	216
Teste de subidentificação				
Kleibergen-Paap rk LM statistic		[0,6781]	[0,3001]	[0,0161]
Teste de identificação fraca				
Anderson-Rubin Wald test		[0,0033]	[0,0331]	[0,0440]

Nota: Os resultados das especificações (4), (5) e (6) foram obtidos em 1º estágio de dados em painel do modelo GMM e denotam a associação das variáveis de governança interna com as variáveis para características no nível dos fundos de pensão e as estimativas para as variáveis instrumentais relacionadas à regulamentação, perfil de risco para fiscalização da Previc (considerado o perfil de 2015 para os demais anos) e regras para certificação de dirigente e responsável por aplicação de recursos em investimentos. As especificações (4), (5) e (6) tem como variáveis dependentes a gestão por diretoria certificada em investimentos, a existência de diretoria investimentos exclusivas à entidade e a existência de comitê de investimentos, respectivamente. Em cada uma são observados os resultados para associação das características específicas dos fundos de pensão escolhidas para a pesquisa. Os erros-padrão robustos são apresentados entre parênteses, p-value entre colchetes para instrumentos. Variáveis FIN_CVM; CTR_AUM; CTR_EXP e CTR_ACT são defasadas a t-1 de acordo com a fundamentação teórica, seção 4.6.1. As notações *** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1, indicam os respectivos níveis da significância estatística.

Esta tabela reporta resultados de equação em 1º estágio através de painel dinâmico GMM robusto. Para testar a validade dos estimadores do modelo, a estatística de teste é a de Sargan de sobreidentificação.

Para os testes em 1º estágio houve o de subidentificação (H0: modelo é sub-especificado). A rejeição de H0 deste teste significa que o modelo é identificado. Porém, requer o teste para presença de instrumentos fracos, sob H0 a identificação é fraca. O teste de sobreidentificação observado em 2º estágio (H0 os instrumentos são válidos) indica a validade do modelo. Os testes realizados validam os estimadores e a análise dos resultados observados nas seções a seguir.

5.3.1 Conexão com o governo

Consistente com a revisão da literatura, observa-se a associação positiva e significativa de fundo de pensão com característica de conexões com o governo e melhores práticas de governança. Confirmando-se, portanto, a hipótese 5. A estimativa (6) para existência de comitê de investimentos, com resultado positivo e significativo, sugere que o fundo de pensão com conexão com o governo, além da conformidade legal para os aspectos da estrutura de governança, buscarão práticas superiores de forma a demonstrar um padrão diferenciado de

governança e evitar maior monitoramento na busca de seus interesses. A estimativa (5) apresenta o mesmo resultado e significância estatística para associação com a prática, mas é prevista em lei (Lei Complementar n. 108 de 29 de maio de 2001).

Ao observar o resultado da estimativa (5), confirma-se o uso da prática de diretor exclusivo às funções da entidade ao não compartilhar funções no patrocinador e sugere que esta é ainda mais relevante, mesmo que por questões legais, do que para os privados como prática que poderia conferir melhores condições para obtenção de retorno.

A confirmação da hipótese 2 combinada com a confirmação da hipótese 5, ou seja, conexões com o governo têm impacto negativo com retornos dos investimentos, e, conexões com o governo influência positiva no uso de práticas de governança como o uso de comitê de investimentos, sugere que esta última associação é forma não transparecer que o real interesse dos executivos sob esta característica da organização.

Consistente com o resultado negativo e significativo na associação com o desempenho dos investimentos, pelas razões expostas na seção 5.2.2, devido a lacunas para incentivos adequados em organizações sem fins lucrativos, deve-se estar atento a interesses distinto em fundos de pensão. De forma que, a estrutura de governança escolhida seja a suficiente para garantir as decisões de controle por área segregada dos responsáveis pelas decisões de gestão. Sugere-se que a supervisão seja fortalecida e independente para fiscalizar as organizações com esta característica e, de forma a ter condições de observar os incentivos reais na determinação de estrutura.

Assim, os resultados da especificação (6) respondem a segunda questão que é derivada da questão central desta tese de que há associação de características no nível dos fundos de pensão com práticas de governança e, no caso da característica de conexões com o governo. Confirma-se, portanto, a hipótese 5 de que, no Brasil, o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado, positivamente, quando este for patrocinado por ente do governo.

Estes resultados corroboram com as evidências de Okhmatovskiy (2010) sobre a associação positiva do uso de boas práticas de governança aliadas às características de conexões com o governo. O autor observa resultados significativos ao analisar firmas individuais da Rússia com participação do estado em sua governança que, ao exercerem ativismo como boa prática para obtenção do retorno esperado, tinham como foco atender interesses políticos que não o do investidor.

5.3.2 Gestão externa dos investimentos e patrocinador do setor financeiro

A estimativa (5) reporta um resultado negativo e significativo na associação da característica de gestão terceirizada dos investimentos e patrocinador do setor financeiro com melhores práticas de governança, na regressão com a variável de prática de diretor exclusivo ao fundo de pensão e confirma a Hipótese 6 da pesquisa. Entretanto, ao contrário desta hipótese, há evidência de associação positiva ao observar a prática de governança através do assessoramento do comitê de investimentos conforme estimativa (6). A associação positiva também é observada na estimativa (4) para diretor certificado em investimentos, porém, sem significância estatística. A confirmação da Hipótese 6 de associação negativa através da estimativa (5) é consistente com a teoria observada na seção 3.1.3. Sob esta observação, sugere-se que o fundo de pensão sob esse tipo de patrocínio e ao terceirizar a gestão dos recursos manterá estrutura de governança mínima, com o argumento de que a instituição financeira possui equipe com expertise e estrutura adequada para terceirização da gestão dos investimentos. Esta sugestão acompanha o fundamento de que em mercados emergentes as lacunas de controle não contribuem para evidenciar os custos efetivos que impactam a redução do retorno dos ativos e transfere a riqueza de participantes a um grupo reduzido de gestores externos aos planos.

Para as estimativas (4) e (6) e esta última pela significância estatística, sugerem que a escolha por estas práticas pelos fundos de pensão se dá por interesses que não o melhor resultado aos planos de benefícios. Esta conclusão tem como base o hipótese 4 confirmado pela estimativa (3). Ou seja ao observar a característica de gestão terceirizada de recursos e patrocinador do setor financeiro e impacto negativo no desempenho dos investimentos. Assim, está mantida a sugestão da necessidade de evidências que expliquem a estrutura escolhida através de gestão terceirizada de investimentos observando os custos ao patrimônio do plano de benefícios dos participantes decorrentes da gestão terceirizada.

Desta forma, a partir da especificação (5) é possível responder a questão derivada da questão central desta tese: de que há associação negativa de características no nível dos fundos de pensão com práticas de governança. Assim, confirma-se a Hipótese 6, de que no Brasil o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado negativamente quando houver gestão terceirizada dos recursos e o patrocinador for do setor financeiros.

Estes resultados estão de acordo com as evidências observadas por Hermalin e Weisbach (1998). Os autores observam que na confiança da habilidade de gestores de investimentos há a redução do monitoramento e, portanto, redução no uso de práticas de

governança que proporcionariam o uso desse mecanismo para maior retorno aos planos de benefícios que detém os recursos e sobre os quais recaem os custos e riscos.

Importante observar que, contrário à Hipótese 6, a evidência de impacto positivo na especificação (6), pode sugerir os mesmos incentivos de conexões com o governo na determinação da governança como apresentado na seção anterior. Ou seja, de que se busca a boa prática de decisão em comitê de investimentos para fundamentar propostas que atendem interesses que não o dos planos de benefícios, reforçando-se a segregação entre as áreas de gestão e controle das entidades.

5.3.3 Gestão de planos com característica de contribuição definida

Consistente com o fundamento de que contratos incompletos em seus objetivos acabam por não ter as condições necessárias para o que se deve controlar e monitorar, os resultados das estimativas (4) e (5) são negativos. Porém, não possuem significância estatística para confirmar a associação desta característica na prática de governança. Tampouco do resultado de associação positiva através da estimativa (6). O argumento teórico sustentaria a questão de que sob esta característica se observará estrutura mínima legal, sem necessidade de equipe dedicada à investimentos na medida em que o risco é, exclusivamente, dos participantes que receberão no futuro o benefício que a carteira obtiver.

Embora não sejam significantes os resultados observados para a busca por melhores práticas de governança, existe espaço para este avanço em busca de melhores condições de monitoramento e controle das decisões de investimentos. E, no caso dos planos de contribuição definida, a busca pelo melhor retorno se faz relevante para evidenciar as condições de viabilidade da previdência complementar fechada aos servidores públicos e contingente de jovens que serão os principais impactados no futuro por regras mais limitantes para obtenção da aposentadoria. Além da previdência aberta, esta pesquisa sugere que a gestão por fundos de pensão de planos de contribuição definida, têm ainda como concorrentes importantes a tecnologia (conforme seções 2.1.5 e 2.3.5) e as novas forma de trabalho (2.2.2) que, certamente, buscarão cada vez mais a transparência e evidência de resultados superiores aos que os indivíduos poderiam planejar e obter individualmente. Se bem que, isto dependa da educação financeira e careça da combinação de formas contratuais de mercado que lhe garanta não somente a complementação da renda de aposentadoria, mas a perda de renda em função do risco de invalidez ou perda da renda involuntária pelo desemprego (Barbieri, 2017).

Desta forma, não há como confirmar a Hipótese 7 desta pesquisa de que no Brasil o uso de melhores práticas por fundos de pensão é impactado negativamente quando possuir a gestão de plano de contribuição definida.

5.4 RESUMO DOS TESTES DAS HIPÓTESES

A Tabela 13 abaixo apresenta resumo dos resultados observados na investigação empírica de associação de práticas de governança corporativa e de características específicas no nível dos fundos de pensão com desempenho dos investimentos.

As evidências observadas para as hipóteses 1 a 4, respondem a questão central da tese.

Tabela 13 – Evidências de associações com retorno dos investimentos: 2011-2015

Hipóteses	Teste	Determinantes / especificações	Evidências
Hipótese 1	Confirmada	Melhores práticas de governança	Há evidência de associação positiva com desempenho dos investimentos
	positiva	Diretor certificado em investimentos	positivo, sem significância estatística
		Diretor de investimentos exclusivo	positivo, sem significância estatística
		Assessoria de Comitê de Investimentos	positivo e significativo estatisticamente
Hipótese 2	Confirmada	Conexões com o governo	Há evidência de associação negativa com desempenho dos investimentos
	negativa	Diretor certificado em investimentos	negativo, sem significância estatística
		Diretor de investimentos exclusivo	negativo, sem significância estatística
		Assessoria de Comitê de Investimentos	negativo e significativo estatisticamente
Hipótese 3	Confirmada	Gestão tercerizada dos investimentos e patrocinador do setor financeiro	Há evidência de associação negativa com desempenho dos investimentos
	negativa	Diretor certificado em investimentos	negativo, sem significância estatística
		Diretor de investimentos exclusivo	positivo, sem significância estatística
		Assessoria de Comitê de Investimentos	negativo e significativo estatisticamente
Hipótese 4	Confirmada	Gestão de planos com característica de contribuição definida	Há evidência de associação positiva com desempenho dos investimentos
	positiva	Diretor certificado em investimentos	positivo, sem significância estatística
		Diretor de investimentos exclusivo	positivo e significativo estatisticamente
		Assessoria de Comitê de Investimentos	negativo, sem significância estatística

A Tabela 14 a seguir, apresenta os resultados de associação de características específicas em fundos de pensão e uso de melhores práticas de governança. Os resultados respondem a questão derivada da questão central da tese.

Tabela 14 – Evidências de associações com práticas de governança: 2011-2015

Hipóteses	Teste	Determinantes / especificações	Evidências
Hipótese 5	Confirmada positiva	Conexões com o governo	Há evidência de associação positiva com práticas de governança
		Diretor certificado em investimentos	positivo, com significância estatística
		Diretor de investimentos exclusivo	positivo e significante estatisticamente
		Assessoria de Comitê de Investimentos	positivo, não significante estatisticamente
Hipótese 6	Confirmada negativa	Gestão terceirizada dos investimentos e patrocinador do setor financeiro	Há evidências de associação positiva e negativa com práticas de governança.
		Diretor certificado em investimentos	positivo, sem significância estatística
		Diretor de investimentos exclusivo	negativo e significante estatisticamente
		Assessoria de Comitê de Investimentos	positivo e significante estatisticamente
Hipótese 7	Não se pode afirmar negativa	Gestão de planos com característica de contribuição definida	Não há evidências de associação negativa com práticas de governança
		Diretor certificado em investimentos	negativo, sem significância estatística
		Diretor de investimentos exclusivo	negativo, sem significância estatística
		Assessoria de Comitê de Investimentos	positivo, sem significância estatística

O conjunto dos resultados observados nas Tabelas 13 e 14 acima atendem ao objetivo geral deste trabalho. A partir das evidências observadas, o capítulo 6 a seguir apresenta as contribuições para a teoria e prática e apresenta as limitações e sugestões para futuros estudos.

6 CONCLUSÕES

Este trabalho investiga os fundos de pensão brasileiros que se destacam pelo papel de investidores institucionais em função do volume de ativos sob a gestão no sistema financeiro com mais de R\$ 750 bilhões em 2016. Entretanto, o propósito de um fundo de pensão na gestão de investimentos é a obtenção de retorno sobre os recursos arrecadados e a acumulação deste retorno sobre as reservas para a complementação de aposentadoria em longo prazo. A gestão de investimentos é um dos processos que ocorre na administração de planos de benefícios no sistema de previdência complementar fechado. Ocorre que, apesar do baixo crescimento econômico, que impacta negativamente no desempenho de fundos de pensão e controlando fatores que poderiam influenciar este resultado, há os que conseguem obter retorno sobre os investimentos de forma diferenciada.

Os resultados da pesquisa sustentam a tese de que há condições na organização interna de fundos de pensão que conferem maior capacidade para cumprimento de seu propósito. Através da investigação sobre dados de 41 fundos de pensão que representam 72% do total de ativos no sistema de previdência complementar fechado, o estudo apresenta evidências de que há associação do uso de melhores práticas de governança por fundos de pensão no país e de características específicas no nível dessas organizações com retorno dos investimentos. Adicionalmente, demonstra que há associação quando observadas estas mesmas características na escolha de melhores práticas de governança.

A relevância dos fundos de pensão se eleva na medida em que são considerados como instrumento para viabilidade da reforma da previdência e de redução da maior pressão fiscal. Entretanto, ao apresentar o resultado agregado em planos de benefícios sob a gestão em fundos de pensão no Brasil, observa-se o crescente déficit desde 2011. A partir desta análise, o impacto social ocorre diante de um desempenho desfavorável dos investimentos à medida que podem não cumprir ou passam a ter reduzida a capacidade de pagamento dos benefícios previdenciários no futuro. Esta tese sustenta a importância de se compreender como práticas de governança podem contribuir para o desempenho dos investimentos em fundos de pensão, como a determinação de melhores práticas podem ser influenciadas por características específicas dos fundos de pensão e como estas características podem impactar o retorno dos investimentos para os planos de benefícios.

Desta forma, as seções a seguir apresentam as contribuições teóricas e práticas para fundos de pensão no país e que podem ser aplicadas em demais economias emergentes e as limitações do estudo com sugestões para futuras pesquisas.

6.1 CONTRIBUIÇÕES PARA A TEORIA

Sob o aspecto teórico, esta pesquisa contribui com uma nova abordagem ao investigar a associação de práticas de governança interna de fundo de pensão brasileiro e de características do nível dessas organizações sobre desempenho dos investimentos através de evidenciação empírica. Investigações similares podem ser desenvolvidas no contexto de ambiente financeiro de demais economias emergentes, nas quais se explicariam diferentes desempenhos. E, apesar do grande número de estudos com foco em práticas de governança exercida por fundos de pensão nas empresas em que investem, a pesquisa parte do ponto de vista do fundo de pensão como investidor institucional em sua organização interna, ao investigar condições que impactam sua capacidade de criar valor à carteira de ativos sob a sua gestão.

A partir de fundamentos da teoria da agência (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 2003), da visão baseada em instituições (North, 1990; Peng et al., 2009), da economia dos custos de transação (Coase, 1937; Williamson, 2005) e de pressupostos comportamentais (Kahnemann, 2013; Shiller, 2013; Tihanyi et al., 2003). Esta tese postula que há associação positiva entre melhores práticas de governança interna com desempenho dos investimentos. Além disso, endereça a questão de alinhamento de interesses em organização sem fins lucrativos e contexto financeiro de mercado emergente, que é o caso dos fundos de pensão no Brasil.

Adicionalmente, este trabalho fundamenta a associação de características no nível dessas organizações na determinação de práticas de governança superiores às impostas em legislação e também no desempenho dos investimentos. A pesquisa encontra suporte em evidências empíricas que, enquanto há práticas de governança associadas positivamente com desempenho dos investimentos, há características destas organizações que influenciam negativamente o retorno da carteira de ativos.

Entretanto, apesar da fundamentação teórica mostrar que há práticas de governança que implicam maior desempenho, há teorias que postulam não poder afirmar se a causalidade é realmente reversa. Em outras palavras, se desempenho é o que implicaria governança, ou se governança seria somente efeito de um fator não observado e que também impactaria no desempenho (Jackowicz & Kowalewski, 2012; Wintoki et al., 2012). Este é o problema de endogeneidade que foi observado e endereçado na pesquisa para obtenção de resultados robustos. Desse modo, a teoria proposta também avança na compreensão fenômeno no país e na tentativa de sua atenuação sobre os resultados da investigação empírica e, ao mesmo

tempo, manter a coerência teórica na investigação de fatores que poderiam estar omissos na associação com desempenho, porém, sem impactá-lo diretamente.

Considerando lacunas na literatura sobre conflitos de agência em organizações sem fins lucrativos e por eventuais questões estatutárias dos próprios fundos de pensão, a pesquisa avança ao argumentar que há práticas de governança que funcionam como importantes mecanismos de alinhamento de interesses. Em outras palavras, o trabalho apresenta evidências de que a boa governança pode substituir mecanismos externos observados em empresas que visam lucro, inexistentes em organização sem fins lucrativos ou ainda, por limitações em estatuto dos fundos de pensão.

Sob o aspecto de características no nível dos fundos de pensão, este trabalho também representa avanço ao observar a influência de características destas organizações no Brasil, tanto sobre o retorno dos investimentos como na determinação para uso de práticas de governança. De forma inovadora, apresenta resultados com significância estatística de que há características que influenciam negativamente o retorno de investimentos e que ao mesmo tempo determinam o uso de melhores práticas. As características observadas e que respondem a segunda parte da questão central e a derivada da questão central são: conexões com o governo e contratos com gestores terceirizados quando o patrocinador for do setor financeiro. A sugestão é que, sob estas características no nível da organização, no contexto de orientação financeira de mercado emergente e de organizações que não visam lucro, é possível que haja efetiva influência no comportamento de executivos em fundos de pensão. E esta influência pode ser o de atuar no interesse de suas relações políticas e, em detrimento dos objetivos de retorno para o fundo de pensão, utilizar práticas de governança com objetivo de controlar condições em favor dessas relações. A pouca transparência, fraca proteção legal ao investidor e lacunas de incentivos propiciariam condições favoráveis a este comportamento, conforme observado neste estudo. Assim, a inconsistência inicial de melhores práticas ao mesmo tempo retorno comparado inferior ao fundo de pensão, sugere o uso de melhores práticas de governança para manter a discricionariedade com outros interesses.

Desta forma, as evidências sugerem agenda em que a academia não examine somente fundos de pensão como investidores institucionais que influenciam a governança das empresas em que investem. Mas, também compreender como características específicas nestas organizações podem determinar o uso práticas de governança. E desta forma, criar mecanismos adequados para monitoramento e controle que sirvam de incentivos no interesse único do participante. Entende-se que estes resultados contribuem para demais economias emergentes e contexto de organização sem fins lucrativos.

6.2 CONTRIBUIÇÕES PARA A PRÁTICA

Esta pesquisa também apresenta implicações relevantes para a prática. As evidências de que há associação de melhores práticas de governança e de características específicas dos fundos de pensão brasileiros com desempenho dos investimentos e destas características na determinação de melhores práticas de governança, apresentam-se como contribuições importantes para obtenção de melhor desempenho destas instituições no país e que podem ser aplicadas no contexto de demais economias emergentes e de organizações sem fins lucrativos.

A evidência de associação positiva de melhor prática de governança com retorno de investimentos em fundos de pensão brasileiros, como a existência de comitê de investimentos, sugere que esse tipo de governança funciona como importante incentivo para alinhamento de interesses. Ou seja, alinhamento entre gestores do fundo de pensão com resultados para os planos de benefícios. A conclusão é que a prestação de contas frente ao objetivo de retorno das carteiras, de se evitar riscos desnecessários aos planos, apresentam-se como desafios a serem superados por executivos em fundos de pensão. A oportunidade de argumentação técnica sobre retorno obtido e das propostas apresentadas para alocação em risco para membros de comitê de investimentos, contribuem para que executivos estejam preparados e com os fundamentos analisados de forma racional (seção 2.2.6), exponham suas estratégias e seja avaliado seu desempenho em prol dos planos de benefícios.

Diante das evidências, este estudo sugere o fortalecimento da estrutura de comitê de investimentos, que poderia ser através de sua instituição em estatuto da entidade e regimento interno. Sua composição e periodicidade de reunião dependeriam da complexidade da entidade. O perfil de risco utilizado pela PREVIC para supervisão dos fundos de pensão é considerado por esta pesquisa como parâmetro para utilização ou não da prática. Entende-se que não utilização deveria ser acompanhada do respectivo esclarecimento da entidade, com evidências do desempenho esperado frente ao seu custo *versus* benefício e avaliação do órgão supervisor.

Os resultados significantes de que há características específicas em fundos de pensão que influenciam o comportamento de seus executivos, tanto sobre o retorno dos investimentos como na determinação de práticas de governança, sugerem que sejam consideradas as seguintes possibilidades (seções 2.3 e 2.4):

- a) a intensificação dos esforços para se confirmar e avaliar a capacitação, experiência em investimentos e ausência de conflito de interesses dos responsáveis pela fundamentação técnica e apresentação de propostas e dos que aprovam os investimentos (seções 2.3.1 a 2.3.5 e 2.4.5);
- b) a segregação de funções entre os que participam da decisão dos investimentos e dos que controlam os investimentos na entidade, com respectiva certificação conforme apresentado no item a acima (seção 2.3.1).
- c) a confirmação de cláusulas estatutárias que limitariam a gestão de investimentos da entidade à indicação ou eleição de dirigentes e seus substitutos com responsabilidade direta por investimentos, que não por critérios de seleção de profissionais de mercado e independente da patrocinadora (seções 2.3.1 e 2.3.2);
- d) a revisão periódica dos contratos com provedores de serviços com transparência dos custos *versus* benefícios de retorno aos planos de benefícios e comparação com demais do mercado e gestão interna (seção 2.4.5). O valor -0,01 para a mediana de alfa da amostra final, sugere atenção para custos que impactam o retorno sobre o patrimônio do plano e que podem não ser devidamente observados quando avaliado apenas o retorno dos fundos de investimentos (APENDICE D, equação 17);
- e) sistema de compensação por desempenho aos responsáveis pela fundamentação técnica e apresentação de propostas, dos que avaliam e aprovam as propostas, que contemplem ações respectivas diante de desempenhos favoráveis e desfavoráveis (seção 2.3.4).

Estas são considerações com fundamentação teórica que aplicadas ou aperfeiçoadas por fundos de pensão brasileiros podem servir como incentivos ao uso de melhores práticas de governança para obtenção de maior retorno aos planos de benefícios e ao mesmo tempo, podem neutralizar influências que não são do interesse para o melhor desempenho da entidade. Entende-se que estas considerações também se aplicam no contexto de economias emergentes e podem endereçar questões relevantes de lacunas de incentivos em organizações sem fins lucrativos.

A pesquisa sugere que questões de mercado emergente como a transparência reduzida de informações relevantes e o sistema pobre de proteção legal ao investidor e ainda, as questões de lacuna de incentivos para organizações que não geram lucro, podem não contribuir para evitar influências negativas de características no nível dos fundos de pensão sobre desempenho. Ao contrário, podem tornar ineficazes práticas de governança para o monitoramento e controle no interesse dos participantes.

Entende-se que a solução não é óbvia e ainda há a questão de longo prazo. Como observado nesta revisão de literatura, o longo prazo não contribui para a observação de acontecimentos que levem a desvio de recursos, ao contrário, podem até servir para procrastinação de decisões em prejuízo aos planos dos participantes. (seção 2.2.6). Diante das evidências e do contexto dos fundos de pensão brasileiros, esta pesquisa sugere que a solução virá de incentivos adequados ao perfil de risco das diferentes instituições no país. A sugestão é que a supervisão sob perfil de risco dos fundos de pensão e iniciada em 2015, deve aprofundar avaliação para as diferenças relevantes entre as entidades. Acredita-se que o aprofundamento para características no nível dessas organizações, tanto por órgãos reguladores como supervisores contribuirão para incentivo ao alinhamento de interesses nos fundos de pensão. Entende-se que as recomendações sugeridas a partir das evidências desta pesquisa poderiam ser seguidas de respostas como “pratique” ou “explique” a serem avaliadas pelos órgãos de supervisão.

6.3 LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

São consideradas como possíveis limitações a causalidade reserva, que pode não ter sido plenamente resolvida através do tratamento escolhido para esta pesquisa; o uso do estimador e identificação da variável, apesar de fundamentado em instrumento de maior coerência teórica e a amostra final de fundos de pensão pode não representar o número de observações suficientes para análise dos estimadores. A indisponibilidade de dados de governança e a dificuldade na operacionalização de dados foi fator limitador importante para o desenvolvimento da pesquisa. O que explica a redução considerável da amostra inicial para a final do estudo e pode limitar o resultado dos estimadores. A preocupação em se obter os dados através de questionário ou entrevista teve como questão a robustez das respostas, o que foi considerado como limitador maior para o desenvolvimento do estudo e obtenção de resultados consistentes. As definições operacionais das variáveis utilizadas no modelo empírico podem ser questionáveis, alternativas podem ser apresentadas como aproximação do que se pretende medir. Por exemplo, uso de medidas alternativas para o desempenho de investimentos escolhida para esta investigação. Dado que a pesquisa escolheu investigar a capacidade de fundos de pensão na geração de retorno anormal por fundos de pensão, essa medida não pode ser observada em fundos de pensão que não apresentaram beta significativa sobre a carteira teórica, o que limitou ainda mais a amostra inicial. É possível que, ao ser observada outra medida, possam ser observados resultados diferentes. Além das delimitações

apresentadas na seção 1.5, seguem abaixo sugestões para futuros estudos por temas ou aspectos não tratados nesta pesquisa:

Características no nível dos fundos de pensão não se limitam aos apresentados.

Considerando ao que foi possível coletar para esta pesquisa, o estudo sugere que sejam investigados outros aspectos na organização dos fundos de pensão e que poderiam criar incentivos diferentes ao interesse único do retorno aos planos de benefícios, ou ainda, de sua associação com práticas de governança que deveriam propiciar o monitoramento e controle efetivo dos gestores. Em outras palavras, as características escolhidas para este estudo podem estimular outros trabalhos para ampliar a compreensão sobre comportamentos diferentes dos esperados e não serem reduzidos às três apresentadas. Como apresentado na seção 1.5, as características no nível dos fundos de pensão não se esgotam e não são limitadas ou dispostas de forma direcionada às observadas.

Estudos sobre impacto de regulação em investimentos sobre os fundos de pensão como investidores institucionais. Dada a relevância dos ativos sob a gestão de planos que pertencem a milhares de participantes, os déficits crescentes; os conflitos de interesses e casos de corrupção, estudos futuros poderiam ser realizados comparando no exterior e no Brasil, a aplicação de regras de mercado de valores mobiliários para gestão de recursos e existência de área de *compliance*. O objetivo seria o de fundamentar os aspectos para os fundos de pensão serem fiscalizados ou não como os demais gestores de mercado pela CVM, como por exemplo, o aspecto do objeto social dos fundos de pensão.

A experiência de fundos de pensão com membros independentes no conselho deliberativo ou demais órgãos de governança. Até onde se observou, não há pesquisa no Brasil com dados sobre a observação de membros independentes nos colegiados das entidades e seu impacto em benefício de planos sob a gestão de fundos de pensão. Como apresentado na revisão desta literatura, há práticas de governança como a independência de membros do conselho deliberativo e comitê de investimentos que podem contribuir para redução desses conflitos e um sistema de compensação para alinhamento de interesses na organização (seção 2.3.4). Entretanto, observa-se que a necessidade de se reavaliar este aspecto de independência e a não conexão com gestores de mercado, por exemplo, que retornariam o problema à organização (seção 2.3.3). Outra situação é cenário de mercado. Estudos apresentados nesta pesquisa observam que membros independentes podem contribuir de forma positiva em situações de alta volatilidade no mercado. Entretanto, em cenário favorável a uma gestão passiva, membros independentes não apresentaram evidências em maior retorno (2.3.5). A revisão da teoria apresenta estudos relevantes que sugerem esta prática com restrições, na

medida em que não são devidamente claros os diferentes tipos de relacionamentos de membros independentes com gestores externos de investimentos ou mesmo patrocinadora e executivos de fundos de pensão (Tan & Cam, 2015). Tan & Cam (2015) observam maiores custos que benefícios e endereçam os resultados à falta de transparência e confirmação de expertise dos prestadores de serviços e administradores contratados.

Estudos sobre compensação financeira por desempenho em fundos de pensão. Da mesma forma para o estudo acima, até onde se observou nesta pesquisa, não há estudos no Brasil que discorram sobre a racionalidade de pagamento por desempenho em fundos de pensão. Dado que objetivo não é o maior retorno, sugerem-se aqui estudos que investiguem as condições sob as quais ocorrem esse tipo de remuneração.

O efeito da tecnologia sobre a gestão de investimentos e atividade do fundo de pensão. Diante da combinação de disponibilidade de dados, tecnologia e teorias que fundamentam as medidas de obtenção de retorno para criação de algoritmos, aprendizado de comportamentos para maior desempenho, esta pesquisa sugere a investigação no Brasil do impacto dessa combinação sobre a desintermediação financeira e implicações para a gestão de investimentos em fundos de pensão e serviços de previdência.

Análise dos resultados em fundos de pensão sob o aspecto de *Stakeholder*. Esta pesquisa lança luz para a busca do retorno esperado no único interesse dos participantes de planos de benefícios. Estudos podem ser desenvolvidos para compreensão dos diferentes *stakeholders* ou partes interessadas na relação com fundos de pensão e que são impactados pelas decisões dessas entidades. Por exemplo, governo, patrocinadores, associações, provedores de serviços, comunidade, meio ambiente, etc.

A comparação dos sistemas de previdência complementar fechada e aberta no Brasil. Dada as diferenças entre os sistemas de capitalização de reservas previdenciárias e viabilidade para a redução da dependência do governo e incentivo à formação de reservas, investigar os determinantes para o crescimento das duas formas e os incentivos para desempenho dos investimentos.

A comparação do sistema de capitalização de reservas escolhido pelo Brasil e países da América Latina. A reforma dos sistemas de previdência iniciado na década de 80 em países da América Latina foi marcada por opções distintas entre o Brasil e de demais países. Diferentemente de países como Chile, Peru e Colômbia, que optaram por um sistema mandatório de capitalização de reservas no pilar 2 dos arranjos de previdência, observados no mundo, o Brasil optou por um sistema voluntário e complementar e através de organizações sem fins lucrativos. A investigação através de estudo empírico do desempenho obtido no

decorrer dos anos, sob os dois tipos de sistema, seria relevante para comparar os diferentes tipos de incentivos e práticas que contribuíram para o desempenho observado.

REFERÊNCIAS¹⁴

- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *Academy of Management Review*, 28(3), 447–465. <http://doi.org/10.5465/AMR.2003.10196772>
- Ahmed, H., & Miller, S. M. (1999). *Crowding-Out and Crowding-In Effects of the Components of Government Expenditure*. Components (Vol. Working Pa). Retrieved from http://digitalcommons.uconn.edu/econ_wpapers/199902
- Alchian, A. A. (1950). Uncertain, evolution and economic theory. *Journal of Political Economy*, 58(3), 211–212.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organisation. *The American Economic Review*, (62), 777–95.
- Ambachtsheer, K. (2015a). Why We Need a Pension Revolution. *Financial Analysts Journal*, 71(1), 49–53. <http://doi.org/10.2469/faj.v71.n1.7>
- Ambachtsheer, K. (2015b). Why We Need a Pension Revolution. *Financial Analysts Journal*, 71(1), 49–53. <http://doi.org/10.2469/faj.v71.n1.7>
- Ambachtsheer, K., Capelle, R., & Lum, H. (2008). The Pension Governance Deficit: Still With Us. *Rotman International Journal of Pension Management*, 1(1), 14–21. <http://doi.org/10.3138/rijpm.1.1.14>
- Ambachtsheer, K., Capelle, R., & Scheibelhut, T. (1998). Improving pension fund performance. *Financial Analysts Journal*. <http://doi.org/10.2469/faj.v54.n6.2221>
- Ambachtsheer, K., & McLaughlin, J. (2015). *How effective is pension fund governance today? Do pension funds invest for the long-term? Findings from a new survey*.
- Ambachtsheer, K. P. (2016). *The Future of Pension Management: Integrating Design, Governance, and Investing* (1st Editio). New Jersey: John Wiley & Sons. Retrieved from <http://www.amazon.com/The-Future-Pension-Management-Integrating/dp/1119191033>
- Ammann, M., & Ehmann, C. (2014). Is governance related to investment performance and asset allocation? empirical evidence from Swiss pension funds, (2010), 1–46. Retrieved from <http://www.asip.ch/assets/Corporate-Governance/Pension-Fund-Governance-ExecSummary-2014-03-31.pdf>
- Antolin, P. (2009). Private Pensions and the Financial Crisis: How to Ensure Adequate Retirement Income from DC Pension Plans. *OECD Journal: Financial Market Trends*, (2).
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The determinants of capital structure: Capital market oriented versus bank oriented institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59–92. <http://doi.org/10.1017/S0022109000002751>
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Carlo Application to Data: Evidence and an Employment Equations. *Review Literature And Arts Of The Americas*, 58(2), 277–297. <http://doi.org/10.2307/2297968>
- Ashcroft, J. (2010). *Supervisão baseada em riscos: Práticas internacionais e tendências para o modelo brasileiro*. Recife, PE. Retrieved from http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/4_101201-142645-333.pdf
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. (2016). *Consolidado Estatístico - Jun/2016*. São Paulo.
- Auerbach, A. J., & Lee, R. (2006). Notional defined contribution pension system in stochastic context: Design and stability. *The National Bureau of Economic Research*, 38.
- Babilis, S., & Fitzgerald, V. (2005). Risk Appetite, Home Bias and the Unstable Demand for Emerging Market Assets. *International Review of Applied Economics*, 19(4), 459–476.

¹⁴ De acordo com o estilo APA (American Psychological Association).

- <http://doi.org/10.1080/02692170500213335>
- Baima, F. de R. (1998, December). *Análise de desempenho dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil*. Universidade Federal de Santa Catarina. Retrieved from <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1566014112000490>
- Baltagi, B. H., & Khanti-Akom, S. (1990). On efficient estimation with panel data: An empirical comparison of instrumental variables estimators. *Journal of Applied Econometrics*, 5(4), 401–406. <http://doi.org/10.1002/jae.3950050408>
- Banco Central do Brasil. (2016). *Focus - Relatório de Mercado Focus - Relatório de Mercado*. Brasília, DF.
- Barbieri, C. (2017, January 20). Previdência tô fora. *Valor Econômico*, p. 6. São Paulo.
- Barr, N. (2006). Pensions: overview of the issues. *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1), 1–14.
- Barr, N., & Diamond, P. (2006). The economics of pensions. *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1), 15–39. <http://doi.org/10.1093/oxrep/grj002>
- Beck, T., & Levine, R. (2003). *Legal institutions and financial development* (No. 10126). Cambridge. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w10126.pdf>
- Ben-Ner, A., & Van Hoomissen, T. (2006). The governance of nonprofit organizations: Law and public policy. *Nonprofit Management and Leadership*, 4(4), 393–414.
- Benston, G. J., & Hagerman, R. L. (1974). Determinants of bid-asked spreads in the over-the-counter market. *Journal of Financial Economics*, 1(4), 353–364. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90014-2](http://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90014-2)
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan Publishing Company (Vol. 21). <http://doi.org/10.2307/3475545>
- Besley, T., & Prat, a. (2003). Pension Fund Governance and the Choice between Defined Benefit and Defined Contribution Plans. *Discussion Paper Series- Centre for Economic Policy Research London*, ALL.
- Blake, C. R., Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1993). The Performance of Bond Mutual Funds. *The Journal of Business*. <http://doi.org/10.1086/296609>
- Blake, D. (1998). Pension schemes as options on pension fund assets: implications for pension fund management. *Insurance: Mathematics and Economics*. [http://doi.org/10.1016/S0167-6687\(98\)00048-1](http://doi.org/10.1016/S0167-6687(98)00048-1)
- Blake, D. (2006). Pension fund performance measuring and attribution. In *Pension Finance* (pp. 293–334). Chichester. England: John Wiley & Sons.
- BMF&BOVESPA. (2016). Histórico de pessoas físicas em bolsa.
- Boeri, T., & Guiso, L. (2008). “The subprime crisis: Greenspan’s legacy.” *The First Global Financial Crisis of the 21st Century* 73, 73, 37.
- Brito, R. P. de, & Brito, L. A. L. (2012). Vantagem competitiva e sua relação com o desempenho: uma abordagem baseada em valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 16(3), 360–380. <http://doi.org/10.1590/S1415-65552012000300003>
- Brown, G., Draper, P., & McKenzie, E. (1997). Consistency of UK pension fund performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(2), 155–178. Retrieved from file:///C:/Users/Banesprev/Downloads/Brown_et_al-1997-Journal_of_Business_Finance_&_Accounting.pdf
- Bruni, A. L., & Famá, R. (1999). Estratégias de Investimentos em Carteiras Globais: Uma Análise de Diversificação de Ativos e da Moderna Teoria de Portfólios. In *Anais do XII Congresso Latino Americano de Estratégia* (p. 11). Infinita Consultoria, Treinamento.
- Bushee, B. J. (2001). Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value? *Contemporary Accounting Research*, 18(2), 207–246. <http://doi.org/10.1506/J4GU-BHWH-8HME-LE0X>
- Caamaño, P. C. (2007). *Práticas de Governança Corporativa em Fundo de Pensão. Estudo de*

- um Caso Brasileiro. Universidade Federal Fluminense.
- Câmara dos Deputados. (2016). *Relatório da CPI dos fundos de pensão*. Brasília, DF.
- Carlos Frederico Kiyoshi Vasconcelos Inoue. (2011). *Capitalismo de estado no Brasil. Uma análise das participações minoritárias do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) entre 1995 e 2009*. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.
- Çelik, S., & Isaksson, M. (2013). Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do? *OECD Corporate Governance Working Papers*, (11). <http://doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>
- Chan, C., Isobe, T., & Makino, S. (2008). Which Country Matters? Institutional Development and Foreign Affiliate Performance. *Strategic Management Journal*, (29), 1179–1205.
- Chisolm, L. (1995). Accountability: The Legal Framework. *Nonprofit Management and Leadership*, 6(2), 142–156.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The Separation of Ownership and Control in East Asia Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 81–112.
- Clark, G. L. (2004). Pension fund governance: expertise and organizational form. *Journal of Pension Economics and Finance*, 3(2), 233–253. <http://doi.org/10.1017/S1474747204001556>
- Clark, G. L. (2007). Expertise and representation in financial institutions: UK legislation on pension fund governance and US regulation of the mutual fund industry. *Twenty-First Century Society*. <http://doi.org/10.1080/17450140601101200>
- Clark, G. L., & Urwin, R. (2008a). Best-practice pension fund governance. *Journal of Asset Management*, 9, 2–21. <http://doi.org/10.1057/jam.2008.1>
- Clark, G. L., & Urwin, R. (2008b). Making pension boards Work: The critical role of leadership. *Rotman International Journal of Pension Management*, 1(1), 9.
- Clarke, T. (2004). *Theories of corporate governance*. New York: Routledge.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386–405. <http://doi.org/10.2307/2626876>
- Comissão Interministerial de Governança Corporativa e de Administração de Participações Societárias da União. (2016). Dispõe sobre a solicitação de auditoria interna para plano de benefícios da estatal., 3–5.
- Committeew on the Global Financial System. (2003). *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*. Bank for International Settlements,. Basel, Switzerland.
- Connor, G., & Korajczyk, R. A. (1995). The Arbitrage Pricing Theory and Multifactor Models of Asset Returns. In *Handbooks in Operations Research and Management Science*, Vol. 9 (Vol. 9, pp. 87–144).
- Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Brasília, DF: Presidência da República. Casa Civil. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm
- Contador, C., & Costa, M. (1998). *Os efeitos da regulamentação nos investidores institucionais*. Relatórios COPPEAD. Rio de Janeiro.
- Cook, S. W., & Selltiz, C. (1964). A Multiple-Indicator Approach To Attitude Measurement. *Psychological Bulletin*, 62(1), 36–55. <http://doi.org/10.1037/h0040289>
- Davis, E. P. (2005). *The role of pension funds as institutional investors in emerging markets* (No. 39). Seoul. Retrieved from <http://www.brunel.ac.uk/about/acad/sssl/ssslresearch/efwps#Year2005>
- Davis, E. P., & Hu, Y.-W. (2005). Is there a link between pension-fund assets and economic growth? - A cross-country study. In *CCISSR Forum 2004* (p. 32). Beijing. Retrieved from <http://www.brunel.ac.uk/about/acad/sssl/ssslresearch/efwps##2004>
- Decreto n. 4682. (1923). (1923, 24 de janeiro). Cria, em cada uma das empresas de estradas

- de ferro existentes no país, uma caixa de aposentadoria e pensões para os respectivos empregados. Presidência da República. Casa Civil.
- Del Guercio, D. (1996). The distorting effect of the prudent-man laws on institutional equity investments. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 31–62. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00841-2](http://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00841-2)
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177. <http://doi.org/10.1086/261354>
- Derrien, F., Kecskés, A., & Thesmar, D. (2014). Investor Horizons and Corporate Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(6), 1755–1780. <http://doi.org/10.1017/S0022109013000628>
- Dias, L. P. (2005). *Governance of brazilian pension funds*. Stanford University. Retrieved from <http://law.stanford.edu/wp-content/uploads/2015/03/DiasLuciana2005.pdf>
- Disyatat, P., & Borio, C. (2011). Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link? *BIS Working Papers*, (346), 1–43. <http://doi.org/10.1093/oxrep/grq012>
- Djankov, S., & Murrell, P. (2002). Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 739–792. <http://doi.org/10.1257/002205102760273788>
- Dobronogov, A., & Murthi, M. (2005). Administrative fees and costs of mandatory private pensions in transition economies. *Journal of Pension Economics and Finance*, 4(1), 35–55. Retrieved from http://journals.cambridge.org/download.php?file=%2F771_290A710202F160C2F06671E1C7584D05_journals__PEF_PEF4_01_S1474747205001903a.pdf&cover=Y&code=e4661de40ccf3e57ae713db408d36660
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <http://doi.org/10.2307/258191>
- Elton, E. J., Gruber, M. J., & Busse, J. A. (2004). Are Investors Rational? Choices among Index Funds. *The Journal of Finance*, 59(1), 261–288. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00633.x>
- Emenda Constitucional n. 20. (1998). (1998, 16 de dezembro) Estabeleceu limites para as aposentadorias integrais. Brasília, DF, DF: Presidência da República. Casa Civil.
- Emenda Constitucional n. 41. (2003). (2003, 9 de dezembro). Suprimiu o direito à paridade dos novos ingressos no serviço público e permitiu implantação do regime de previdência complementar conforme Emenda Constitucional nº 20/98. Brasília, DF, DF: Presidência da República. Casa Civil. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc41.htm
- Emenda Constitucional n. 95. (2016). (2016, 15 de dezembro). Dispõe sobre o Novo Regime Fiscal dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social por 20 exercícios financeiros. Brasília, DF: Presidência da República. Casa Civil.
- Employee Benefits Security Administration 29 CFR Part 2509 RIN 1210–AB28. (2008). Interpretive Bulletin Relating to Exercise of Shareholder Rights. *Federal Register*, 73(202), 61734–61736. Retrieved from <http://webapps.dol.gov/FederalRegister/PdfDisplay.aspx?DocId=21630>
- Esping-Andersen, G. (1995). O futuro do welfare state na nova ordem mundial. *Revista Lua Nova*, 35, 73–111. Retrieved from <http://www.scielo.br/pdf/ln/n35/a04n35.pdf>
- Esping-Andersen, G. (1996). After the Golden Age: The future of the welfare state in the new world order. *Desarrollo Economico-Revista De Ciencias Sociales*, 36(142), 523–554. <http://doi.org/Doi.10.2307/3467359>
- Falkenstein, E. G. (1996). Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings. *The Journal of Finance*, 51(1), 111–135.

<http://doi.org/10.2307/2329304>

- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. <http://doi.org/10.2307/1837292>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1996). The CAPM is Wanted, Dead or Alive. *Journal of Finance*, 51(5), 1947. <http://doi.org/10.2307/2329545>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <http://doi.org/10.1086/467037>
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *Journal of Political Economy*, 81(3), 607–636. <http://doi.org/10.2307/1831028>
- Ferson, W. E., & Schadt, R. W. (1996). Measuring Fund Strategy and Performance Changing Economic Conditions. *Journal of Finance*, 51(2), 425–461. <http://doi.org/10.2307/2329367>
- Filatotchev, I., Buck, T., & Zhukov, V. (2000). Downsizing in privatized firms in Russia, Ukraine, and Belarus. *Academy of Management Journal*, 43(3), 286–304. <http://doi.org/10.2307/1556396>
- Financial Reporting Council. (2012). *The UK Stewardship Code*. Financial Reporting Council. London.
- Flora, P., & Alber, J. (1981). Modernization, democratization and the development of welfare states in Western Europe. In P. Flora & A. J. Heidenheimer (Eds.), *The development of welfare states in Europe and America* (p. 417). New Jersey: Transaction Publishers.
- Fontes Filho, J. R. (2004). *Estudo da Validade de Generalização das Práticas de Governança Corporativa ao Ambiente dos Fundos de Pensão: Uma Análise segundo às Teorias da Agência e Institucional*. Fundação Getúlio Vargas - RJ.
- Freeman, R. E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409. <http://doi.org/10.2307/3857340>
- Freeman, R. E., & Evan, W. M. (1990). Corporate governance: A stakeholder interpretation. *Journal of Behavioral Economics*. [http://doi.org/10.1016/0090-5720\(90\)90022-Y](http://doi.org/10.1016/0090-5720(90)90022-Y)
- Frentrop, P. M. L. (2003). *A history of corporate governance: 1602-2002*. Brussels: Deminor.
- Friedman, B. M. (1978). Crowding out or crowding in? economic consequences of financing government deficits. *Brookings Paps. Econ. Activity*. <http://doi.org/10.1177/1091142105284214>
- Friedman, B. M. (1996). Economic implications of changing share ownership. *Journal of Portfolio Management*, 22(3), 59–70. [http://doi.org/doi: DOI: 10.1016/S0378-4266\(03\)00046-3](http://doi.org/doi: DOI: 10.1016/S0378-4266(03)00046-3)
- Furceri, D., & Sousa, R. M. (2011). The Impact of Government Spending on the Private Sector: Crowding-out versus Crowding-in Effects. *Kyklos*, 64(4), 516–533. <http://doi.org/10.1111/j.1467-6435.2011.00518.x>
- Galer, R. (2002). “Prudent person rule” standard for the investment of pension fund assets. *Financial Market Trends* (Vol. 83). Paris: OECD. Retrieved from <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/2488700.pdf>
- General Arrangements to Borrow. (2005). *Ageing and pension system reform : implications for financial markets and economic policies*. IMF.
- Giambiagi, F., Leal, G. B. B., Moreira, M. M., & Faveret Filho, P. S. C. (2009). O financiamento de longo prazo e o futuro do BNDES. In F. Giambiagi & O. Barros (Eds.), *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década* (3a., pp. 267–287). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Giannetti, M., & Laeven, L. (2008). Pension Reform, Ownership Structure, and Corporate Governance: Evidence from a Natural Experiment. *Review of Financial Studies*, 22(10), 4091–4127. <http://doi.org/10.1093/rfs/hhn091>
- Glaeser, E. L. (2002). The Governance of Not-For-Profit Firms. *National Bureau of*

- Economic Research Working Paper Series*, No. 8921. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=313203
- Goetzmann, W. N. (2010). The Subprime Crisis and House Price Appreciation. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 44(1–2), 36–66. <http://doi.org/10.1007/s11146-011-9321-4>
- Goldsmith, R. W. (2006). *Brasil 1850-1984: Desenvolvimento financeiro sob um século de inflação*. (B. B. do Brasil, Ed.). São Paulo.
- Gomez-Ibanez, J. (2007). Alternatives to infrastructure privatization revisited: public enterprise reform from the 1960s to the 1980s. *Policy Research Working Paper*, (November), 58. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1029851
- Gomez-Mejia, L. R., Larraza-Kintana, M., & Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. In *Academy of Management Journal* (Vol. 46, pp. 226–237). <http://doi.org/10.2307/30040616>
- Gompers, P. A., & Metrick, A. (2001). institutional investor and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 229–259.
- Goodwin, T. H. (1998). The Information Ratio. *Financial Analysts Journal*, 54(4), 34–43. <http://doi.org/10.2469/faj.v54.n4.2196>
- Gordon, R. J. (2016). *The Rise and Fall of American Growth: The U.S. Standard of Living since the Civil War*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.
- Haber, S. (2008). *Political Institutions and Financial Development: Evidence from the Economic Histories of Mexico and the United States*. Stanford Stanford,. Retrieved from https://www.aeaweb.org/assa/2006/0107_1430_1102.pdf
- Hall, P. (1986). *Governing the economy*. Oxford: Oxford University Press.
- Hansen, L. P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029–1054. <http://doi.org/10.2307/1912775>
- Hart, O., & Holmström, B. (1987). The theory of contracts. In *Advances in Economic Theory* (pp. 71–156). <http://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Hausman, J., & Pesaran, H. (1983). The J-test as a Hausman specification test. *Economics Letters*, 12(3–4), 277–281. [http://doi.org/10.1016/0165-1765\(83\)90049-6](http://doi.org/10.1016/0165-1765(83)90049-6)
- Heal, G. (2000). *Valuing the future. Economic theory and sustainability*. New York: Columbia University Press.
- Henriksson, R. D., & Merton, R. C. (1981). On Market Timing and Investment Performance. II. Statistical Procedures for Evaluating Forecasting Skills. *The Journal of Business*. <http://doi.org/10.1086/296144>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88(1), 96–118. <http://doi.org/10.2307/116820>
- Herman, R. and Van Til, J. (Ed.). (1989). *Nonprofit Boards of Directors: Analyses and Applications*. New Brunswick, N.J.: Transaction Books.
- Herman, R. D., & H. R. D. (1991). *Executive leadership in nonprofit organizations: New strategies for shaping executive-board dynamics*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Herrero, G., Cruz, N., & Merino, E. (2002). The non residual claim problem in non profit organizations. In *Annual conference of International Society for New Institutional Economics* (p. 51). Cambridge.
- Hoskisson, R. E., Hitt, M. a., Johnson, R. A., & Grossman, W. (2002). Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of Management Journal*, 45(4), 697–716. <http://doi.org/10.2307/3069305>
- Instrução CVM n. 558. (2015). (2015, 26 de março). Dispõe sobre o exercício profissional de

- administração de carteiras de valores mobiliários e revoga a Instrução CVM 306. Rio de Janeiro: Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários.
- Instrução PREVIC n. 20. (2015). (2015, 20 de março). Classifica as entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) em perfis, para fins de supervisão no âmbito da PREVIC (p. 5). Brasília, DF: Diário Oficial da União. <http://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Instrução PREVIC n. 28. (2016). (2016, 28 de maio). Estabelece procedimentos para certificação, habilitação e qualificação, que trata a Resolução CNPC n° 19, de 30 de março de. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Instrução PREVIC n. 29. (2016). (2016, 6 de junho). Dispõe sobre a instituição e o funcionamento de planos de benefícios setoriais. (pp. 9–10). Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Instrução PREVIC n. 30. (2016). (2016, 30 de junho). Altera a Instrução Previc n° 28, de 12 de maio de 2016. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Instrução PREVIC n° 13. (2014). (2014, 12 de novembro). Dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar na divulgação de informações aos participantes e assistidos, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- International Organisation of Pension Supervisors. (2010). *Draft OECD/IOPS good practices for pension funds' risk management systems*.
- Jackowicz, K., & Kowalewski, O. (2012). Crisis, internal governance mechanisms and pension fund performance: Evidence from Poland. *Emerging Markets Review*, 13(4), 493–515. <http://doi.org/10.1017/S1474747204001556>
- Jensen, M. C. (1968). The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *The Journal of Finance*, 23(2), 389. <http://doi.org/10.2307/2325404>
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial-Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control-Systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831–880. <http://doi.org/Doi10.2307/2329018>
- Jensen, M. C. (2003). *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms* (2nd Editio). Harvard University Press.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jessop, R. (1993). La transizione al postfordismo e il welfare state poskeynesiano. In M. (Org) Ferreira (Ed.), *Stato Sociale e Mercato Mondiale*. Torino: Giovanni Agnelli.
- Johnson, R. A., Schnatterly, K., Johnson, S. G., & Chiu, S.-C. (2010). Institutional Investors and Institutional Environment: A Comparative Analysis and Review. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1590–1613. <http://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00930.x>
- Kahnemann, D. (2013). *Thinking, fast and slow*. New York: Farrar Straus Giroux.
- Karpoff, J. M. (2001). The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings. *Working Paper*, 51, 1097–1137. <http://doi.org/10.2139/ssrn.885365>
- Khanna, T., & Palepu, K. (1997). Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75(4), 41–51. <http://doi.org/10.1002/tie.20059>
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). The future of business groups in emerging markets: Long-run evidence from Chile. *Academy of Management Journal*, 43(3), 268–285. <http://doi.org/10.2307/1556395>
- Köbberling, V., & Wakker, P. P. (2005). An index of loss aversion. *Journal of Economic Theory*, 122(1), 119–131. <http://doi.org/10.1016/j.jet.2004.03.009>
- Kochhar, R., & David, P. (1996). Institutional investors and firm innovation: A test of

- competing hypotheses. *Strategic Management Journal*.
[http://doi.org/10.1002/\(sici\)1097-0266\(199601\)17:1<73::aid-smj795>3.3.co;2-e](http://doi.org/10.1002/(sici)1097-0266(199601)17:1<73::aid-smj795>3.3.co;2-e)
- Kohers, G., Kohers, N., & Kohers, T. (2006). The risk and return characteristics of developed and emerging stock markets: the recent evidence, *13*, 737–743.
- Kowalewski, O. (2012). Corporate governance and pension fund performance. *Contemporary Economics*, 6(1), 14–44. <http://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.32>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <http://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 11131–55. <http://doi.org/10.1086/250042>
- Laeven, L. (2013). Corporate governance: What's special about banks? *Annual Review of Financial Economics*, 5, 63–92. <http://doi.org/10.1146/annurev-financial-021113-074421>
- Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). The Structure and Performance of the Money Management Industry. In M. N. Baily & C. Winston (Eds.), *Brookings Papers on Economic Activity* (pp. 339–391). Washington, DC: The Brookings Institution. Retrieved from file:///C:/Users/Banesprev/Google Drive/Doutorado FEA USP/Qualificação/Bibliografia/LAKONISHOK, 1992.pdf
- Lane, P. R. (2013). Financial Globalisation and the Crisis. *Open Economies Review*, 24(3), 555–580. <http://doi.org/10.1007/s11079-012-9266-0>
- Lang, M., & McNichols, M. (1997). Institutional trading and corporate performance. *Working Paper*, 0.
- Lazzarini, S. G. (2011). *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Campos/Elsevier.
- Lazzarini, S. G. (2012). A Petrobras e os dilemas da gestão de estatais. Retrieved April 20, 2015, from <http://epocanegocios.globo.com/Informacao/Dilemas/noticia/2012/04/petrobras-e-os-dilemas-da-gestao-de-estatais.html>
- Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Mello, R. B. De, & Marcon, R. (2012). What Do Development Banks Do? Evidence from Brazil, 2002-2009. *SSRN Electronic Journal*, 2002–2009. <http://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1969843>
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C., & Ribeiro, T. S. (2002). *Alocação ótima de ativos em fundos de pensão brasileiros. Relatórios COPPEAD*. Rio de Janeiro. Retrieved from <http://www.coppead.ufrj.br/upload/publicacoes/351.pdf>
- Lei Complementar n. 105. (2001). (2001, 10 de janeiro). Dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República. Casa Civil.
- Lei Complementar n. 108. (2001). (2001, 29 de maio) 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. Diário Oficial da União. Brasília, DF: Presidência da República. Casa Civil. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp108.htm
- Lei Complementar n.109. (2001). (2001, 29 de maio). Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República. Casa Civil. Retrieved from http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp109.htm
- Lei n. 12.154. (2009). (2009, 23 de dezembro). Cria a Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC e dispõe sobre o seu pessoal; inclui a Câmara de Recursos da Previdência Complementar na estrutura básica do Ministério da Previdência Social e outras disposições. Brasília, DF: Presidência da República. Casa Civil.

- Lei n. 12.618. (2012). (2012, 30 de abril). Institui o regime de previdência complementar dos servidores públicos federais. In C. Civil (Ed.), . Brasília, DF.
- Lei n. 13.341. (2016). (2016, 29 de setembro) Altera as Leis nos 10.683, de 28 de maio de 2003, que dispõe sobre a organização da Presidência da República e dos Ministérios, e 11.890, de 24 de dezembro de 2008, e revoga a Medida Provisória no 717, de 16 de março de 2016. Brasília, DF: Presidência da República. Casa Civil.
- Lei n. 6435. (1977). (1977, 15 de julho). *Dispõe sobre as entidades fechadas de previdência complementar*. Dispõe sobre as entidades de previdência privada. Diário Oficial da União. Brasília, DF: Casa Civil.
- Lima, V. (2015, May 7). Oposição consegue criar a CPI dos fundos de pensão | Valor Econômico. *Valor Econômico*. São Paulo. Retrieved from <http://www.valor.com.br/politica/4039822/oposicao-consegue-criar-cpi-dos-fundos-de-pensao>
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, 47(1), 13–37.
- Lopes, F., & Savoia, J. R. (2013). (Apresentação em aula de agosto de 2013). A demografia da previdência e impactos atuariais.
- Lucena, E. de. (2012, November 9). Ressalva de Suassuna em palestra no Morro dos Prazeres no Rio de Janeiro. *Folha de São Paulo*. Rio de Janeiro.
- Lumpkin, S. A. (2003). Governance of and by Institutional Investors The need for good corporate governance. Tokyo: OECD Publishing.
- Lundberg, E. L. (2014). Bancos Oficiais e Crédito Direcionado – o que diferencia o mercado de crédito brasileiro? *Igarss 2014*, (1), 1–5. <http://doi.org/10.1007/s13398-014-0173-7.2>
- Machado Filho, C. A. P., Mendonça, L., Fischmann, A., & Guerra, S. (2006). The Mechanisms of Governance in Nonprofit Organizations. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), 83–87.
- Marconi, M. de A., & Lakatos, E. M. (2003). *Fundamentos de Metodologia Científica* (5a.). São Paulo: Editora Atlas.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7, 77–91. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Markowitz, H. M. (1959). *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. *The Engineering Economist* (Vol. 24). <http://doi.org/10.1080/00137917908965215>
- Martellini, L. (2006). Managing Pension Assets: From Surplus Optimization to Liability Driven Investment. *EDHEC-Risk Institute*, 33(March), 18. Retrieved from <http://docs.edhec-risk.com/EIDETF-2006/doc/Managing Pension Assets.pdf>
- Mello, M. (2003). *A face oculta da reforma previdenciária*. Brasília. DF: Letrativa.
- Mesa-lago, C. (2005a). Assessing the World Bank report: Keeping the promise. *International Social Security Review*, 58(2–3), 97–117.
- Mesa-lago, C. (2005b). Social security in Latin America. *International Social Security Review*, 58(2–3), 2005.
- Metraux, A., & Alexander, S. (1961). The Inca Empire: Despotism or Socialism. *Diogenes*, 9(35), 78–98. <http://doi.org/10.1177/039219216100903505>
- Miceli, A. Di. (2016). A governança de sucesso do século XXI. *Revista Fundos de Pensão - Abrapp*, 7–14.
- Middleton, M. (1987). Nonprofit Boards of Directors: Beyond the Governance Function. In W. W. Powell (Ed.), *The Nonprofit Sector: A Handbook*. New Haven, Conn.: Yale University Press.
- Mishkin, F. S. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49–70. <http://doi.org/10.1257/jep.25.1.49>
- Mittelstaedt, H. F., & Olsen, J. C. (2003). An empirical analysis of the investment

- performance of the Chilean pension system. *Journal of Pension Economics and Finance*, 2(1), S1474747202001208. <http://doi.org/10.1017/S1474747202001208>
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (1991). *Power and accountability*. Dunmore: HarperBusiness.
- Monteiro, G. F. de A., & Zylbersztajn, D. (2012). A property rights approach to strategy. *Strategic Organization*, 10(4), 366–383. <http://doi.org/10.1177/1476127012457982>
- Mullan, P., & Brinkman, R. (2001). The imaginary time bomb: why an ageing population is not a social problem. *Journal of Economic Issues*, XXXV(3), 769–771. Retrieved from <http://search.proquest.com/docview/38298953?accountid=9630%5Chttp://zw4gk5cr3l.s>
[earch.serialssolutions.com/?ctx_ver=Z39.88-2004&ctx_enc=info:ofi/enc:UTF-8&rft_id=info:sid/ProQ:ibssshell&rft_val_fmt=info:ofi/fmt:kev:mtx:journal&rft.genre=unknown&rft.jtitle=](http://search.proquest.com/docview/38298953?accountid=9630%5Chttp://zw4gk5cr3l.s)
- Musacchio, A., & Lazzarini, S. G. (2015). *Reinventando o capitalismo de estado. O Leviatã nos negócios: Brasil e outros países*. São Paulo: Editora Schwarcz S. A.
- Nakahodo, S. N., & Savoia, J. R. (2008). A reforma da previdência no Brasil: estudo comparativo dos governos Fernando Henrique Cardoso e Lula. *Revista Brasileira de Ciências Sociais*. <http://doi.org/10.1590/S0102-69092008000100003>
- Nakamura, A., & Nakamura, M. (1981). On the Relationships Among Several Specification Error Tests Presented by Durbin, Wu, and Hausman. *Econometrica*, 49(6), 1583–1588. <http://doi.org/10.2307/1911420>
- Nese, A. de A. S. (2012). *O papel dos fundos de pensão como acionistas: um estudo com empresas brasileiras de capital aberto*. Dissertação de Mestrado, Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. São Paulo. Retrieved from <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1033>
- Nese, A. de A. S. (2013). *An agenda for board in brazilian pension funds: implications for governance as nonprofit organizations*. São Paulo. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/301554452_An_Agenda_for_Board_in_Brazilian_Pension_Funds_Implications_for_Governance_as_Nonprofit_Organizations
- Nese, A. de A. S., Silva, F. L. Da, & Machado Filho, C. A. P. (2014). *A reforma da seguridade ao servidor público no Brasil: Uma agenda para discussão da previdência complementar* (No. XVII SEMAD). São Paulo. Retrieved from <http://sistema.semead.com.br/17semead/resultado/trabalhosPDF/984.pdf>
- Nihon Rindō Kyōkai. (2003). *Migration and the Labour Market in Asia 2002. International Migration*. OECD Publishing. http://doi.org/10.1787/migr_labour-2002-en
- North, D. C. (1990). *Behavioral assumptions in a theory of institutions. Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- North, D. C. (1990). Institutions, institutional change, and economic performance. *Economic Perspective*, 5(1), 97–112.
- O'Neill, M., & Fletcher, K. (1998). *Nonprofit management education: U.S. and world perspectives*. Westport: Praeger.
- Okhmatovskiy, I. (2010). Performance implications of ties to the government and SOEs: A political embeddedness perspective. *Journal of Management Studies*, 47(6), 1020–1047. <http://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00881.x>
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (1999). *Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2006). Pension-system Typology. In *OECD Pensions at a Glance 2005* (p. 13). OECD Publishing.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2008). Private pensions and the 2008 turmoil in financial markets. *Pension Markets in Focus, December*(5), 3–9. Retrieved from <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/41770561.pdf>

- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2009). *OECD guilines for pension fund governance*. Paris: OCDE.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2013a). Expenditures on old-age and survivors' benefits. Retrieved December 2, 2013, from <http://www.oecd.org/statistics/>No Title
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2013b). Pension at a glance. G20 and OECD indicators. Retrieved May 10, 2014, from <http://www.oecd.org/statistics>
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2013c). *Pensions at a Glance 2013 OECD and G20 Indicators - Greece*. Retrieved from http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/pensions-at-a-glance-2013_pension_glance-2013-en
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2015). *Pension Markets in Focus*. Paris: OCDE.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. (2016). Private pensions assets (indicator). <http://doi.org/10.1787/e694378a-en>
- Ostrower, F., Stone, M. M. (2005). Governance: Research Trends, Gaps, and Future Prospects. In W. W. P. and R. Steinberg (Ed.), *The Nonprofit Sector: A Research Handbook*. (2nd ed.). New Haven, Conn: Yale University Press.
- Ouchi, W. G. (1980). Markets, Bureaucracies, and Clans. *Administrative Science Quarterly*, 25(1962), 129–141. <http://doi.org/10.2307/2392231>
- Paixão, L. A., Pinheiro, R. P., & Chedeak, J. C. S. (2005). Regulação dos investimentos nos fundos de pensão: evolução histórica, tendências recentes e desafios regulatórios. *Revista de Previdência*, 3(61), 35–53.
- Parente, P. M. D. C., & Santos Silva, J. M. C. (2012). A cautionary note on tests of overidentifying restrictions. *Economics Letters*, 115(2), 314–317. <http://doi.org/10.1016/j.econlet.2011.12.047>
- Partnoy, F. (2014). Financial Systems, Crises, and Regulation. *Oxford Handbook of Financial Regulation*, (14). <http://doi.org/10.1093/oxfordhnb/9780199687206.013.5>
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759–778. <http://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490118>
- Peng, M. W. (2003). Institutions Transitions. *Academy of Management Journal*, 28(2), 275–296.
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B., & Chen, H. (2009). The Institution-Based View as a Third Leg for a Strategy Tripod. *Academy of Management Perspectives*. <http://doi.org/10.5465/AMP.2009.43479264>
- Perotti, E. C., & von Thadden, E.-L. (2006). The Political Economy of Corporate Control and Labor Rents. *Journal of Political Economy*, 114(1), 145–175. <http://doi.org/10.1086/500278>
- Pfau, W. D. (2011). Emerging Market Pension Funds and International Diversification. *Journal of Developing Areas*, 45(1), 1–17.
- Phan, H. V, & Hegde, S. P. (2013). Corporate Governance and Risk Taking in Pension Plans: Evidence from Defined Benefit Asset Allocations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(3), 919–946. <http://doi.org/10.1017/S0022109013000227>
- Pierson, P. (1996). The new politics of the welfare state. *Word Politics*, 48(2), 143–179.
- Piketty, T. (2014). *Capital in Twenty-First Century* (1st ed.). London: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Pinheiro, R. P. (2007). *A demografia dos fundos de pensão* (Vol. 24). Brasília, DF.
- Pinheiro, R. P. (2008). Educação financeira e previdenciária, a nova fronteira dos fundos de pensão. In *Fundos de Pensão e Mercado de Capitais* (p. 13). São Paulo: Instituto San Tiago Dantas de Direito e Economia e Editora Peixoto Neto. Retrieved from

- http://www.mps.gov.br/arquivos/office/3_090420-113416-244.pdf
- Pino, A., & Yermo, J. (2010). The impact of the 2007-2009 crisis on social security and private pension funds: A threat to their financial soundness? *International Social Security Review*, 63(2), 26.
- Pinto, A. C. F. (1984). Efeito da regulamentação econômica: O caso dos investidores institucionais. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, 10(31), 191–220. Retrieved from <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/230/000100624.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Portaria PREVIC n. 197. (2015). (2015, 14 de abril)Divulga a Estrutura a Termo de Taxa de Juros Média , para o exercício de 2015 , de que trata a Instrução Previc nº 19 de 04 de fevereiro de 2015 (pp. 15–18). Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Portaria PREVIC n. 297. (2016). (2016, 29 de junho). Dispõe sobre reconhecimento de instituições certificadoras autônomas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc, para fins do processo de habilitação previsto na Resolução nº 19, de 30 de março de 2015, do Con. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Pound, J. (1992). Raiders, targets and politics: the history and future of American corporate control. *Journal of Applied Corporate Finance*, 5(3), 6–18.
- Professional Risk Management International Association. (2009). PRMIA Principles of good governance. Professional Risk Managers' International Association.
- Projeto de Lei Complementar n. 274. (2016). (2016, 14 de Abril). Altera as Leis Complementares números 105/2001, 108/2001 e 109/2001 (p. 7). Brasília, DF: Câmara dos Deputados.
- Projeto de Lei Complementar no. 268. (2016). (2016, 7 de junho). Altera a Lei Complementar no. 108 de 29 de maio de 2001, para aprimorar os dispositivos de governança de entidades fechadas de previdência complementar de patrocínio público. (pp. 1–5). Brasília, DF: Câmara dos Deputados.
- Proposta de Emenda à Constituição n. 287. (2016). (2016, 7 de dezembro) *Propõe a alteração da Constituição para dispor sobre a seguridade social*. Brasília, DF: Câmara dos Deputados.
- Rattner, H. (2010). Meio ambiente, saúde e desenvolvimento sustentável. *Revista Espaço Acadêmico*, 106(Março), 91–101. Retrieved from <file:///C:/Users/Banesprev/Downloads/7948-33987-1-PB.pdf>
- Resolução CGPC n. 07. (2003). (2003, 04 de dezembro). Regulamenta o § 2º do artigo 1º e os artigos 7º, 8º e 60 do Regulamento Anexo à Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.121, de 25 de setembro de 2003 (Conselho d). Brasília. DF: Diário Oficial da União.
- Resolução CGPC n. 13. (2004). (2004, 1º de setembro). Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPC. Conselho de Gestão da Previdência Complementar. Brasília. DF.
- Resolução CMN n. 3792. (2009). (2009, 24 de setembro). Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Brasília, DF: Conselho Monetário Nacional. Banco Central do Brasil.
- Resolução CNPC n. 14. (2014). (2014, 24 de fevereiro). Altera a Resolução nº 26, de 29 de setembro de 2008, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar. Brasília, DF: Diário Oficial da União. Retrieved from <http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2014/04/Resolucao-n-14-de-24-fev.pdf>
- Resolução CNPC n. 15. (2014). (2014, 19 de novembro). Altera a Resolução nº 18, de 28 de

- março de 2006, do Conselho de Gestão da Previdência Complementar, que estabelece parâmetros técnico-atuariais para estruturação de plano de benefícios de entidades fechadas de previdência compleme (Conselho N). Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Resolução CNPC n. 19. (2015). (2015, 30 de março). Dispõe sobre os processos de certificação, habilitação e qualificação no âmbito das entidades fechadas de previdência complementar. Alterada pela Resolução CNPC nº 21, de 18 de junho de 2015. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Resolução CNPC n. 21. (2015). (2015, 18 de junho). Altera o art. 5º da Resolução n. 19, de 30 de março de 2015, do Conselho Nacional de Previdência Complementar e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Resolução CNPC n. 22. (2015). (2015, 25 de novembro). Altera a Resolução CGPC nº 26, de 29 de setembro de 2008 e o Regulamento anexo à Resolução CGPC nº 18, de 28 de março de 2006. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Resolução CNPC n. 8. (2011). (2011, 31 de outubro). Dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Brasília, DF: Diário Oficial da União.
- Resolução CNPC n. 9. (2012). (2012, de 29 de novembro). Altera a Resolução no 18, de 28 de março de 2006 do CNPC, que estabelece parâmetros técnico-atuariais para estruturação de plano de benefícios de entidades fechadas de previdência complementar. Brasília, DF: Conselho Nacional de Previdência Complementar.
- Roe, M. J. (2006). Legal origins, politics, and modern stock markets. *Harvard Law Review*. <http://doi.org/10.2307/40042609>
- Roll, R., & Ross, S. A. (1984). The Arbitrage Pricing Theory Approach to Strategic Portfolio Planning. *Financial Analysts Journal*. <http://doi.org/10.2469/faj.v40.n3.14>
- Rutterford, J., Upton, M., & Kodwani, D. (2006). *Financial strategy*. (J. Rutterford, M. Upton, & D. Kodwani, Eds.). John Wiley & Sons.
- Ryan, L. V., & Schneider, M. (2002). The antecedents of institutional investor activism. *Academy of Management Review*. <http://doi.org/10.5465/AMR.2002.7566068>
- Sargan, J. D. (1958). The estimation of economic relationships using instrumental variables. *Econometrica*, 26(3), 393. <http://doi.org/10.2307/1907619>
- Schincariol, J., Sales, R., & Jubé, A. (2016). Temer diz que PEC pode ser revista pelo próximo governo. Retrieved October 18, 2016, from <http://www.valor.com.br/politica/4743909/temer-diz-que-pec-pode-ser-revista-pelo-proximo-governo>
- Securato, J. R. (1999). *Cálculo financeiro das tesourarias*. São Paulo: Saint Paul.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Sharpe, W. F. (1966). Mutual fund performance. *Journal of Business*, 39(1), 11–138.
- Shiller, R. J. (2002). Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion. *Financial Analysts Journal*. <http://doi.org/10.2469/faj.v58.n3.2535>
- Shiller, R. J. (2003). Inequality Insurance: Protecting the Distribution of Income. (2003). Inequality Insurance: Protecting the Distribution of Income. In *The New Financial Order: Risk in the 21st Century* (pp. 149–164). Princeton: Princeton University Press. Retrieved from <http://press.princeton.edu/chapters/i7479.pdf>
- Shiller, R. J. (2013). *Finance and the good society*. *Finance and the Good Society*. <http://doi.org/http://www.aeaweb.org/aer/>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Simão, E., & Oliveira, R. (2015, May 5). Déficit de 43 fundos de pensão atinge R\$ 22

- bilhões. *Valor Econômico*. São Paulo. Retrieved from http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado_Estatístico_02_2015.pdf
- Smith, A. (1934). *The Wealth of Nations*. <http://doi.org/10.2307/2221259>
- Smith, S. (2011). Responsible Investment: Coming on Strong. *Canadian Benefits & Compensation Digest*, (August), 6.
- Sommerville, D. (2009). *The Complete Illustrated History of World War Two: An authoritative account of the deadliest conflict I human history with analysis of decisive encounters and landmark engagements*. London: Lorenz Books.
- Sourd, V. Le. (2007). *Performance measurement for traditional investment literature survey*. EDHEC Risk and Asset Management Research Centre. Nice. Retrieved from http://www.edhec-risk.com/performance_and_style_analysis/perf_measurement/index_html/attachments/EDHEC_Publi_performance_measurement_for_traditional_investment.pdf
- Speckbacher, G. (2008). Nonprofit versus corporate governance: An economic approach. *Nonprofit Management and Leadership*, 18(3), 295–320. <http://doi.org/10.1002/nml.187>
- Stephans, J. D. (1979). *The transition from capitalism to socialism: The democratic class struggle*. London: Macmilan.
- Stewart, F., & Yermo, J. (2008). Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions. *Financial Market Trends*, 223–264. <http://doi.org/1995-2864>
- Stone, A., Levy, B., & Paredes, R. (1992). *Public institutions and private transactions: The legal and regulatory environmet for business transactions in Brazil and Chile*. Washington, DC.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (2005). *Informe Estatístico - 2005*. Brasília, DF.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (2011). *Guia PREVIC: Melhores práticas em investimentos*. Brasília, DF, DF: Ministério da Previdência Social. Superintendência Nacional de Previdência Complementar.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (2012). *Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar*. Brasília, DF: Superintendência Nacional de Previdência Complementar.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (2015). *Estatística Trimestral – Dezembro 2014*. Brasília, DF.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar. (2016). *Estatística Trimestral – Junho 2016*. Brasília, DF.
- Tafner, P. (2007). Seguridade e Previdência: Conceitos Fundamentais. In P. Tafner & F. Giambiagi (Eds.), *Previdência no Brasil: Debates, Dilemas e Escolhas* (pp. 29–63). Rio de Janeiro: IPEA. Retrieved from http://www.en.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/livros/Arq07_Cap01Seguridade_21.pdf
- Tafner, P. (2012). Desafios e reformas da previdência social brasileira. *Revista USP*, 93(março/maio), 137–156.
- Tan, M. G., & Cam, M.-A. (2015). Does governance structure influence pension fund fees and costs? An examination of Australian not-for-profit superannuation funds. *Australian Journal of Management*, 40(1), 114–134. <http://doi.org/10.1177/0312896214525179>
- Tarantini Junior, W. (2013). *Estrutura de capital: o papel das fontes de financiamento nas quais as companhias brasileiras se baseiam*. Ribeirão Preto.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705. <http://doi.org/10.2307/3094306>
- Tihanyi, L., Johnson, R. A., Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. (2003). Institutional ownership

- differences and international diversification: The effect of boards of directors and technological opportunity. *Academy of Management Journal*, 46(2), 195–211. <http://doi.org/10.2307/30040614>
- Tonks, I. (2006). *Pension Fund Management and Investment Performance*. (Gordon L. Clark, A. H. Munnell, & J. M. Orszag, Eds.) *The Oxford Handbook of Pensions and Retirement Income*. Oxford University Press. <http://doi.org/10.1093/oxfordhnb/9780199272464.003.0023>
- Treynor, J. L. (1965). How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review*, 43(1), 63–75. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=3866364&site=ehost-live>
- Tribunal de Contas da União [TCU]. (2014). *Relatório Sistêmico de Fiscalização - Previdência Social*. Brasília, DF.
- Tricker, R. I. B. (1984). *Corporate governance*. London: Gower.
- Turner, A. (2006). Pensions, risks, and capital markets. *The Journal of Risk and Insurance*, 73(4), 559–574.
- United Nations. (2006). *Principles for Responsible Investments*. United Nations. Washington, DC. Retrieved from <http://www.abrapp.org.br/Documentos Pblicos/PRIPortugues.pdf>
- Valle, M. R. do. (2008). Estrutura de capital de empresas brasileiras num ambiente de altas taxas de juros e na presença de fontes diferenciadas de financiamento. *The Journal of Finance*, 106. Retrieved from <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/96/tde-25062008-123025/>
- Viana, A. L. (1997). O estado de bem-estar no contexto atual: As políticas sociais e as políticas de saúde no contexto do processo de globalização. In S. Gerschamn & M. L. . Vianna (Eds.), *A miragem da pós-modernidade: democracia e políticas sociais no contexto da globalização* (p. 11). Rio de Janeiro: Fiocruz.
- Viscardi, C. M. R. (2008). Experiências da prática associativa no Brasil (1860-1880). *TOPOI*, 9(16), 117–136.
- Webb, R., Beck, M., & McKinnon, R. (2003). Problems and Limitations of Institutional Investor Participation in Corporate Governance. *Corporate Governance*, 11(1), 65–73. <http://doi.org/10.1111/1467-8683.00302>
- Whiteford, P., & Whitehouse, E. (2006). Pension challenges and pension reforms in OECD countries. *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1), 78–94. <http://doi.org/10.1093/oxrep/grj006>
- Wilensky, H. (1975). *The welfare state and equality*. Berkeley: University of California Press.
- Williamson, O. E. (1985). *The economics institutions of capitalism*. New York: Free Press.
- Williamson, O. E. (2005). The economics of governance. *American Economic Review*, 95(2), 1–18. <http://doi.org/10.1257/000282805774669880>
- Willis Towers Watson. (2016). *The world's 300 largest pension funds – year ended 2015. Pension & Investments - Willes Towers Watson 300 Analisis*. New York. Retrieved from <https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2016/09/The-worlds-300-largest-pension-funds-year-ended-2015>
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Wiss, T. (2014). Pension fund vulnerability to the financial market crisis: The role of trade unions. *European Journal of Industrial Relations*, 21(2), 131–147. <http://doi.org/10.1177/0959680114530237>
- Wooldridge, J. M. (2009). *Introductory Econometrics, A Modern Approach* (4a.). Mason, OH: South-Western.

- World Bank. (1994). *Averting the old age crisis: Policies to protect the old and promote growth*. New York: Oxford University Press.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective: Review paper. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196–220. <http://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>
- Zagorchev, A., & Gao, L. (2015). Corporate governance and performance of financial institutions. *Journal of Economics and Business*, 82, 17–41. <http://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2015.04.004>

APÊNDICE A – Os dados demográficos e previdenciários

O Gráfico 10 abaixo apresenta o comparativo entre países e no Reino Unido de 2005 a 2011, parte de 79 anos para 81 anos a expectativa de vida ao nascer (OECD, 2013c).

Gráfico 10. Evolução da longevidade em anos de países da OCDE e Brasil.

Fontes: OECD Health: Key tables from OECD - ISSN 2075-8480 - © OECD 2013, Health Data: Health status: OECD Health Statistics (database). Dados Brasil: IBGE - Projeção da População do Brasil por Sexo e Idade para o Período de 1980 - 2050 - Revisão 2004.

Com relação à taxa de natalidade, o Gráfico 11 apresenta declínio deste indicador entre 1970 a 2010 e com projeção maior de redução até 2050.

Gráfico 11. Evolução da taxa de natalidade de países da OCDE e Brasil.

Fonte: OECD (2011), *Pensions at a Glance*, OECD Publishing, Paris (www.oecd.org/els/social/pensions/PAG); UN World Population Prospects - 2008 Revision.

Apesar de tendências demográficas, como o aumento da expectativa de vida e redução do índice de natalidade, ainda há controvérsias na teoria econômica sobre a extensão do

problema e o melhor conjunto de políticas para proteger a seguridade da geração mais longeva (Barr, 2006). As consequências impactam as tendências na relação entre trabalhadores ativos e população de idosos. O Gráfico 12 abaixo demonstra que o impacto para a previdência será de um número menor de trabalhadores contribuindo para a seguridade e um maior número de pessoas idosas dependendo da população economicamente ativa.

Gráfico 12. Evolução da taxa de ativos sobre idosos para países da OCDE e Brasil.

Fontes: Factbook 2012 - ISSN - © OECD 2012; Dados para Brasil em 1970 e 2010 e projeções dos países em 2050: IBGE, Dados Projetados para o Brasil de 1980 a 2050 - Revisão em 2008.

O contexto de crise se agrava quando se a idade de aposentadoria. Quanto mais cedo um trabalhador se aposenta e tem elevada sua longevidade, maior o número de anos de pagamento de benefícios ou de gastos sociais. Quando se compara a involução da razão entre trabalhadores ativos e aposentados, a situação se agrava ao combinar com a idade de entrada no benefício de aposentadoria. O Gráfico 13 abaixo representa a idade média de aposentadoria entre homem e mulheres.

Gráfico 13. Comparativo de idade para aposentadoria - países da OCDE.

Fonte: Elaboração da autora a partir de dados de relatório da OECD Pensions at a Glance (www.oecd.org/els/social/pensions/PAG), life expectancy estimates are from UN World Population Prospects 2008 Revision.

Dados da OCDE de 2001, já indicavam um gasto médio com previdência de seus países membros era de 7,4%. Mas já havia outros acima de 10%, como França e Alemanha. Já a Grécia era de 12,6% do PIB (Barr, 2006). O Gráfico 14 abaixo demonstra a evolução com dados de 2013 para o total de benefícios pagos através do sistema público e privado de previdência de países selecionados da OCDE em diferentes tipos de modelos.

Gráfico 14. Benefícios de países OCDE selecionados: % do PIB e modelos.

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da OECD Social Expenditures Database (SOCX) ; OECD Main Economic Indicators Database; Adema and Ladaique (2009).

APÊNDICE B – O resultado da CPI dos fundos de pensão

A investigação da CPI dos fundos de pensão (Câmara dos Deputados, 2016) se deu no âmbito de quatro entidades e de patrocínio público: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ), Fundação PETROBRAS de Seguridade Social (Petros) e Fundação dos Economistas Federais (Funcef), vinculada à Caixa Econômica Federal e Instituto de Seguridade Social dos Correios (Postalís). Dos casos que a CPI pode investigar envolvendo fundos de pensão, empresas e fundos de investimentos, foram constados os prejuízos, encaminhadas as conclusões para as medidas cabíveis pelos órgãos competentes e elaboradas proposições legislativas para que os casos não mais se repitam. A investigação, conclusões e proposituras foram dispostas em abril de 2016 através do relatório final da CPI. Até a data do relatório final, foram indiciadas 146 pessoas suspeitas de estarem envolvidas em esquemas de corrupção nos fundos de pensão investigados e com estimativa de R\$ 4,26 bilhões de prejuízo aos fundos, aproximadamente. O relatório propõe a responsabilização dos infratores na ordem civil e criminal ao Ministério Público. Relacionado à esfera administrativa, as conclusões foram encaminhadas à PREVIC, CVM e TCU para as medidas cabíveis. Por fim, o relatório apresenta proposituras legislativas que incluem: a) Processos e estrutura de governança das entidades de patrocínio público, como a definição do Comitê de Investimento com parecer técnico de caráter terminativo na decisão do investimento, dentre outras; b) Regras de destinação e utilização de superávit e equacionamento de déficit (regras de solvência); c) Recomendações ao CMN (Resolução CMN n. 3.792, de 2009) e à CVM, relacionado à fiscalização sobre as agências de *rating* no Brasil e de suas avaliações; d) Fortalecimento do modelo de órgão de fiscalização de forma que sejam adotadas condições que garantam maior estabilidade aos seus dirigentes, que se deixe claro o dever de informar fatos considerados relevantes e de haver clareza da responsabilidade administrativa das pessoas referidas no art. 63 da Lei Complementar n. 109, de 2001, por irregularidades infringidas frente à legislação de previdência complementar.

O Projeto de Lei Complementar n. 274 (2016), dentre as alterações apresentadas em resultado da CPI, como forma de resolver lacunas na governança que viabilizaram desvios de recursos e potencializaram os efeitos nos déficits de planos de benefícios sob a gestão das entidades, dispõe sobre o seguinte:

- a) Lei Complementar n. 105 (2001), ao incluir o compartilhamento de informações sigilosas com o órgão fiscalizador das entidades de previdência complementar, em atendimento ao disposto no art. 64 da Lei Complementar n. 109, de 29 de maio de

2001, para sua efetividade diante de práticas irregulares, ou suspeita de crimes para encaminhamento ao Ministério Público. Em vigor na data de publicação da Lei Complementar;

- b) Lei Complementar n. 108 (2001), referente à estrutura das entidades fechadas patrocinadas pelo poder público através da criação;
- c) comitê de investimentos como órgão colegiado e responsável pela elaboração de parecer técnico e apresentação prévia com caráter decisório. Sob pena de estarem nulas as decisões com responsabilização da administração, se efetivadas, para as decisões que necessitem de aprovação do conselho deliberativo ou que não estejam acompanhadas de autorização do conselho deliberativo. Como órgão colegiado, será formado pelos diretores executivos designados como administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ) e administrador responsável pelo plano de benefícios (ARPB); mais dois representantes escolhidos pelos participantes e assistidos, nomeados por maioria absoluta pelo conselho deliberativo:
 - de detalhamento para o parecer técnico prévio do Comitê de Investimentos, além dos riscos dispostos na Resolução CMN n. 3792 (2009); as perspectivas de retorno em diferentes cenários com variados níveis de estresse e comparação com outros ativos de risco menor;
 - quanto ao veto de propostas de investimentos e realocação de recursos: o membro do comitê de investimento que poderá ser parcial ou total com respectiva justificativa, recurso do veto ao conselho deliberativo com deliberação absoluta, não comportando o voto de qualidade;
 - da utilização de avaliação de agência de *rating* sem que esta substitua a devida análise de riscos conforme disposto em legislação;
 - da publicidade do parecer prévio e atas do comitê de investimentos aos participantes e assistidos;
 - a possibilidade de previsão de membros adicionais no comitê de investimentos;
 - da auditoria interna vinculada ao conselho deliberativo para auditar as demonstrações contábeis, os trabalhos da gestão da entidade e dos investimentos dos planos de benefícios. Esta auditoria ocorrerá sem prejuízo de auditoria externa prevista.;
 - a expressa obrigatoriedade dos requisitos mínimos dispostos na Lei, que passam a ser estendidos a todos os membros do conselho deliberativo, conselho fiscal e comitê de investimentos e, a inclusão da certificação mínima comprovada,

conforme disposto pelo órgão regulador e fiscalizador e da condição de participante ou assistido de um dos planos de benefícios da entidade por prazo mínimo antes da nomeação.

- d) na Lei Complementar n. 109 (2001): a divulgação de fatos relevantes aos participantes e assistidos, conforme estabelecido pelo órgão regulador e fiscalizador, a responsabilidade civil que não exclui a administrativa dos administradores de entidade, procuradores com poderes de gestão, membros de conselhos estatutários, o interventor e o liquidante, questão do sigilo não ser impeditivo para troca de informações entre PREVIC, BACEN, CVM ou a Secretaria da Receita Federal, nem junto ao Ministério Público. Em vigor na data de publicação da Lei Complementar.

Ainda com relação à Lei Complementar n. 108 (2001), de forma a aprimorar os mecanismos de governança no mesmo processo do Projeto de Lei Complementar n. 274 (2016) da CPI dos fundos de pensão, há o Projeto de Lei Complementar n. 268 (2016) do Senado Federal, atualizado em 07 de junho de 2016, que inclui a paridade para a existência de membros independentes no Conselho Deliberativo e Conselho Fiscal, que são independentes. Os membros e diretores não podem ter exercido atividades político-partidárias por doze meses antes da nomeação e após o mandato, estarão impedidos nos doze meses seguintes para prestar serviços às instituições financeiras.

Importante observar o disposto pela CGPAR (2016), que contribui para maior supervisão e fiscalização da governança das entidades patrocinadas por estatais. Qual seja, a auditoria interna da empresa estatal sobre a entidade patrocinada que inclui, dentre outras atividades, a relacionada ao desempenho de retorno dos investimentos: a política de investimentos da entidade e sua gestão, as despesas administrativas, a estrutura de governança e de controles internos. A CGPAR inclui ainda a obrigatoriedade da diretoria executiva das estatais patrocinadoras, acompanhar o plano de ação das entidades para as irregularidades encontradas com conhecimento ao conselho deliberativo e fiscal, fornecer orientação e assessoramento técnico aos membros indicados da patrocinadora ao conselho deliberativo e fiscal das entidades e apresentar relatório semestral ao conselho de administração sobre a EFPC. A vigência desta Resolução iniciou com a data de sua publicação em 12 de maio de 2016.

APÊNDICE C – A validade do CAPM para estimativa do alfa de Jensen

O fundamento para uso do CAPM ao estimar o retorno da carteira de ativos de investidores é de que as expectativas são homogêneas. Em outras palavras, as informações são simétricas na medida em que os investidores possuem as mesmas expectativas em relação aos retornos dos ativos, variância e covariância. Sendo assim, todos os investidores alocariam seus recursos em carteira de ativos ótima que, em princípio, seria formada por todos os ativos negociáveis e obteriam o retorno de mercado (Connor & Korajczyk, 1995; Fama & French, 1996; Roll & Ross, 1984).

Sob estas circunstâncias, os investidores diversificarão seus ativos através de uma alocação ótima ao nível de risco escolhido. A expectativa é de haver uma taxa de excesso sobre o retorno médio de mercado, a partir da diversificação escolhida pelo investidor (Lintner, 1965). Sendo assim, a lógica do CAPM observa a relação entre retornos esperados e riscos esperados (*ex-ante*) que remunera o investidor pelo risco sistemático da alocação ótima de ativos.

A lógica do CAPM é de que, em equilíbrio de mercado, haverá um retorno médio esperado e, ao observar o retorno entre investidores, uma simples comparação poderia considerar um retorno passivo a um ou mais índices de mercado. Já uma abordagem mais sofisticada consideraria a observação do retorno frente a diferentes ativos de mercado ajustados ao retorno livre de risco de um ativo (Blake, Elton & Gruber, 1993).

Para testar a validade do modelo CAPM é necessário transformar as expectativas (*ex-ante*) nos dados observados (*ex-post*) para que este seja válido e possa ser estimado o alfa. São necessárias as seguintes condições:

- a) o intercepto não pode ser significativamente diferente de zero;
- b) o beta é o fator único que explica o retorno do fundo de pensão;
- c) a relação entre beta e retorno é linear;
- d) para um longo período, observa-se o retorno da carteira de mercado superior a *proxy* para retorno livre de risco.

De forma a analisar a validade do beta do CAPM foram testadas as regressões por fator único e duplo-fatores através da abordagem de Fama e MacBeth (1973).

APÊNDICE D – O cálculo para retorno de investimentos

Segundo Tonks (2006), os gestores de fundos de pensão são avaliados pelo desempenho da carteira de ativos em termos de risco e retorno. O retorno de investimentos em um dado período $(t, t + 1)$, sem entrada de caixa é determinado a partir da seguinte fórmula:

$$r_{i,t+1} = \frac{(mv_{i,t+1} + divs_{i,t} - mv_{i,t})}{mv_{i,t}} \quad (11)$$

Sendo que $r_{i,t+1}$ corresponde ao retorno do fundo de pensão i ao fim do período denominado $t + 1$, $divs_{i,t}$ são os rendimentos recebidos pelo fundos de pensão sobre o investimento no fim do período, $mv_{i,t}$ é o valor de mercado do fundo no tempo t . À medida que o plano de benefícios amadurece, por exemplo, haverá participantes aposentados e recebendo benefícios e participantes ativos em fase de contribuição. Significa que haverá, tanto entrada de contribuições como saída de recursos para pagamento de benefício.

Nesse caso, a fórmula (1) é um método básico de cálculo de retorno para uma carteira de composição fixa, sem a dinâmica de entrada e saída de recursos. Para que o cálculo do retorno da carteira reflita o desempenho de fato da carteira sem reflexo destas variações, são necessárias modificações na fórmula (Baima, 1998; Sourd, 2007). Segundo Sourd (2007), são três os métodos atualmente utilizados e que contemplam a dinâmica do fluxo de caixa. São eles: 1) A *Internal Rate of Return* (IRR), traduzida aqui como Taxa Interna de Retorno (TIR). 2) A *Capital-Weighted Rate of Return* (CWR), traduzida nesta pesquisa como taxa ponderada de retorno sobre o capital e 3) A *Time-Weighted Rate of Return* (TWR), ou taxa de retorno ponderada no período na tradução aqui pontuada.

O método CWR é a relação entre a variação do valor da carteira durante o período e a média do capital investido no mesmo período. A fórmula de cálculo é a seguinte:

$$r_{CWR} = \frac{(mv_{i,t+1} + divs_{i,t} - NI_{i,t} - mv_{i,t})}{mv_{i,t} + \left(\frac{1}{2}\right) NI_{i,t}} \quad (12)$$

Onde $NI_{i,t}$ representa o resultado do fluxo de caixa das entradas e saídas de recursos. A dinâmica de um plano maduro apresenta maior número de pagamento de benefícios do que

de entrada de contribuições, nesse caso se o valor é negativo. A fórmula 2 assume que as entradas e saídas ocorrem na metade do período. Para o cálculo mais acurado a fórmula seria:

$$r_{CWR} = \frac{(mv_{i,t+1} + divs_{i,t} - NI_{i,t} - mv_{i,t})}{mv_{i,t} + \frac{(t+1)-t}{t+1} NI_{i,t}} \quad (13)$$

Assumindo que há n fluxo de capital ou NI durante a evolução do período, a fórmula passa a considerar a somatória desses períodos alterando $NI_{i,t}$ para:

$$\sum_{i=1}^n NI_{i,t}$$

Através do método IRR ou TIR, assume-se um cálculo atuarial. Em que a taxa interna de retorno é a taxa de desconto em que o valor final obtido da carteira é igual à soma do seu valor inicial mais o fluxo de capital do período. Segue sua fórmula:

$$mv_{i,t} + \sum_{i=1}^{n-1} \frac{NI_{i,t}}{(1+r_{IRR})^{t_i}} = \left(\frac{mv_{i,t+1}}{(1+r_{IRR})^t} \right) \quad (14)$$

Sourd, (2007) destaca que a TIR ou IRR permite a obtenção de um resultado mais preciso que o CWR quando há um significativo número de fluxo de caixa de diferentes tamanhos e que, tanto o CWR como o IRR, são métodos utilizados se o valor da carteira não contempla o tempo em que houve as saídas e entradas no fluxo de caixa.

O método TWR tem por princípio a abertura do período em subperíodos, nos quais a composição do capital se mantém fixa. Seu resultado fornece uma média ponderada de retorno ao longo dos subperíodos. Esse cálculo assume que o saldo positivo do fluxo de caixa, assim como os rendimentos, são reinvestidos na carteira. O retorno para um subperíodo é escrito como:

$$r_{t+1} = \frac{(mv_{i,t+1} + divs_{i,t} - (mv_{i,t} + NI_{i,t}))}{mv_{i,t} + NI_{i,t}} \quad (15)$$

O retorno do período através desse método segue a seguinte fórmula:

$$r_{TWR} = \left[\prod_{i=1}^n (1 + r_{t+1}) \right]^{\frac{1}{t+1}} - 1 \quad (16)$$

Este método da taxa de retorno ponderada pelo tempo, permite a avaliação em separado dos movimentos de capital em que não é possível se controlar. Esta taxa mede o impacto das decisões de gestão sobre o desempenho da carteira. É um método de julgar a qualidade do gestor e permite que sejam comparados os resultados de diferentes gestores de forma objetiva, sendo recomendado pelo *Global Investment Performance Standards* (GIPS), traduzido pela autora como Normas Globais para Desempenho em Investimentos (Sourd, 2007).

Tonks (2006) destaca os métodos TWR e CWR como apropriados para o cálculo do retorno da carteira de investimentos de fundos de pensão. Baima (1998) afirma que a taxa de retorno ponderada, ou a TWR, é a mais apropriada forma de medir o retorno obtido pelo gestor do fundo de pensão. O autor esclarece que, ao contrário da TIR ou IRR, a TWR não é influenciada pelo tamanho ou data do fluxo de caixa sobre o qual não se tem controle e, dessa maneira, concorda que a TWR oferece padrão para comparação do desempenho de diferentes fundos em que o fluxo de caixa pode variar.

É importante considerar que parte do retorno de um investimento será devido ao movimento de um mercado de ações, por exemplo. De forma a isolar o desempenho do gestor do fundo com o desempenho da carteira, Tonks (2006) recomenda esta separação a partir da determinação de um *benchmark* para a carteira ou, índice de mercado. Porém, a escolha de um índice de mercado pode ser uma representação para alocação dos ativos de carteira de fundos de pensão, uma vez que investe em mais de um mercado. O autor sugere que sejam construídos índices de mercado a serem perseguidos pelos gestores na medida em que alocarem recursos em diferentes classes de ativos. Tendo em vista as especificidades de planos de benefícios como sua maturidade, ou volume de recursos, ou limitação risco, é normal que sejam customizados diferentes índices a perseguir. Ele alerta que podem até ser manipulados para não evidenciar um desempenho indesejável.

Blake (1998, 2006) e Martellini (2006), sugerem o uso de *liability-driven benchmarks*, ou na tradução da autora como índices direcionados para o passivo. Tonks (2006), porém, destaca a questão de não ser clara a obtenção adequada da taxa de desconto para estimativa do passivo. No caso dos fundos de pensão brasileiros e para os planos BD e CVs, a (Resolução CNPC n. 15, 2014) determina a forma de cálculo da taxa de desconto do passivo. Essa forma

tem como base a estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ), observada pela média dos três últimos anos, baseadas nos títulos públicos federais indexados aos Índices de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) e a *duration*, ou duração do fluxo de benefícios projetados atuarialmente.

A partir dos fundamentos apresentados, o dado para retorno dos investimentos do fundo de pensão ao ano foi operacionalizado pela ABRAPP conforme solicitado pela fórmula 5 acima. Desta forma, este dado reflete o desempenho da carteira sem considerar a dinâmica de entrada e saída de recursos. Tal metodologia permite a observação da qualidade das decisões tomadas e a comparação de diferentes gestores.

A atual planificação contábil dos fundos de pensão, conforme determinado em legislação específica (Resolução CNPC n. 8, 2011), permite a observação direta da rentabilidade dos planos, sem considerar os efeitos de entrada e saída de recursos através da observação das variações de rendas. Assim, para esta pesquisa, a metodologia apresentada pela fórmula 5, conforme APÊNDICE B, foi adaptada para a fórmula 17 abaixo e operacionalizada pela ABRAPP que forneceu o dado:

$$r_{i,t} = \frac{Crédito_{conta\ 51} - Débito_{conta\ 52}}{Saldo\ Inicial_{conta\ 123} - Saldo\ Inicial_{conta\ 213}} * 100 \quad (17)$$

Onde, $Crédito_{conta\ 51}$ corresponde à conta contábil do fluxo de investimentos “Rendas”, “Variações Positivas” do fundo de pensão; $Débito_{conta\ 52}$ representa a conta de “Deduções”, “Variações Negativas” do fluxo de investimentos. O resultado da diferença destas contas é observado diretamente através da rubrica “Resultado de Investimentos”, das demonstrações das mutações do patrimônio líquido dos planos. O $Saldo\ Inicial_{conta\ 123}$ é saldo da conta de “Realizável Investimentos” e $Saldo\ Inicial_{conta\ 213}$ é a conta de “Exigível Investimentos”. O resultado da diferença entre estas contas é observado na demonstração do ativo líquido através da rubrica “Ativo Líquido”.

APÊNDICE E – O retorno dos investimentos ajustado ao risco

A abordagem teórica desta seção apresenta os diferentes modelos de avaliação do risco e a necessidade de ajuste do retorno de forma a ser possível a comparação de desempenho nos diferentes fundos de pensão. As fórmulas de 7 a 11 apresentam abordagens para avaliação de riscos de carteiras que se complementam para avaliação de desempenho de carteiras. Por fim, destaca a abordagem que evolui para as fórmulas 12 a 14 que fundamentarão o estudo empírico da tese.

Seguem as principais medidas de risco observadas nos estudos de (Baima, 1998; Sourd, 2007; Tonks, 2006).

Índice Sharpe

A proposta apresentada por Sharpe (1966) avalia a retorno dos investimentos a partir da medida S de uma carteira.

$$S = (r_p - r_f)/\sigma_p \quad (18)$$

Onde r_p é o retorno obtido, r_f corresponde à taxa livre de risco, e o σ_p é desvio padrão do retorno da carteira. Segundo Tonks (2006), o índice Sharpe utiliza a *Capital Market Line* como seu *benchmark* e pode ser adequado para consideração de um fundo de pensão no investimento de recursos sob a sua gestão.

Índice de Treynor

Treynor (1965) destaca em sua proposta o uso da *Security Market Line* como um *benchmark* e T é a forma como uma carteira de ativos pode ser avaliação a partir de um *benchmark* sendo β_p o beta da carteira. Segue a fórmula:

$$T = (r_p - r_f)/\beta_p \quad (19)$$

Alfa de Jensen

O alfa de Jensen (1968) parte da diferença de retorno obtida pela carteira acima da *Security Market Line*. Para os fundos de pensão no Brasil, a *Security Market Line* é correspondente à taxa de juros oferecida através dos títulos públicos do governo. A obtenção desta diferença é chamada de alfa α :

$$\alpha_p = \{r_p - (r_f + \beta_p (Er_m - r_f))\} \quad (20)$$

Onde Er_m é a expectativa de retorno médio do mercado e α_p é o alfa de Jensen, que corresponde ao retorno anormal da carteira. O alfa de Jensen identifica se há uma gestão ativa da carteira, que se contrapõe a uma gestão passiva de investimento a uma taxa de juros livre de risco ou um índice de mercado. Tonks (2006) destaca que o alfa de Jensen tem a vantagem de ser adequado para avaliação de retornos de uma carteira gerados por múltiplos fatores. Essa avaliação decorre da *Arbitrage Pricing Theory* (APT) (Roll & Ross, 1984), ou traduzido como teoria de arbitragem. Assim, a fórmula do alfa de Jensen com n fatores é escrita como:

$$\alpha_p = r_p - r_f - b_{p1}F_1 - b_{p2}F_2 - b_{pn}F_n \quad (21)$$

Onde F_k é o prêmio de risco de cada fator.

“Information Ratio”

Essa abordagem é semelhante ao índice de Sharpe, porém, o desempenho da carteira é comparado com seu *benchmark* (Goodwin, 1998). Segue sua fórmula:

$$I = (r_p - r_b) / \sigma_{ER} \quad (22)$$

Onde, o r_p é a média do retorno da carteira p sobre o período, r_b é o retorno médio do *benchmark* da carteira observado no mesmo período e σ_{ER} é o *tracking error* e corresponde ao desvio padrão do retorno anormal durante do período. O *information ratio* compara o retorno sobre o *benchmark* com a decisão de tomada de risco, que corresponde ao *tracking error*. O *tracking error* é definido como o desvio sobre o *benchmark*.

“Appraisal Ratio”

Esta medida corresponde à parcela calculada pelo alfa de Jensen, porém, é devida ao risco não sistemático. O risco não sistemático corresponde ao risco que é reduzido com a diversificação dos ativos da carteira (Benston & Hagerman, 1974). Como observado por Baima (1998), o excesso de retorno pode ser observado por esta medida, como o ganho pela exposição ao risco da diversificação. Segundo o autor, os gestores ao adotarem esta exposição estão acreditando em informação privilegiada. Dessa forma, o *appraisal ratio* mede o retorno anormal por unidade de risco diversificação. Segue a fórmula:

$$A_p = \frac{\alpha_p}{\alpha(\varepsilon_p)} \quad (23)$$

Onde, A_p é a *appraisal ratio*; α_p é o alfa de Jensen; $\alpha(\varepsilon_p)$ é o desvio padrão dos resíduos que corresponde ao risco diversificável. A A_p indica a parte da variabilidade da carteira que não corresponde à variação da carteira de mercado. Quanto menor for o $\alpha(\varepsilon_p)$, mais próximo o retorno da carteira estará do mercado.

Faz-se importante destacar os principais problemas ao avaliar retorno de investimentos (Tonks, 2006). O autor observa que os principais problemas ao avaliar desempenho são: 1) O problema de não utilizar um *benchmark* apropriado para cálculo do retorno ajustado. Por exemplo, Fama e French (1996) argumentam não haver evidências para explicar o retorno anormal através de um CAPM¹⁵ com um único beta. 2) O modelo de alfa de Jensen, ao observar retornos anormais não permite a captura da habilidade de *Market-timing* do gestor quando este muda a composição da carteira para o movimento de mercado esperado. Nesse caso, essa habilidade deve ser testada pela teoria de múltiplos fatores, que faz parte do alfa de Jensen e avaliar o *timing* de um dos componentes. Segue o modelo sugerido por (Henriksson & Merton, 1981):

$$R_{pt} - r_f = \alpha_p + \beta_p(R_{mt} - r_f) + \delta_p(R_{mt} - r_f) + \eta_{pt} \quad (24)$$

Onde δ_p é um valor significativo de *Market timing*, η_{pt} é o desvio residual e $(R_{mt} - r_f) + = \text{Max}(0, R_{mt} - r_f)$. 3) A evolução do desempenho condicional no sentido de distinguir as habilidades de gestores de carteiras da simples vantagem de se predizer os movimentos de mercado ou fatores. Como solução, apresenta-se a proposta de Ferson e Schadt (1996) que permite condicionar fatores econômicos em parâmetros de *benchmark*. Segue a fórmula:

$$R_{it} - r_{ft} = \alpha_i + \beta_i(Z_{t-1})(R_{mt} - r_{ft}) + \gamma_i F_t + \varepsilon_{it} \quad (25)$$

Onde Z_{t-1} é indicativo da informação que está disponível no momento t e $\beta_t * (Z_t)$ são os betas condicionais. O γ_i é o *Market timing* significativo. Destaca-se que:

$$\beta_t * (Z_t) = b_o + B'_{Z_{t-1}} \quad (26)$$

¹⁵ O CAPM foi desenvolvido por Sharpe (1964). O modelo é utilizado para determinar a taxa de retorno teórica de um ativo em relação a uma carteira de mercado diversificada. O modelo relaciona o retorno e risco esperados de um ativo numa carteira e observa sua medida de risco através de um beta.

Sendo que $z_{t-1} = Z_{t-1} - E(Z)$ ou indicativo dos desvios de Z s das medidas não condicionantes. Importante destacar que para implementação dessa abordagem é necessário envolver a interação de termos entre retorno de mercado e instrumentos como: taxa dos títulos públicos, taxa de retorno, prêmio pelo risco de crédito ou *default*, a curva da estrutura a termo da diferença entre as taxas de juros dos títulos do governo de longo prazo e de curto prazo. 5) O *style-adjusted performance*, ou traduzido como o desempenho ajustado pelo estilo, segundo Tonks (2006), corresponde a questão de um *benchmark* de carteira ser construído através de um índice único ou de estilo de investimento customizado para *benchmark*. O problema está em identificar a composição do *benchmark* customizado para um ajuste adequado do retorno ao respectivo risco.

Assim como Jackowicz e Kowalewski (2012), ao avaliar desempenho de investimentos de fundos de pensão da Polônia, esta pesquisa emprega o alfa de Jensen, como apresentado pela metodologia da fórmula 20. Esta fórmula trata-se do alfa de Jensen (Jensen, 1968) para avaliar o desempenho de fundos de pensão no Brasil.