

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

ANTONIO PONTOGLIO JÚNIOR

O conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do Brasil: solução para o problema de agência ou busca de legitimidade?

ORIENTADORA: PROF. DRA. ELIZABETH KRAUTER

RIBEIRÃO PRETO

2019

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. André Lucirton Costa
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Jorge Henrique Caldeira de Oliveira
Chefe do Departamento de Administração

ANTONIO PONTOGLIO JÚNIOR

O conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do Brasil: solução para o problema de agência ou busca de legitimidade?

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Mestre em Ciências. Versão Corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP/USP.

ORIENTADORA: PROF. DRA. ELIZABETH KRAUTER

RIBEIRÃO PRETO

2019

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

Pontoglio Júnior, Antonio

O conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do Brasil: solução para o problema de agência ou busca de legitimidade? Ribeirão Preto, 2019.

272 p. : il. ; 30 cm

Dissertação de Mestrado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto/USP. Área de concentração: Administração de Organizações.

Orientadora: Krauter, Elizabeth.

1. Fundos de pensão. 2. Governança corporativa. 3. Conselheiro Independente. 4. Problema de Agência. 5. Legitimidade.

FICHA DE APROVAÇÃO

PONTOGLIO JÚNIOR, Antonio. **O conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do Brasil: solução para o problema de agência ou busca de legitimidade?** 2019. 272 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Organizações) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2019.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof.(a) Dr.(a) _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof.(a) Dr.(a) _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof.(a) Dr.(a) _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por mais esta conquista.

Agradeço à minha esposa pelo amor, o carinho, a compreensão e o apoio constantes. Aos meus filhos pela inspiração e pelo auxílio em vários momentos deste trabalho. Aos meus pais, pela paciência e por terem suportado a diminuição do convívio nos últimos dois anos.

Agradeço à professora e orientadora Dra. Elizabeth Krauter por ter me acolhido neste desafio, pelo apoio incondicional e pelo incentivo em aprofundar conhecimentos sobre governança corporativa.

Agradeço aos professores da banca de qualificação Dr. Marcelo Augusto Ambrozini e Dr. Joaquim Rubens Fontes Filho, pelas importantes contribuições para o desenvolvimento do estudo. Aqui é importante e necessário reconhecer o domínio de conhecimentos específicos e a competência do professor Joaquim Rubens em clarear os meus objetivos e o melhor caminho para o alcance do resultado desta pesquisa.

Agradeço aos professores do Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da FEARP-USP (PPGAO) pelos ensinamentos transmitidos e pelo companheirismo, de modo especial à Dra. Sonia Valle Walter Borges de Oliveira.

Agradeço o auxílio dos servidores da secretaria do PPGA0 e da biblioteca da FEARP, de modo especial à bibliotecária Maria Cristina Manduca Ferreira.

Agradeço a todos os colegas contemporâneos do PPGA0 que compartilharam das mesmas expectativas, angústias e conquistas.

RESUMO

PONTOGLIO JÚNIOR, Antonio. **O conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do Brasil**: solução para o problema de agência ou busca de legitimidade? 2019. 272 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Organizações) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2019.

O objetivo principal desta pesquisa é identificar o efeito predominante da participação de conselheiros independentes nos fundos de pensão públicos do Brasil, entre solução para o problema de agência ou reforço da legitimidade organizacional. O estudo tomou como ponto de partida a dissonância entre a proposta do Senado Federal brasileiro e a posição da entidade que representa o segmento no País sobre a introdução de conselheiros independentes no conselho deliberativo dessas fundações. A pesquisa é de natureza descritiva e tem como aporte as teorias da agência e institucional. Uma amostra de 76 fundos de pensão públicos do Brasil foi estudada com o uso da análise de conteúdo de documentos e de dados compilados em tabelas de frequência e gráficos de dispersão. Os resultados sugerem que a introdução do conselheiro independente na estrutura de governança teria efeito predominante no reforço da legitimidade organizacional, abrangendo 40 fundações ou 52,5% dos casos. Para 36 fundos com alto potencial de problemas de agência, dos quais 31 estão conjugados com baixa legitimidade organizacional, a presença de um conselheiro independente especialista teria efeito predominante no reforço do monitoramento da gestão e no aconselhamento estratégico. O exame da composição dos ativos de investimentos e da presença de mecanismos mitigadores de problemas de agência na estrutura de governança evidenciaram, sob vários enfoques, limitações de escala no conjunto de fundos de pensão públicos do Brasil. Para 83% da amostra observou-se baixo isomorfismo normativo e mimético para práticas de governança corporativa voluntárias relacionadas a princípios de prestação de contas e de transparência. Como relevância para a área do conhecimento, esta pesquisa possibilitou a criação de índices para classificação do potencial de problemas de agência e de legitimidade organizacional no âmbito dos fundos de pensão públicos brasileiros.

Palavras-chave: Governança corporativa. Fundos de pensão. Conselheiro independente. Problema de agência. Legitimidade.

ABSTRACT

PONTOGLIO JÚNIOR, A. **The independent director in Brazil's public pension funds: solution to the agency problem or legitimacy quest?** 2019. 272 f. Dissertação (Mestrado em Administração de Organizações) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019.

The main objective of this research is to identify the predominant effect of the participation of independent directors in public pension funds in Brazil, between solution to the agency problem or strengthening of organizational legitimacy. The study took as a starting point the dissonance between the proposal of the Brazilian Federal Senate and the position of the entity that represents these organizations in the country on the introduction of independent directors in the deliberative council of these foundations. The research is descriptive in nature and has the support of agency and institutional theories. A sample of 76 public pension funds in Brazil was studied using content analysis of documents and data compiled in frequency tables and scatter plots. The results suggest that the introduction of the independent director into the governance structure would have a predominant effect on strengthening organizational legitimacy, covering 40 foundations or 52.5% of cases. For 36 funds with high potential for agency problems, of which 31 are coupled with low organizational legitimacy, the presence of an independent director and specialist would have a predominant effect on reinforcing management monitoring and strategic advice. The analysis of the composition of investment assets and the presence of mechanisms that mitigate agency problems in the governance structure evidenced, under various approaches, scale limitations in Brazil's public pension system. Eighty three percent of the sample revealed low normative and mimetic isomorphism for voluntary corporate governance practices related to principles of accountability and transparency. As theoretical and academic implications, this research allowed the creation of indexes to classify the potential of agency problems and organizational legitimacy within Brazilian public pension funds.

Keywords: Corporate governance. Pension funds. Independent director. Agency problem. Legitimacy.

SUMÁRIO

| | | |
|--------------|--|----|
| 1 | INTRODUÇÃO | 17 |
| 1.1 | Contexto e Motivações | 17 |
| 1.2 | Problema de Pesquisa | 24 |
| 1.3 | Objetivos | 24 |
| 1.4 | Justificativa, Relevância e Contribuições da Pesquisa | 25 |
| 1.5 | Organização do Trabalho | 28 |
| 2 | PANORAMA DOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL | 29 |
| 2.1 | O Modelo Brasileiro de Previdência | 29 |
| 2.1.1 | <i>A Evolução do Marco Regulatório como Base para o Desenvolvimento das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil</i> | 29 |
| 2.2 | Principais Características dos Fundos de Pensão no Brasil | 38 |
| 2.2.1 | <i>Origem, Finalidade e Agentes</i> | 38 |
| 2.2.2 | <i>Crítérios de Segmentação – Natureza e Porte</i> | 40 |
| 2.2.3 | <i>Os Tipos de Benefício e os Perfis de Investimento</i> | 42 |
| 2.2.4 | <i>Os Órgãos de Regulação e de Controle</i> | 44 |
| 2.2.5 | <i>A Estrutura de Governança dos Fundos de Pensão Públicos</i> | 46 |
| 3 | REVISÃO BIBLIOGRÁFICA | 49 |
| 3.1 | Governança Corporativa e o Papel do Conselheiro Independente | 49 |
| 3.1.1 | <i>O Conselheiro Independente no Contexto da Teoria da Agência</i> | 50 |
| 3.1.2 | <i>O Conselheiro Independente no Brasil</i> | 56 |
| 3.1.3 | <i>Em Busca do Conselheiro Efetivo</i> | 61 |
| 3.2 | Teoria Institucional e a Legitimidade das Práticas de Governança | 66 |
| 3.2.1 | <i>O Contexto Institucional como Indutor do Isomorfismo</i> | 66 |
| 3.2.2 | <i>A Legitimidade no Centro da Teoria Institucional</i> | 69 |
| 3.2.3 | <i>Atributos e Papéis do Conselho de Administração</i> | 75 |
| 3.2.4 | <i>A Importância do Conselho de Administração para a Legitimidade Organizacional</i> | 80 |
| 3.3 | A Governança Corporativa nos Fundos de Pensão | 83 |
| 3.3.1 | <i>Características que Modelam a Governança dos Fundos de Pensão</i> | 83 |
| 3.3.2 | <i>Os Problemas de Agência e os Mecanismos de Controle e Incentivo</i> | 90 |

| | | |
|-----------|--|-----|
| 3.3.2.1 | A Relação Múltipla de Agência e a Quem Cabe o Direito de Reivindicar os Resíduos de Caixa | 90 |
| 3.3.2.2 | A Dispersão da Propriedade entre Participantes e Assistidos | 94 |
| 3.3.2.3 | A Assimetria de Informações | 96 |
| 3.3.2.4 | A Estrutura de Governança e o Processo Decisório | 96 |
| 3.3.2.4.1 | <i>A Composição, a Dinâmica e o Tamanho do Conselho de Administração/Deliberativo</i> | 97 |
| 3.3.2.4.2 | <i>A Formação Técnica e a Especialização dos Conselheiros</i> | 102 |
| 3.3.2.4.3 | <i>Os Incentivos para Conselheiros</i> | 104 |
| 3.3.2.5 | O Poder do Patrocinador na Gestão da Poupança Previdenciária nos Fundos de Pensão Públicos | 105 |
| 3.3.3 | <i>Os Fundos de Pensão Brasileiros à Luz da Teoria Institucional</i> | 114 |
| 3.3.4 | <i>Orientações da OCDE sobre a Composição e a Dinâmica da Estrutura de Governança dos Fundos de Pensão</i> | 117 |
| 3.3.5 | <i>A Visão da IOPS sobre a Independência do Conselho de Administração ..</i> | 120 |
| 4 | METODOLOGIA | 123 |
| 4.1 | População, Amostra e Dados | 125 |
| 4.2 | Definição de Categorias Analíticas para os Fundos de Pensão | 125 |
| 4.2.1 | <i>Os Problemas de Agência nos Fundos de Pensão – Definição Nominal e Operacional</i> | 126 |
| 4.2.2 | <i>A Legitimidade nos Fundos de Pensão – Definição Nominal e Operacional</i> | 132 |
| 4.2.2.1 | Legitimidade Regulatória | 133 |
| 4.2.2.2 | Legitimidade Normativa | 134 |
| 4.2.2.3 | Legitimidade Cultural-Cognitiva | 137 |
| 4.3 | Desenho da Pesquisa | 141 |
| 5 | APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS | 143 |
| 5.1 | Resultados para os Indicadores de Potencial de Problemas de Agência na Amostra de Fundos de Pensão Públicos | 143 |
| 5.1.1 | <i>Sobre a Predominância dos Planos BD</i> | 143 |
| 5.1.2 | <i>A Composição dos Ativos de Investimento</i> | 144 |
| 5.1.3 | <i>As Perdas nos Investimentos em Papéis da Economia Real</i> | 147 |
| 5.1.4 | <i>Características da Estrutura de Governança</i> | 149 |

| | | |
|--------------|--|------------|
| 5.1.4.1 | O Tamanho do Conselho Deliberativo | 149 |
| 5.1.4.2 | A Remuneração dos Conselheiros | 150 |
| 5.1.4.3 | O Comitê de Investimentos | 151 |
| 5.1.4.4 | Os Critérios de Formação da Diretoria Executiva e o Poder do Patrocinador | 152 |
| 5.1.4.5 | O Diretor de Investimentos | 153 |
| 5.1.4.6 | A Auditoria Interna | 155 |
| 5.2 | Resultados para os Indicadores de Legitimidade Organizacional na Amostra de Fundos de Pensão Públicos | 156 |
| 5.2.1 | <i>Legitimidade Regulatória</i> | 156 |
| 5.2.2 | <i>Legitimidade Normativa</i> | 157 |
| 5.2.3 | <i>Legitimidade Cultural-Cognitiva</i> | 159 |
| 5.3 | Análise Global dos Resultados | 165 |
| 6 | CONSIDERAÇÕES FINAIS | 195 |
| | REFERÊNCIAS | 203 |
| | APÊNDICE A – Relação das Entidades Fechadas de Previdência Complementar com Patrocínio Público no Brasil que Integram a Amostra desta Pesquisa | 231 |
| | APÊNDICE B – Resultados para os Indicadores do Potencial de Problemas de Agência na Amostra de Fundos de Pensão Públicos de Perfil I Previc, em Ordem Decrescente de Ativos de Investimento | 235 |
| | APÊNDICE C – Resultados para os Indicadores de Legitimidade Organizacional na Amostra de Fundos de Pensão Públicos de Perfil I Previc, em Ordem Decrescente de Ativos de Investimento | 237 |
| | APÊNDICE D – Resultados para os Indicadores do Potencial de Problemas de Agência na Amostra de Fundos de Pensão Públicos de Perfil II Previc com Ativos de Investimento acima de R\$ 2 bilhões, em Ordem Decrescente | 239 |
| | APÊNDICE E – Resultados para os Indicadores de Legitimidade Organizacional na Amostra de Fundos de Pensão Públicos de Perfil II Previc com Ativos de Investimento acima de R\$ 2 bilhões, em Ordem Decrescente | 241 |
| | APÊNDICE F – Resultados para os Indicadores de Potencial de Problemas de Agência na Amostra de Fundos de Pensão Públicos de Perfil II Previc com Ativos entre R\$ 500 milhões e R\$ 2 bilhões, em Ordem Decrescente ... | 243 |

| | |
|--|-----|
| APÊNDICE G – Resultados para os Indicadores de Legitimidade Organizacional na Amostra de Fundos de Pensão Públicos de Perfil II Previc com Ativos entre R\$ 500 milhões e R\$ 2 bilhões, em Ordem Decrescente ... | 245 |
| APÊNDICE H – Resultados para os Indicadores do Potencial de Problemas de Agência na Amostra de Fundos de Pensão Públicos de Perfil II Previc com Ativos de Investimento abaixo de R\$ 500 milhões, em Ordem Decrescente | 247 |
| APÊNDICE I – Resultados para os Indicadores de Legitimidade Organizacional na Amostra de Fundos de Pensão Públicos de Perfil II Previc com Ativos de Investimento abaixo de R\$ 500 milhões, em Ordem Decrescente | 249 |
| APÊNDICE J – Lista de Figuras sobre o Efeito Predominante do Conselheiro Independente na Amostra de Fundos de Pensão Públicos da Amostra, por Grupos de Perfil Previc/Porte | 251 |
| APÊNDICE K – Relação dos Fundos de Pensão Públicos da Amostra com Registro de Auto de Infração Aplicado pela Previc | 259 |
| APÊNDICE L – Relação de Associações de Participantes e Assistidos dos Fundos de Pensão Públicos da Amostra | 265 |
| APÊNDICE M – Coletânea de Notícias da Mídia Eletrônica sobre Irregularidades nos Fundos de Pensão Públicos da Amostra, no Período de 2016 a 2018 | 267 |

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contexto e Motivações

Na edição de 1996 do livro “A revolução dos fundos de pensão”, originalmente publicada em 1976, com o título de “A revolução invisível”, Peter Drucker argumenta que se o socialismo fosse caracterizado pela apropriação dos bens de capital pelos trabalhadores, então os Estados Unidos (EUA) teriam sido o primeiro país verdadeiramente socialista. A afirmação se refere ao fato de que, por intermédio dos seus fundos de pensão, os trabalhadores estadunidenses detêm parte significativa do capital das companhias (DRUCKER, 1996).

Passadas duas décadas, Ambachtsheer (2016), ao reforçar a abordagem de Peter Drucker, aponta para uma transformação do capitalismo, posto que os investidores institucionais se tornaram proprietários dominantes da economia do setor privado e que os fundos de pensão podem mover o capitalismo para uma geração de riqueza sustentável, menos propenso a crises e mais legítimo do que os ventos do capitalismo atual. E arremata, enunciando que os fundos de pensão são a única classe de investidor global com o dever fiduciário de investir ao longo de gerações.

A linha mestra desse processo de transformação passa por uma permanente reformulação dos sistemas de governança corporativa e do ambiente regulatório dos fundos de pensão, para que eles próprios se tornem sustentáveis, justos na sua atuação intergeracional e eficazes na administração das reservas dos participantes dos planos de aposentadoria (AMBACHTSHEER, 2016).

No papel de investidores institucionais, os fundos de pensão possuem peculiaridades em sua estrutura e governo, se comparados às organizações em geral. Com o principal objetivo de investir a poupança coletiva de um grupo de empregados de determinada organização, os fundos de pensão diferenciam-se conforme o tipo de patrocinador ou empresas instituidoras e de acordo com os planos de benefícios que administram, tornando-os um grupo específico de organização a ser estudado em suas ações e práticas.

Segundo Caamaño (2007), a gestão apropriada de recursos para garantir renda futura aos beneficiários dos planos de aposentadoria é a base para instituição e análise do processo de governança corporativa dos fundos de pensão. O papel da lei e das regras de governança nos fundos de pensão é assegurar que os participantes do plano de aposentadoria estejam protegidos de conflitos de interesses e garantir que a estrutura de governança seja compatível com os

incentivos e os riscos das partes interessadas numa relação de multiagência, em que patrocinador e participantes atuam, ao mesmo tempo, como principais e agentes, sobretudo no caso dos fundos de pensão públicos (DIAS, 2006; MAROSSY; YERMO, 2002).

No mundo todo, a regulamentação de governança dos fundos de pensão não nasceu pronta. De modo geral, foi sendo desenvolvida em resposta a casos de fraude ou apropriação indevida de ativos da poupança previdenciária. Dois exemplos podem ser mencionados: o Reino Unido e os EUA (DIAS, 2006).

Nos EUA, os padrões fiduciários introduzidos pela *Employee Retirement Income Security Act (ERISA)*, de 1974, a lei de segurança de renda de aposentadoria de empregados locais, foram em grande parte em resposta a casos de fraude na gestão de fundos de pensão e da insolvência de planos de aposentadoria causada pela falência do patrocinador. Da mesma forma, no Reino Unido, a decisão de aumentar a responsabilidade dos *trustees* – curadores ou administradores fiduciários (tradução nossa) – sobre a gestão do fundo de pensão e aumentar sua independência em relação aos patrocinadores representou resposta à malversação de recursos financeiros das reservas dos planos de aposentadoria (DIAS, 2006).

Em parte, como resultado dessa regulamentação imperfeita, o Brasil experimentou vários desvios na gestão dos fundos de pensão: inadequação da estrutura de governança, falta de transparência e escândalos envolvendo fundos de pensão controlados pelo Estado.

De acordo com Lima et al. (2015), os fundos de pensão brasileiros, também denominados entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) ou fundações, tendem a adotar predominantemente as práticas de governança legalmente impostas. Em outras palavras, é baixa a aplicação das normas que apenas recomendam a adoção e a divulgação de práticas importantes e legítimas, pelo simples fato de que seu descumprimento não implicará sanções para os gestores dos fundos.

No Brasil, ao se investigar indícios de aplicação incorreta de recursos entre os anos 1992 e 1995, a real contribuição da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) dos Fundos de Pensão de 1995 foi ter voltado a atenção para o futuro do sistema, procurando identificar falhas, razões de inoperância da fiscalização e brechas legais existentes, com a finalidade de propor alterações e medidas concretas (BRASIL, 2016a). Desse esforço, em 2001, originou-se o atual marco regulatório do sistema de previdência complementar brasileiro: as Leis Complementares 108 (BRASIL, 2001a) e 109 (BRASIL, 2001b), que avançaram sobremaneira na questão da governança dos fundos de pensão.

Em 18/04/2016, a publicação do relatório da CPI dos Fundos de Pensão 2014/2015, outra vez, revelou evidências, através de depoimentos e documentos apresentados pelos

representantes das entidades envolvidas, de que os fundos de pensão com patrocínio público no País, ou, simplesmente, fundos de pensão públicos (FPP), ainda estão sujeitos à influência do Estado no apoio a políticas governamentais, em detrimento de princípios basilares da governança corporativa tais como ética, equidade, responsabilidade na avaliação rigorosa e isenta dos riscos de investimentos e transparência com participantes e assistidos, acarretando ameaças à sustentabilidade dos planos de aposentadoria (BRASIL, 2016a).

A CPI dos Fundos de Pensão 2014/2015 investigou 15 casos de investimentos financeiros, realizados entre os anos 2003 e 2015, com indícios de aplicação incorreta de recursos e de ingerência externa na gestão da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), da Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS), da Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF) e do Postalís Instituto de Previdência Complementar (POSTALIS).

Um dos fatores investigados pela CPI, que impactou o déficit dos fundos de pensão, foi o baixo rendimento dos investimentos no período entre 2011 e 2015, abaixo da meta atuarial dos planos de aposentadoria administrados, sobretudo em razão de fraudes ou avaliação imprópria dos riscos e dos ativos objetos de investimentos (BRASIL, 2016a).

Nos casos do Postalís, da Petros e da Funcef foram evidenciadas irregularidades envolvendo fraude financeira, negligência na contratação e gestão de investimentos, além de gestão temerária mediante decisões unilaterais por parte de administradores do fundo. Além do mais, o Postalís incorreu no descumprimento de regras e procedimentos internos na contratação de serviços de administração e de controladoria fiduciária. Na Funcef, foi identificada fraude contábil. Em todos os casos, as irregularidades somaram perdas financeiras aos planos de aposentadoria das entidades envolvidas (BRASIL, 2016a).

No caso da Previ, a CPI não constatou elementos concretos que pudessem imputar culpa ou dolo na análise e aprovação inicial ou mesmo da reestruturação do investimento na Companhia Sete Brasil, muito embora tenha causado perdas (BRASIL, 2016a).

Além da apuração das irregularidades em todos os âmbitos, os desdobramentos do relatório da CPI implicam a necessidade de se aprimorar os mecanismos regulatórios e as práticas de governança do Sistema de Previdência Complementar Fechada, mirando o poder de investimento dos grandes fundos de pensão das estatais.

O ambiente de influência partidária pode contribuir para afastar a isenção técnica e profissional, elementos fundamentais para a administração de volumosas carteiras de recursos voltados para o pagamento de aposentadorias. A combinação de pessoas tecnicamente

incompetentes para condução dos investimentos e da gestão dos fundos de pensão propicia amplas possibilidades de influência externa, tornando difusa a identificação das responsabilidades operacionais (SILVA, 2015).

Durante ciclos de desenvolvimento econômico positivo e em projetos de boa atratividade, a apropriação de capital em investimentos capitaneados pelo Estado, via iniciativas de empresas estatais, acaba beneficiando a rentabilidade dos investidores, de modo específico os fundos de pensão patrocinados por essas empresas. Todavia, em ciclos de recessão ou de crise econômica, há o risco de que tais investimentos possam gerar resultados nefastos para o equilíbrio dos planos de aposentadoria, cujos prejuízos acabam sendo, por regras legais, distribuídos a todos, até mesmo à população em geral nos casos de fundos de pensão patrocinados por empresas estatais (DE CONTI, 2016).

De acordo com o Relatório de Estabilidade da Previdência Complementar (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018), a rentabilidade do sistema apresentou desempenho satisfatório em 2017. O rendimento médio do sistema foi 11,52%, para uma taxa de referência de 7,49% (INPC + 5,32% a.a.).

Não obstante o resultado positivo, a conjuntura deve se manter desafiadora à obtenção de rentabilidade compatível com as obrigações atuariais. A manutenção das taxas de juros em patamares historicamente baixos implica diminuição do retorno em ativos de renda fixa e aumento do passivo atuarial. Nessa conjuntura, observam-se movimentos de alocação de recursos em investimentos de maior risco, acompanhados pela supervisão e/ou revisão das metas atuariais (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

A maioria das fundações estima os resultados reais dos seus investimentos ainda em 6% ao ano. Por esse parâmetro planejam as aposentadorias dos seus participantes. Quanto maior o resultado dos investimentos, menores são as contribuições necessárias. Os Títulos Públicos do governo têm sido os principais investimentos dos fundos, que remuneram cada vez menos seus investidores. E logo estarão em 2 ou 3% ao ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

Há fundos preparados para um cenário de juros baixos na economia, mas tem muita fundação que ainda não ajustou o seu passivo à uma nova perspectiva econômico-financeira. No caso de redução de juros, eles serão obrigados a ajustar a taxa para a realidade da economia brasileira ou buscar investimentos com maior apetite de risco, conduzindo maiores recursos para o setor produtivo, para o financiamento das empresas de capital aberto e de investimentos estruturados. O lado extremo de tudo isso é as entidades fazerem investimentos com maior risco sem o devido preparo técnico (DE CONTI, 2016).

Uma indústria de fundos de pensão complexa, com investimentos sofisticados, tem limitado a atuação dos gestores como especialistas em todas as áreas da governança corporativa. Esse ponto ampliou o desafio de sustentabilidade dessas fundações, que na maior parte dos casos tem seus conselhos e diretorias executivas formados por representantes dos empregados e patrocinadores. Embora legitimados para a função de zelar pela maximização da poupança previdenciária dos participantes e assistidos, esses dirigentes podem não reunir todos os conhecimentos e a experiência compatíveis com o exercício de seu dever fiduciário.

Nesse aspecto, certificar a formação da estrutura de governança, monitorar a gestão e promover o crescimento sustentável dos sistemas de previdência complementar tornou-se papel fundamental dos órgãos de regulação e controle em todos os países, apoiados por um ambiente legal que preveja a proteção de todas as partes interessadas.

Formada em julho de 2004, a Organização Internacional dos Supervisores de Fundos de Pensão (INTERNATIONAL ORGANISATION OF PENSION SUPERVISORS (IOPS), 2008) reúne 87 membros e observadores que representam 77 países e territórios em todo o mundo, dos quais o Brasil passou a fazer parte em 2018. A organização coopera com outras organizações internacionais envolvidas no desenvolvimento de políticas de supervisão de fundos de pensão, incluindo a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), Banco Mundial, *International Social Security Association (ISSA)*, *International Association of Insurance Supervisors (IAIS)* e Fundo Monetário Internacional (FMI).

Em 2008, estudo da Iops, denominado *Supervisory Oversight of Pension Fund Governance*, apontou que a qualidade das decisões do conselho de administração (CA) e a responsabilidade de prestar contas pode ser reforçada por uma voz independente, sem vínculo com patrocinadores e participantes, ou uma voz que represente todas as partes interessadas do fundo de pensão nos órgãos de governança (IOPS, 2008).

Nessa direção e com o objetivo de reforçar o ambiente legal para os FPPs e coibir a reincidência de fraudes financeiras ou a malversação de recursos da poupança previdenciária, o Poder Legislativo brasileiro formulou o Projeto de Lei Complementar PLP 268/2016 (BRASIL, 2016b), ao qual estão apensados os Projetos de Lei PLP 50/2011 (BRASIL, 2011), PLP 193/2015 (BRASIL, 2015a), PLP 266/2016 (BRASIL, 2016c), PLP 255/2016 (BRASIL, 2016d) e PLP 274/2016 (BRASIL, 2016e), propondo aprimoramento nos dispositivos de governança das EFPCs vinculadas à União, aos estados, ao Distrito Federal e aos municípios e a suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas.

Sob o argumento de que os ajustes legais propostos visam blindar os FPPs da ingerência externa, em especial as de caráter político-partidário, minimizando conflito de interesses na gestão das entidades e assegurando a sustentabilidade da poupança previdenciária, a proposta legislativa para alteração da Lei Complementar (LC) 108, de 29/05/2001 (BRASIL, 2001a), apresenta os seguintes principais ajustes na governança dessas entidades:

- a) a composição dos seis membros, para o conselho deliberativo e o conselho fiscal, passaria a contar com a presença de conselheiros independentes, sem nenhum tipo de afiliação ao fundo e ao patrocinador, na mesma proporção de representantes da entidade pública empregadora e dos beneficiários dos planos de aposentadoria;
- b) exigência de auditoria interna e de comitê de investimentos na estrutura de governança;
- c) seleção pública para composição da diretoria executiva; e
- d) mandato de dois anos para integrantes da diretoria executiva.

Além disso, o Projeto de Lei 268/2016 (BRASIL, 2016b) propõe que a escolha dos conselheiros independentes seja por meio de processo seletivo com resultado homologado pelo conselho deliberativo e pelo órgão fiscalizador do segmento, e selecione profissional com conhecimento e experiência compatíveis com as exigências para a gestão de uma entidade de previdência complementar. Outro ponto relevante é que, para bem conceituar o critério de independência, a proposta legislativa veda ao conselheiro independente:

- a) ter qualquer vínculo com a EFPC;
- b) ter sido empregado, preposto ou dirigente de patrocinador ou de alguma de suas subsidiárias;
- c) ser proprietário, dirigente ou empregado de sociedade ou empresa que ofereça serviços ou produtos à EFPC ou ao patrocinador; e
- d) receber outra remuneração ou vantagem da EFPC, além da prevista para membro do colegiado.

O conjunto das medidas apresentadas no referido Projeto de Lei Complementar induz à proposição de que a inclusão de *outsiders* – profissionais de mercado sem vínculos com o patrocinador – nos principais órgãos de governança dos FPPs no Brasil tornaria efetivo o monitoramento da gestão e traria maior independência nas decisões estratégicas, mitigando conflitos de interesses e contribuindo para a sustentabilidade da poupança previdenciária.

Na condição de representante das EFPCs no Brasil, a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP) divulgou em seu sítio eletrônico um posicionamento sobre tais propostas de ajustes na legislação dos FPPs no Brasil.

Embora a favor de se ampliar os mecanismos de transparência e de controle, além de apoiar a total vedação ao exercício de atividades político-partidárias na administração das EFPCs e a exigência de auditoria interna e de comitê de investimentos na estrutura de governança, respeitado o tamanho dos ativos de cada fundo, a Abrapp é contra à introdução de conselheiros independentes nos conselhos deliberativo e fiscal dos fundos de pensão, à seleção pública de diretores executivos e ao mandato de dois anos para a diretoria executiva (ABRAPP, 2017).

A Abrapp considera imprescindível a existência de vínculo prévio para os integrantes dos órgãos de governança para consecução dos objetivos das EFPCs de preservar e maximizar a poupança previdenciária de seus beneficiários, entendendo suficiente o critério atual que possibilita a gestão paritária composta apenas por membros indicados pelo patrocinador e eleitos pelos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria. Esse posicionamento reforça o interesse da Associação de evitar o ingresso, nos principais órgãos de governança, de pessoas estranhas ao quadro de participantes e assistidos dos FPPs.

Essa manifestação da Abrapp pode ser resumida na proposição de que o modelo atual de representatividade na estrutura de governança dos FPPs no Brasil é suficiente para assegurar o monitoramento da gestão e a independência nas decisões estratégicas.

O Quadro 1 resume as principais propostas legislativas para ajustes da LC 108/2001 e aduz a posição e os argumentos da Abrapp para cada item.

Quadro 1 – PLP 268/2016 - Resumo das propostas legislativas para melhoria da governança dos FPPs no Brasil e a posição da Abrapp

| Proposta Legislativa | Posição da Abrapp | Considerações da Abrapp |
|--|--|---|
| A composição do conselho deliberativo, integrado por no máximo 6 (seis) membros, será paritária entre conselheiros independentes, representantes dos participantes e assistidos e representantes do patrocinador | Contrária à adoção do conselheiro independente | Manter a composição paritária entre representantes do patrocinador e dos participantes e assistidos |
| A estrutura de governança das EFPCs deverá contar com auditoria interna e comitê de investimentos | Favorável com ressalva | Definir critério de exigência em função do volume de recursos garantidores da EFPC |
| Seleção pública para composição da diretoria executiva da EFPC | Contrária | Manter a exigência de vínculo prévio com a EFPC para integrar a diretoria executiva |
| Mandato de apenas dois anos para integrantes da diretoria executiva das EFPCs | Contrária | Manter o mandato de quatro anos |

Legenda: FPP = fundo de pensão público.

Fonte: Elaborado pelo autor.

1.2 Problema de Pesquisa

O contraponto entre as propostas do legislador brasileiro, apresentadas no Projeto de Lei Complementar PLP 268/2016 (BRASIL, 2016b), e a manifestação da Abrapp, exarada no *position paper* divulgado no seu sítio eletrônico (ABRAPP, 2017), remete ao problema desta pesquisa, expresso na seguinte questão: a introdução do conselheiro independente na estrutura de governança dos FPPs do Brasil pode ser considerada uma solução para o problema de agência ou mera busca de legitimidade?

1.3 Objetivos

Tendo em conta o interesse público da proposta legislativa do Senado Federal brasileiro, cujo debate pode ser aprofundado à luz da teoria da agência e da teoria institucional, o objetivo principal desta pesquisa é identificar o efeito predominante da participação de conselheiros independentes nos FPPs do Brasil, entre solução para o problema de agência ou reforço da legitimidade organizacional.

Para alcançar este objetivo geral, a pesquisa buscará atingir os seguintes objetivos específicos:

- a) consolidar análises de artigos acadêmicos sobre a existência e o papel esperado dos conselheiros independentes;
- b) avaliar a manifestação de entidades supranacionais sobre a independência de atuação dos CA nos fundos de pensão;
- c) identificar os principais problemas de agência nos fundos de pensão e a necessidade de legitimidade organizacional;
- d) definir variáveis de avaliação do problema de agência e classificar em categorias – *clusters* – os diferentes grupos de FPPs no Brasil; e
- e) criar variáveis de avaliação e *clusters* dos diferentes grupos de fundos da amostra com relação à importância da legitimidade,

A imposição por força de instituto legal de práticas de governança, que atualmente figuram como recomendações nos guias divulgados no País para o segmento, aliado a uma atuação efetiva dos órgãos de controle e fiscalização, poderia contribuir para elevação do nível de governança corporativa nos fundos de pensão (LIMA et al., 2015). Do mesmo modo, uma boa estrutura de governança pode ser um impedimento para a utilização inapropriada dos ativos dos fundos de pensão (SOUTO; MUSALEM, 2012).

Sob a perspectiva da teoria da agência, Lopes et al. (2010) reforçam que, por administrarem recursos financeiros de terceiros, os fundos de pensão devem suscitar confiança nas relações entre os beneficiários dos planos de aposentadoria – enquanto participantes e proprietários (principais) – e os gestores (agentes) do fundo de pensão, que pode ser viabilizada pela adoção e divulgação de boas práticas de governança corporativa.

No ambiente técnico, as proposições da teoria da agência seriam suficientes para explicar o comportamento do principal e do agente. Entretanto, à medida que o ambiente assume características institucionais, como no caso dos fundos de pensão, a teoria institucional teria maior poder explicativo para a escolha e a adoção de determinadas práticas de governança corporativa, mormente nos casos que implicam aumento dos custos de agência sem a agregação direta de valor (FONTES FILHO, 2004).

É nessa direção o foco do PLP 268/2016 (BRASIL, 2016b), em que o legislador, mediante pressões coercitivas externas previstas na teoria institucional, propõe a adoção de mecanismos clássicos da teoria da agência, como é o caso do conselheiro independente.

DiMaggio e Powell (1983) postulam que, ao longo do tempo, as organizações apresentam diversas semelhanças entre si, advindas do processo de isomorfismo, que, no contexto da teoria institucional, pode ser do tipo coercitivo, oriundo de pressões externas formais ou informais; mimético, quando a incerteza leva as organizações a tomarem outras como modelo; ou normativo, por pressões sociais ou profissionais.

Segundo essa teoria, os motivos que induzem à homogeneização de práticas de gestão podem se alterar de acordo com a organização. No caso dos fundos de pensão, a regulamentação intensiva, o campo organizacional – que representa a força das organizações de classe – e a busca pela legitimidade social – adoção de práticas que reforçam a confiança dos participantes dos planos de previdência – são os principais indutores nesse processo de isomorfismo institucional.

1.4 Justificativa, Relevância e Contribuições da Pesquisa

Em 2017, os ativos de pensão privada alcançaram um recorde de US\$ 43,4 trilhões na área da OCDE. Os fundos de pensão foram os principais investidores desses ativos – US\$ 28,5 trilhões ou 2/3 do total (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), 2018).

Estudo realizado por Sun e Hu (2014) concluiu que um aumento dos ativos dos fundos de pensão não só propicia capital para o mercado financeiro, mas também produz inovações em produtos financeiros, melhora a governança corporativa, o sistema regulatório e a supervisão, fatores cruciais para o desenvolvimento econômico e social de um país. Com base em resultados de regressões econométricas para 55 países, os autores verificaram que o aumento de 1% dos ativos dos fundos de pensão geraria um aumento de 0,15% a 0,23% de valor ao mercado, o que poderia explicar a diferença na taxa de desenvolvimento entre os países. A análise de dados em painel constatou ainda que o impacto dos fundos de pensão no desenvolvimento do mercado financeiro é expressivo, especialmente para países em desenvolvimento com regulação baseada em código civil, como é o caso brasileiro.

No Brasil, os fundos de pensão encerraram o ano de 2017 com um total de R\$ 841,9 bilhões em ativos, montante que correspondeu a 12,8% do Produto Interno Bruto (PIB), de acordo com dados da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), do Ministério da Economia (ME). O relatório contabiliza 306 fundos de pensão existentes, dos quais 89 contam com patrocínio público, que somavam R\$ 514,6 bilhões em ativos, ou seja, 61% do total do segmento (BRASIL, 2017d).

A expressividade dessa poupança previdenciária e a atual complexidade dos investimentos financeiros têm exigido maior profissionalismo na gestão das EFPCs e um ambiente regulatório atualizado. Isso torna cada vez mais determinante compreender de que forma a estrutura de governança dos fundos de pensão pode afetar a geração e a preservação de valor para o sistema de previdência complementar fechada, principalmente para as EFPCs patrocinadas por organizações estatais, por implicar o uso de recursos públicos nas contribuições do empregador, o que justifica o foco e a relevância desta pesquisa.

A Associação de Investidores no Mercado de Capitais (AMEC, 2016) preconiza que o avanço das ações em prol de melhores práticas de governança corporativa entre os investidores institucionais no Brasil, de modo particular os fundos de pensão, deve manter estreita relação com o incremento da poupança previdenciária e do mercado de capitais.

Como impulso à expansão do montante captado nos planos de aposentadoria, a Lei 12.618, de 30/04/2012 (BRASIL, 2012b), instituiu o regime de previdência complementar para os servidores públicos federais e criou os fundos de pensão dos servidores dos poderes executivo, legislativo e judiciário, com potencial de atender cerca de dois milhões de servidores brasileiros ao longo dos próximos anos. Em reforço dessa estratégia de revisão do modelo de previdência para o servidor público, o governo federal limitou ao teto do Instituto Nacional de

Seguridade Social (INSS) – R\$ 5.839,45 em janeiro/2019 – a aposentadoria dos servidores empossados a partir de fevereiro de 2013.

Em comparação com a ampla literatura sobre governança corporativa, o estudo sobre práticas de governança dos fundos de pensão ainda é pouco desenvolvido, de modo especial no Brasil, conforme se pôde constatar no processo de revisão bibliográfica desta pesquisa. A análise apresentada neste estudo é mais um passo para identificar questões teóricas desafiadoras e apontar lacunas para futuras pesquisas e debates sobre esse importante segmento econômico, para o qual a pesquisa acadêmica ainda é escassa.

Uma contribuição deste trabalho foi demonstrar aspectos que podem ser aprimorados na governança dos FPPs no País, em especial quanto à adoção de mecanismos que aprimorem a relação multiagência, a transparência e a prestação de contas na gestão dos ativos de investimento e a adoção de outras práticas legitimadoras, questão essencial para o novo contexto do sistema previdenciário e para o avanço da previdência complementar fechada dos servidores públicos, oportunidade para que todas as partes interessadas reflitam sobre alternativas para reforçar o quadro jurídico vigente, com o fim de assegurar a sustentabilidade e o cumprimento dos compromissos intergeracionais dessas fundações.

O diferencial deste estudo compreendeu:

- a) a análise consolidada e multiteórica das principais características de constituição e das práticas de governança corporativa de todo o conjunto de FPPs no Brasil, possibilitando identificar qual o nível de importância da adoção de mecanismos alternativos, a exemplo do conselheiro independente, para a mitigação de problemas de agência ou para a manutenção da legitimidade organizacional perante seus públicos de interesse;
- b) a evidenciação das limitações de escala na amostra de FPPs, mediante o exame da composição dos ativos de investimentos e da maior ou menor presença de mecanismos mitigadores de problemas de agência na estrutura de governança;
- c) a análise qualitativa dos principais documentos de governança corporativa dos fundos da amostra, tais como estatuto, política de investimentos, relatórios anuais de informações e demonstrações contábeis;
- d) a avaliação da legitimidade regulatória dos FPPs sob o prisma da gestão de investimentos;
- e) a avaliação da legitimidade normativa dos FPPs, utilizando como parâmetros a adesão a programas e códigos de investimento responsável, a programas de responsabilidade socioambiental e de educação financeira e previdenciária; e

- f) a avaliação da legitimidade cultural-cognitiva com ênfase em práticas que reforçam os princípios de prestação de contas e de transparência sobre a estrutura de governança e a gestão de investimentos.

Como relevância para a área do conhecimento, esta pesquisa possibilitou a criação de índices para classificação do potencial de problemas de agência e de legitimidade organizacional no âmbito dos FPPs brasileiros.

Desse modo, espera-se que as análises empíricas deste estudo, à luz das teorias da agência e institucional, contribuam para ampliar a discussão e o avanço das práticas de governança corporativa no segmento de previdência complementar fechada do Brasil.

1.5 Organização do Trabalho

Esta pesquisa está estruturada em seis partes. A parte I apresenta a introdução ao trabalho desta pesquisa. A parte II traz uma síntese do modelo brasileiro de previdência e um panorama dos fundos de pensão no Brasil, embasando a discussão do problema sob estudo.

A parte III consolida a revisão bibliográfica, abordando em três blocos:

- a) a governança corporativa e o papel do conselheiro independente no contexto da teoria da agência;
- b) a teoria institucional e a legitimidade das práticas de governança; e
- c) a governança dos fundos de pensão.

As partes IV e V apresentam, respectivamente, a metodologia utilizada para realização da pesquisa e a apresentação e análise dos resultados. E a parte VI, as considerações finais.

2 PANORAMA DOS FUNDOS DE PENSÃO NO BRASIL

2.1 O Modelo Brasileiro de Previdência

As informações reunidas nesta seção foram extraídas da Cartilha do Participante (BRASIL, 2008), publicada pela Previc, e do Relatório de Sustentabilidade dos Fundos de Pensão (ABRAPP, 2014).

O modelo brasileiro de previdência começou a ser materializado em 1977 com a Lei 6.435 (BRASIL, 1977), atualizada pela LC 109 (BRASIL, 2001b), e baseia-se em três pilares:

- a) previdência oficial – pilar I –, com um valor teto para as aposentadorias pagas;
- b) planos patrocinados por empresas e empregados – pilar II; e
- c) planos de previdência individuais e de livre escolha, comercializados por bancos e seguradoras, empresas com finalidade lucrativa – pilar III.

O atual regime de previdência complementar, que contempla o segundo e o terceiro pilares do modelo de previdência brasileiro, tem caráter facultativo, baseando-se na constituição de reservas que garantam o benefício contratado e está organizado em entidades fechadas e abertas. A diferença básica entre os dois tipos está no universo dos seus participantes.

No Brasil, os fundos fechados, ou fundos de pensão, integrando o segundo pilar, são do tipo institucional e exclusivos para funcionários de uma determinada empresa, servidores da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios (singular) ou grupo de empresas (multipatrocinado); e associações profissionais, classistas ou setoriais (instituído).

Por sua vez, compondo o terceiro pilar, os fundos abertos estão disponíveis para qualquer pessoa física que deseje aderir ou qualquer empresa que deseje oferecer o produto aos seus funcionários.

2.1.1A Evolução do Marco Regulatório como Base para o Desenvolvimento das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil

Esta revisão das práticas de governança corporativa no marco regulatório do segmento de previdência complementar fechada no Brasil foi referenciada no documento “Fundos de Pensão: Coletânea de Normas”, publicado, em 2017, pela Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar (SRPC) (BRASIL, 2017a). A análise foi complementada mediante consulta a alguns trabalhos acadêmicos e de especialistas sobre o tema.

A governança dos fundos de pensão envolve o controle gerencial das organizações e como elas são reguladas e supervisionadas. O objetivo básico da regulamentação de governança de fundos de pensão é minimizar os potenciais problemas de agência ou conflitos de interesses que possam surgir entre patrocinador, participantes e gestores do fundo, que podem prejudicar a segurança da poupança previdenciária e o pagamento dos benefícios (STEWART; YERMO, 2008).

Segundo Pinheiro (2007), a regulamentação da atividade dos fundos de pensão no Brasil se deu a partir do final da década de 1970, em consonância com a promulgação da ERISA, a lei estadunidense de previdência privada, e diante da necessidade de regulação do crescente mercado nacional de previdência privada, do fomento às companhias de capital aberto e da experiência de funcionamento de algumas entidades fechadas ligadas ao setor estatal.

Paixão (2006) acrescenta que, acompanhando a reformulação da lei das sociedades anônimas, o objetivo do legislador brasileiro foi disciplinar os fundos de pensão enquanto entidades captadoras de poupança popular, estimulando seu crescimento de modo que pudessem canalizar investimentos para aplicações em bolsa de valores. Dessa forma, com a publicação da Lei nº 6.435 (BRASIL, 1977), regulamentando o segmento, se formaram os primeiros fundos de pensão vinculados a empresas estatais.

Na década de 1980, vieram os fundos de pensão das empresas privadas, sobretudo as nacionais. Nos anos 1990, o sistema de previdência complementar brasileiro foi marcado pelas privatizações de empresas estatais federais e pela migração de planos de benefícios da modalidade de Benefício Definido (BD) para Contribuição Definida (CD), com o objetivo de mitigar a elevação do risco intergeracional característico dos planos BD (PINHEIRO, 2007).

No final da década de 1990, foi promulgada a Emenda Constitucional nº 20 (BRASIL, 1998), com o objetivo de, pela primeira vez, tratar a previdência complementar no âmbito constitucional e adequar os planos previdenciários das EFPCs das empresas estatais a regras mais rígidas. Até então, a foco do legislador estava voltado para a instituição de todo o sistema de previdência complementar, com baixa ênfase para as questões de representatividade das partes interessadas na gestão dos fundos e ao detalhamento da sua estrutura de governança com vistas a minimizar conflitos de interesses (PINHEIRO, 2007).

No início do Século XXI, a partir das propostas originadas pela Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) dos Fundos de Pensão de 1995, a regulamentação dos fundos de pensão foi alterada mediante a aprovação das LC 108 (BRASIL, 2001a) e 109 (BRASIL, 2001b). Esta última revogou a Lei 6.435 (BRASIL, 1977) e focalizou a gestão dos planos de benefícios, definindo regras gerais para a previdência complementar aberta e fechada do País.

A LC nº 109 (BRASIL, 2001b) foi elaborada em oito capítulos:

- a) disposições introdutórias (capítulo I);
- b) regras sobre planos de benefícios (capítulo II);
- c) sobre entidades fechadas e abertas de previdência complementar (capítulos III e IV);
- d) sobre a fiscalização destas entidades (capítulo V);
- e) sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial das entidades de previdência complementar (capítulo VI);
- f) sobre o regime disciplinar (capítulo VII); e
- g) disposições gerais sobre o regime de previdência complementar (capítulo VIII).

Esse novo marco regulatório incorporou medidas concretas para corrigir falhas do sistema, razões de inoperância da fiscalização e brechas legais existentes, constituindo uma nova estrutura normativa alinhada com a experiência internacional, refletindo a contínua evolução do segmento no País e dando um passo significativo para a incorporação de práticas de governança que minimizassem problemas de agência na relação entre patrocinadores, participantes e gestores dos planos de aposentadoria.

Nesse novo ambiente legal, as EFPCs passaram a ser organizadas sob a forma de sociedade civil ou fundação, sem finalidade lucrativa, e com designação de entidades fechadas porque acessíveis apenas a indivíduos integrantes de um determinado grupo, quais sejam:

- a) empregados de uma empresa ou grupo de empresas;
- b) servidores públicos; e
- c) associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial.

A LC nº 108 (BRASIL, 2001a) trouxe regras específicas para as EFPCs patrocinadas pela administração pública direta e indireta. Basicamente, essa Lei prevê:

- a) normas especiais sobre o custeio dos planos de benefícios com patrocínio estatal;
- b) a composição dos órgãos estatutários dos fundos de pensão abrangidos por suas disposições; e
- c) regras sobre sua fiscalização.

Com o novo marco regulatório de 2001, a previdência complementar fechada brasileira passou a ser regida pelos seguintes princípios constitucionais:

- a) regulamentação reservada a lei complementar;
- b) autonomia de vontade (natureza contratual);
- c) autonomia em relação ao regime geral de previdência;
- d) autonomia em relação ao contrato de trabalho;

- e) transparência para com o participante;
- f) constituição de reservas em regime de capitalização;
- g) limitação à contribuição do patrocinador de plano com patrocínio estatal; e
- h) presença dos participantes nos colegiados e instâncias de decisão.

Some-se aos princípios constitucionais o princípio legal da independência patrimonial entre os planos administrados por uma mesma fundação, ou seja, os eventos (positivos ou negativos) que afetarem um plano não podem causar impacto financeiro para os participantes de outro plano, ainda que ambos sejam administrados pela mesma EFPC. A entidade de previdência jamais poderá ser considerada proprietária do capital acumulado no plano ou planos que administra (BRASIL, 2008).

Além dessas disposições legais instituídas, o princípio da transparência foi traduzido nos artigos 16 a 18 da Resolução CGPC nº 13 (BRASIL, 2004), regulamento que marcou a incorporação de princípios, fundamentos e práticas de governança corporativa no arcabouço legal dos fundos de pensão.

Pelo princípio da transparência, na condição de destinatário final dos recursos capitalizados, o participante passou a ter o direito de conhecer todos os aspectos que envolvem a administração do plano de previdência a que aderiu, inclusive os investimentos e as despesas administrativas.

Até a publicação da Resolução CGPC nº 13 (BRASIL, 2004), a gestão das EFPCs era apenas uma extensão da área de recursos humanos das empresas. A partir daí, visando induzir avanços em governança corporativa e garantir a segurança dos planos de benefícios, essa regulamentação estabeleceu uma série de exigências no âmbito da gestão e dos controles internos, adequados ao porte, complexidade e riscos de cada entidade, o que sinalizou a emergência de um novo padrão de governança para os fundos de pensão no Brasil.

Dentre as principais recomendações da Resolução CGPC nº 13 (BRASIL, 2004) estão:

- a) o manual de governança corporativa, instrumento destinado a definir as relações entre os órgãos estatutários, as entidades e seus participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores, fornecedores de produtos e serviços, autoridades e outras partes interessadas;
- b) o código de ética e conduta, voltado ao estabelecimento de um acordo entre aqueles que atuam na entidade ou que com ela se relacionam, visando explicitar os princípios a serem seguidos e as condutas esperadas de cada um, de modo a permitir que a entidade cumpra seus objetivos conforme princípios éticos universais e sempre com observância das normas legais vigentes; e

- c) a emissão, pelo conselho fiscal, do relatório de controles diversos, de periodicidade mínima semestral.

Os princípios gerais das melhores práticas de governança corporativa que nortearam a Resolução CGPC nº 13 (BRASIL, 2004) são: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Por sua vez, essa Resolução descreveu os seguintes princípios específicos: conduta; contratação de terceiros; organização e comunicação interna; segregação de atividades e delegação de atribuições; divulgação dos planos de benefícios; sistemas de informações e de monitoramento de riscos. Esta norma instituiu que os riscos no âmbito de cada entidade passassem a ser continuamente avaliados, monitorados e mitigados por práticas de controles internos.

Tais práticas e a necessidade de clareza e transparência nas demonstrações contábeis dos fundos de pensão se justificam pelo fato de que suas principais fontes de recursos estão baseadas não no mercado organizado, mas nos conceitos de cidadania e de responsabilidade social, nem sempre constantes e previsíveis, e que determinam a necessidade de se encontrar formas de gerenciamento que as façam manter seus serviços e assegurar o cumprimento de seus objetivos intergeracionais (LOPES et al., 2010).

Um instrumento fundamental para a governança dos planos de benefícios, de modo especial para os planos BD, é a avaliação atuarial, cujo conceito e demais disposições, lançados em 2002, foram atualizados pela Resolução CGPC nº 18 (BRASIL, 2006a). Entende-se por avaliação atuarial o estudo técnico desenvolvido por atuário, com registro junto ao Instituto Brasileiro de Atuária, que terá por base a massa de participantes, de assistidos e de beneficiários, admitidas hipóteses biométricas, demográficas, econômicas e financeiras, e será realizado com o objetivo principal de dimensionar os compromissos do plano de benefícios e estabelecer o plano de custeio de forma a manter o equilíbrio e a solvência atuarial, o montante das reservas matemáticas e os fundos previdenciais.

A edição da Resolução CGPC nº 23 (BRASIL, 2006b) detalhou os procedimentos das EFPCs para divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios. Por essa legislação, em reforço ao cumprimento adequado do princípio da transparência na gestão, os relatórios anuais de informações a participantes e assistidos foram aprimorados com a inclusão de informações relativas à política de investimentos, do demonstrativo de investimentos e de alterações de estatuto ou do regulamento dos planos de aposentadoria, tornando obrigatória a disponibilização dessas informações por meio eletrônico.

Fundamental para a governança dos investimentos em ativos vis-à-vis a exigibilidade dos passivos, as diretrizes para aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelos fundos de pensão foram estabelecidas pela Resolução CMN nº 3.792 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009) e possibilitou que as entidades diversificassem seu portfólio de investimentos na busca por maximizar o valor da poupança previdenciária no longo prazo, de acordo com as características e obrigações atuariais de cada plano de benefícios e com a observância dos princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e transparência.

No detalhe, a Resolução CMN nº 3.792 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009) definiu regras para a elaboração da política de investimentos dos fundos de pensão, descrevendo critérios sobre:

- a) avaliação de riscos de investimentos e uso de controles internos compatíveis;
- b) custódia e registro de prestadores de serviços de investimentos financeiros;
- c) segmentos de aplicação de recursos;
- d) composição dos ativos;
- e) empréstimo de títulos e valores mobiliários;
- f) limites de alocação, inclusive por emissor;
- g) limites de concentração por emissor e por investimento;
- h) aplicação em fundos de investimento; e
- i) operações com derivativos.

Em 2013, foi promulgada a instrução MPS/Previc/DC nº 13 (BRASIL, 2014), que ampliou a quantidade de informações e o nível de detalhamento a ser divulgado aos participantes, reforçando no arcabouço legal a adoção do princípio da transparência, essencial para o desenvolvimento de melhores práticas de governança corporativa.

Um salto na incorporação de boas práticas de governança, diz respeito à qualificação técnica dos integrantes dos órgãos de governança dos fundos de pensão. Ao publicar a Resolução CNPC nº 19 (BRASIL, 2015c), a regulação brasileira passou a exigir, a partir de 2016, além de conduta ílibada, a certificação de conhecimentos e da experiência nos conteúdos atinentes à gestão de uma EFPC para o exercício dos cargos de conselheiro e de diretor executivo, para os profissionais responsáveis pela análise e decisão de investimentos e pela gestão dos recursos financeiros das entidades. A medida reforçou o ambiente legal e atendeu à orientação da OCDE para mitigação de problemas de governança, contribuindo para o processo de profissionalização do segmento e para maior transparência com os públicos de interesse.

Pela nova regra, os dirigentes e conselheiros das EFPCs passaram a ter o prazo de até um ano, a partir da data da posse, para comprovar a certificação de conhecimentos emitida por

instituições autônomas certificadoras credenciadas pela Previc. Os fundos de pensão deverão manter a Previc informada sobre quais membros da diretoria executiva, dos conselhos deliberativo e fiscal possuem certificação, com envio da documentação comprobatória em até dez dias após a obtenção do certificado.

Além disso, para fins de habilitação de dirigentes que não possuam formação de nível superior, a regulamentação passou a exigir da EFPC declaração de que atende ao disposto no parágrafo oitavo do artigo 35 da LC nº 109 (BRASIL, 2001b), que limita ao máximo de 30% os ocupantes de cargo de diretoria executiva nessa condição.

De acordo com a Resolução CNPC nº 19 (BRASIL, 2015c), compete à Previc manter sob controle o cumprimento integral dessas medidas pelos fundos de pensão.

Na área da supervisão do sistema, o monitoramento dos investimentos das EFPCs, realizado pela Coordenação Geral de Monitoramento de Investimentos (CGMI), passou a ser feito com base em dados fornecidos por elas e pelas centrais de liquidação e custódia em funcionamento no Brasil:

- a) o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), administrado pelo Banco Central do Brasil (BACEN), para títulos públicos;
- b) a B3 S. A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3), para títulos privados, títulos públicos securitizados e operações com derivativos; e
- c) a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), para as ações, opções de ativos de renda variável e títulos corporativos.

No início de 2016, a Previc celebrou convênio com o Bacen, para prover as duas autarquias de dados, informações e metodologias de trabalho que permitam melhor acompanhar o desempenho operacional, econômico e financeiro dos fundos de pensão. Trata-se de novo instrumento que faz parte do aperfeiçoamento da Supervisão Baseada em Risco (SBR) para uma ação efetiva da autoridade de fiscalização.

Além do intercâmbio de informações, esse convênio de cooperação inclui a possibilidade de:

- a) consultas recíprocas na regulação de matérias de interesse comum;
- b) planejamento e execução de ações de fiscalização conjuntas;
- c) troca de informações sobre regulamentação e acompanhamento de planos de recuperação e de resolução das instituições supervisionadas;
- d) possibilidade de compartilhamento e de realização conjunta de estudos econômicos e atuariais, de análises setoriais; e

e) otimização e racionalização de processos de trabalho com vistas à redução de custo.

No convênio consta a criação de um sistema compartilhado, semelhante ao da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que permita ao supervisor do sistema ações proativas, evitando que os fundos embarquem em investimentos fadados ao fracasso. A Previc tem uma visão das operações financeiras do lado demandante (fundos de pensão que adquirem ativos), o Bacen e a CVM têm uma visão do lado ofertante (autorizam a estruturação de operações).

A Portaria Previc nº 465, de 29/09/2016 (BRASIL, 2016f), atualizou os critérios para classificação das EFPCs em perfis, para fins de supervisão regulamentar, a partir do exercício de 2017. Os fundos passaram a ser segregados em três grupos de perfis de acordo com o porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por eles administrados.

Em 2017, a principal ação da Previc para mitigar novas ocorrências de desvios nos investimentos financeiros, nos moldes daqueles detectados pela CPI dos Fundos de Pensão 2014/2015 (BRASIL, 2016a), foi a divulgação de um conjunto de medidas reforçando a supervisão para um grupo de entidades com maior exposição a riscos. A autarquia selecionou 17 fundações, que concentram cerca de 65% dos ativos do segmento de previdência complementar fechada, de importância sistêmica e que passaram a receber um tratamento diferenciado no aspecto regulatório, se submetendo a uma supervisão permanente de um grupo dedicado de auditores.

A Instrução Previc nº 5 (BRASIL, 2017b) estabeleceu os critérios para o enquadramento das EFPCs como Entidades Sistemicamente Importantes (ESI) para fins de supervisão prudencial e proporcionalidade regulatória. Do mesmo modo que na classificação dos perfis, os critérios de seleção consideraram o porte, a relevância, a complexidade e os riscos da EFPC para o sistema, a partir de indicadores de volume de provisão matemática e da condição de entidades de servidores públicos. Assim, poderá ser exigido maior nível de governança para as ESIs sem onerar as pequenas fundações. A supervisão permanente para as ESIs, relacionadas no Quadro 2, passou a ter efeito em 2018 e a seleção dos fundos de pensão deverá ser atualizada anualmente.

Quadro 2 – Relação das entidades sistemicamente importantes

| Nome | Sigla |
|--|---------------------------|
| Fundo Banespa de Seguridade Social | Banesprev |
| Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES | Fapes |
| Fundação Atlântico de Seguridade Social | FATL |
| Fundação Forluminas de Seguridade Social | Forluz |
| Fundação dos Economiários Federais | Funcef |
| Fundação CESP | Funcesp |
| Fundação Copel de Previdência e Assistência Social | Copel |
| Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo | Funpresp-Exe |
| Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário | Funpresp-Jud |
| Fundação Itaú Unibanco | Fundação Itaú Unibanco |
| Fundação Petrobras de Seguridade Social | Petros |
| Postalis Instituto de Previdência Complementar | Postalis |
| Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil | Previ |
| Real Grandeza Fundação de Previdência e Assistência Social | Real Grandeza |
| Fundação Sistel de Seguridade Social | Sistel |
| Fundação de Previdência Complementar do Estado de São Paulo | SP-Prevcom |
| Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social | Valia |

Fonte: Elaborado pelo autor.

A Instrução Previc nº 6 (BRASIL, 2017c) ajustou os procedimentos para o processo de habilitação de dirigentes das EFPCs. De acordo com a norma, a exigência de emissão do atestado de habilitação prévio ao exercício do cargo passou a ser restrita aos membros da diretoria executiva e, para o caso de ESI, o requisito ficou estendido aos membros do conselho deliberativo e fiscal.

Dessa forma, deixou de ser emitido pela Previc atestado de habilitação para os membros de conselho fiscal e deliberativo das EFPCs não classificadas como ESI. Tais dirigentes continuarão a se submeter às exigências da referida Instrução, cabendo ao dirigente máximo do fundo de pensão verificar o cumprimento dos requisitos para o exercício dos cargos. Outra novidade é que, a partir da publicação da Instrução Previc nº 6 (BRASIL, 2017c), as pessoas indicadas para os cargos de diretor de investimentos e de administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ) para ESI passaram a ser submetidas a entrevista na Previc previamente à emissão do atestado.

Em maio de 2018, o Conselho Monetário Nacional (CMN), através da Resolução CMN nº 4.661 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018), modernizou as regras instituídas pela Resolução CMN nº 3.792 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2009) para os investimentos feitos pelas EFPCs. O objetivo foi aprimorar o processo decisório, a gestão interna e reduzir os riscos do gerenciamento dos ativos, reforçando a segurança para participantes, assistidos e patrocinadores. A nova regra incorporou avanços em produtos financeiros e padronizou o arcabouço regulatório relativo a investimentos. Neste ponto, destacam-se os aperfeiçoamentos no processo de registro e custódia de ativos, harmonização de produtos financeiros com a regulamentação da CVM.

2.2 Principais Características dos Fundos de Pensão no Brasil

2.2.1 Origem, Finalidade e Agentes

Os fundos de pensão são organizados por empresas e associações com o objetivo de garantir a seus empregados ou associados uma complementação à aposentadoria oferecida pelo Regime Geral de Previdência Social, operacionalizado pelo Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS). Os planos de benefícios administrados por essas entidades podem garantir, além da complementação à aposentadoria, proteção contra eventos não programados, tais como morte, doença, invalidez, dentre outros a depender do regulamento do plano (BRASIL, 2008).

Os planos nos quais há contribuição da empresa são denominados patrocinados, e a empresa, por sua vez, é chamada de patrocinadora. As associações e entidades de classe que oferecerem planos são chamadas instituidoras. Um plano de aposentadoria administrado por um fundo de pensão estabelece relação contratual entre patrocinador, participante e assistido (BRASIL, 2008).

O patrocinador é a empresa ou grupo de empresas, a União, os estados, o Distrito Federal, os municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas que instituem, para seus empregados ou servidores, plano de benefícios de caráter previdenciário, administrado por uma EFPC. O patrocinador é a pessoa que contribui para a constituição das reservas destinadas a garantir o pagamento de benefícios a seus empregados ou servidores (BRASIL, 2008).

Para o patrocinador, um fundo de pensão pode ser uma ferramenta de gestão de pessoas, melhorando as relações empregado/empresa, atraindo e mantendo mão de obra qualificada e aumentando a fidelização do empregado. Além disso, um plano de aposentadoria pode

complementar a renda para empregados ou associados que recebem mais do que o teto da previdência social e transmitir sentimento de segurança ao empregado ou associado e familiares, na ocorrência de invalidez ou morte (BRASIL, 2008).

A condição de patrocinador de um plano de benefícios é formalizada mediante a celebração de um contrato com a entidade de previdência, denominado convênio de adesão. A administração direta ou indireta, federal, estadual, distrital ou municipal, só poderá aportar recursos para um plano de previdência complementar se assumir a qualidade de patrocinador. Sua contribuição será, no máximo, igual à soma das contribuições normais dos segurados (participantes e os assistidos). É a chamada paridade contributiva (PAIXÃO, 2006).

O participante é a pessoa física que adere ao plano de benefícios administrado por uma EFPC, com o principal objetivo de formar uma poupança de longo prazo que contribua para manter, na aposentadoria, padrão de renda próximo ao do período em atividade, permitindo exercício da cidadania. Ademais, de modo geral, a adesão a um plano de aposentadoria permite acesso a empréstimos e financiamentos com taxas atrativas. Quando em gozo de benefício de prestação continuada, o participante, ou seu beneficiário, passa a ser denominado assistido do plano de aposentadoria (BRASIL, 2008).

As EFPCs são mantidas pelas contribuições do empregador e do empregado, que são vertidas aos respectivos planos de benefícios, para serem investidos e retornarem, na forma de renda, ao empregado no momento da aposentadoria. Quando os fundos são oferecidos por associações ou entidades de classe, o processo ocorre da mesma maneira, mas as contribuições serão feitas apenas pelos associados (BRASIL, 2008).

Segundo a ABRAPP (2014), na condição de formadores de poupança de longo prazo, os fundos de pensão contribuem para o desenvolvimento econômico e social do País mediante:

- a) capitalização de empresas, por intermédio dos investimentos no mercado de ações;
- b) financiamento de projetos de médio e longo prazos;
- c) formação de postos de trabalho;
- d) arrecadação direta e indireta de impostos;
- e) manutenção do poder de compra no mercado de consumo; e
- f) melhor qualidade de vida aos milhares de beneficiários e seus dependentes.

2.2.2 Critérios de Segmentação – Natureza e Porte

A regulamentação brasileira classifica as EFPCs em dois grupos definidos em função do tipo de organização que detém o controle efetivo do patrocinador, que é corresponsável na gestão financeira e coparticipante dos resultados alcançados.

Se o controle corporativo do patrocinador for detido por uma parte privada, então o fundo de pensão é considerado privado e regido pela LC 109 (BRASIL, 2001b). Se o controle efetivo do patrocinador for detido por uma entidade pública ou entidade controlada por uma entidade pública, o fundo de pensão é considerado público e regido pela LC 108 (BRASIL, 2001a).

Essa categorização é elementar porque os fundos de pensão brasileiros estão sujeitos a diferentes regras de governança, dependendo de seu tipo de patrocínio, seja por empresas privadas ou entidades públicas.

De acordo com o consolidado estatístico Previc – Dezembro/2017, das 306 EFPCs hoje existentes no Brasil, 89 possuem um patrocinador público, 196 têm patrocínio privado e as outras 21 são multipatrocinadas. No entanto, a despeito de serem menos numerosas, representando apenas 29% do total de fundações, as EFPCs com patrocínio público concentram 61% dos investimentos totais do segmento (BRASIL, 2017d).

Tabela 1 - Distribuição do número de fundos de pensão de acordo com o volume de recursos no ativo total

| Grupos de EFPCs | Classificação por Ativo Total (R\$) | EFPC Qtde. (a) | Planos Qtde. (b) | Média de Planos por EFPC (b/a) | População | Volume do Ativo Total Acumulado (R\$ mil) |
|-----------------|-------------------------------------|----------------|------------------|--------------------------------|------------------|---|
| Grupo A | Acima de 15 bilhões | 6 | 72 | 12 | 688.428 | 367.316.282 |
| Grupo B | 2 a 15 bilhões | 47 | 433 | 9 | 1.112.586 | 225.080.546 |
| Grupo C | 500 milhões a 2 bilhões | 75 | 240 | 3 | 665.479 | 76.770.996 |
| Grupo D | 100 a 500 milhões | 96 | 163 | 2 | 575.205 | 25.331.442 |
| Grupo E | Até 100 milhões | 48 | 66 | 1 | 78.464 | 2.261.798 |
| TOTAL | | 272 | 974 | 4 | 3.130.162 | 696.761.065 |

Fonte: 6.ª Série de Estudos publicada pela Previc (BRASIL, 2015b).

A análise da 6.ª Série de Estudos publicada pela Previc (BRASIL, 2015b) revela que o conjunto dos fundos de pensão brasileiros possui um espectro amplo no que diz respeito ao seu porte. De acordo com a Tabela 1, os 219 fundos de pensão com reservas inferiores a R\$ 2 bilhões representam 80,5% do total, mas sua participação nas reservas totais é de apenas 14,9%.

A concentração desses recursos fica patente quando se constata que os seis maiores fundos (grupo A) detêm 52,7% dos recursos totais.

O grupo A é caracterizado pelo elevado volume de recursos administrados no total de ativos do sistema de previdência complementar fechada. Essas entidades abrigam, em média, cerca de 114 mil participantes, possuindo em seus quadros maior número de profissionais que garantem o funcionamento de suas atividades.

Os grupos B e C congregam fundos de pensão com estrutura patrimonial consolidada, em geral, representados por planos de benefícios maduros e com empresas patrocinadoras de portes médio e grande. As entidades desses grupos possuem, respectivamente, a média de 3 e 9 planos de benefícios sob gestão, sendo grande parte representada pelo modelo de patrocinadores múltiplos. Os ativos desses grupos representavam 43,3% dos ativos do sistema, distribuídos em 122 fundos de pensão.

Os grupos D e E somam 144 fundos de pensão e correspondem a 53% do total de fundos do universo analisado. As entidades desses grupos, em média, possuem a característica de administrar poucos planos de benefícios, com volume de recursos que somados representam apenas 3,9% do total do segmento. Em geral, são entidades de pequeno porte, refletindo o modelo tradicional de fundos de pensão com a presença de uma empresa patrocinadora, um ou dois planos de benefícios e poucos funcionários em suas estruturas administrativas.

A análise da alocação média por grupo/faixa de patrimônio, conforme Tabela 2, evidencia que a diferença na estratégia dos fundos de grande e pequeno porte é nítida, ou seja, a porcentagem alocada fora da renda fixa cresce em linha com o patrimônio da entidade.

Tabela 2 – Entidades financeiras de previdência complementar – Alocação média por faixa de patrimônio – dezembro/2015

| Grupos de EFPCs | Patrimônio (R\$) | Renda Fixa (%) | Outros (%) |
|------------------------|----------------------------|-----------------------|-------------------|
| Grupo A | Acima de 15 bilhões | 75,1 | 24,9 |
| Grupo B | De 2 a 15 bilhões | 86,3 | 13,7 |
| Grupo C | De 500 milhões a 2 bilhões | 89,0 | 11,0 |
| Grupo D | De 100 a 500 milhões | 90,6 | 9,4 |
| Grupo E | Até 100 milhões | 90,8 | 9,2 |

Fonte: Consolidado Estatístico Abrapp, dezembro/2015 (ABRAPP, 2015).

Os dados da Tabela 2 tornam evidente a tendência de maior participação de investimentos na economia real advindos das fundações de grande porte, que, pelo seu maior tempo de existência, têm um desafio maior de rentabilização da poupança previdenciária em função do predomínio de planos de aposentadorias do tipo BD, cujas características serão detalhadas na seção a seguir.

É importante registrar que, em 2016, através da Portaria nº 465 (BRASIL, 2016f), a Previc alterou o critério de classificação das EFPCs para fins de supervisão. Com validade a partir do exercício de 2017, os fundos de pensão passaram a ser classificados em três perfis, definidos segundo o porte, a complexidade e os riscos inerentes aos planos de benefícios por eles administrados.

2.2.3 Os Tipos de Benefícios e os Perfis de Investimento

No Brasil, o ambiente institucional da previdência fechada evoluiu bem nas últimas três décadas. O acesso que antes se restringia a trabalhadores de grandes empresas (estatais e multinacionais) tem se diversificado, inclusive mediante a criação de planos instituídos por associações e entidades classistas e da aprovação da previdência fechada dos servidores públicos.

Nas EFPCs, a poupança previdenciária do participante é acumulada em um determinado plano de benefícios de caráter previdenciário. A entidade pode administrar um ou mais planos de benefícios, e neste último caso eles terão necessariamente independência patrimonial (PAIXÃO, 2006).

Os fundos de pensão brasileiros oferecem planos de aposentadoria a seus participantes em duas modalidades fundamentais: BD e CD. Planos CD são semelhantes a fundos de investimento financeiro ou caderneta de poupança, de forma que os participantes podem facilmente avaliar seus resultados. Esse tipo de plano não contém qualquer elemento de mutualismo, não estando sujeito a déficit ou superávit. Todos os resultados do plano no exercício, sejam positivos ou negativos, são apropriados pelas contas individuais dos participantes (BRASIL, 2008).

Nos planos BD o valor do benefício do participante é decidido no momento de sua adesão e suas contribuições vão variar à medida de sua vida de trabalho para alcançarem o valor estipulado inicialmente. O plano tem uma característica de solidariedade entre os participantes em função dos seus cálculos serem atuariais com o objetivo de assegurar aos participantes uma renda vitalícia compatível com a recebida no período laboral (BRASIL, 2008).

Uma terceira modalidade é aquela de contribuição variável (CV), que configura planos com algumas características de BD – normalmente a cobertura de riscos – e outras de CD, mas que, do ponto de vista da gestão das carteiras, se assemelha aos planos CD (BRASIL, 2008).

Nas últimas duas décadas, o processo de migração do sistema previdenciário do regime BD para o CD está associado à conjugação dos seguintes fatores: envelhecimento populacional,

aumento da expectativa de vida, menor crescimento econômico global e baixas taxas de juros dos títulos soberanos. Esses fatores aumentaram os riscos atuariais e de solvência dos planos BD (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

Os fundos de pensão podem aplicar seus recursos financeiros em renda fixa, renda variável, investimentos estruturados, investimentos no exterior, em imóveis e em operações com participantes. De acordo com a regulamentação atual, a rubrica investimentos estruturados compreende as cotas:

- a) de fundos de investimento em participações;
- b) de fundos de investimento em empresas emergentes;
- c) de fundos de investimento imobiliário; e
- d) de fundos de investimento classificados como multimercado (BRASIL, 2008).

Os investimentos estruturados e os investimentos em renda variável compõem o grupo de ativos financeiros cujo acompanhamento representa o maior desafio para os gestores de recursos nas EFPCs, porque exigem elevado rigor técnico e gestão ativa dos riscos, implicando maiores custos de administração (DE CONTI, 2016).

Diante disso, as fundações de pequeno porte tendem a adotar posturas conservadoras na gestão de seus portfólios. Seja por uma menor margem financeira para acomodar possíveis perdas ou pela ausência de uma estrutura profissionalizada, evitam maior exposição ao risco. Vários fundos contratam consultorias para aconselhamentos sobre as decisões de investimento, o que tende a unificar a conduta desses pequenos fundos. Por sua vez, os fundos de grande porte são aqueles com maiores condições de alocação de recursos em investimentos alternativos (DE CONTI, 2016).

Tabela 3 – Alocação da carteira consolidada por tipo de plano

| Segmento | Benefício Definido | | Contribuição Definida | | Contribuição Variável | |
|-----------------------------|--------------------|--------------|-----------------------|-------------|-----------------------|-------------|
| | R\$ milhões | % Segmento | R\$ milhões | % Segmento | R\$ milhões | % Segmento |
| Renda Fixa | 287.229 | 60,8% | 66.055 | 14,0 | 119.154 | 25,2 |
| Renda Variável | 109.596 | 86,7% | 4.215 | 3,3 | 12.642 | 10,0 |
| Investimentos Estruturados | 15.163 | 77,2% | 519 | 2,4 | 3.971 | 20,2 |
| Imóveis | 29.095 | 89,0% | 419 | 1,3 | 3.182 | 9,7 |
| Operações com Participantes | 13.313 | 68,5% | 813 | 4,2 | 5.296 | 27,3 |
| Outros | 1.404 | 63,2% | 338 | 15,2 | 480 | 21,6 |
| Total | 455.801 | 67,7% | 72.359 | 10,8 | 144.725 | 21,5 |

Fonte: Consolidado Estatístico Abrapp – dezembro/2015 (ABRAPP, 2015).

No conjunto de planos de aposentadoria que as EFPC administram, os planos BD necessitam adaptar suas carteiras a eventuais alterações no mercado, uma vez que possuem um passivo rígido e devem gerir seus investimentos em busca de uma rentabilidade para acobertar esse passivo. Dessa forma, os gestores de planos BD tendem a assumir maiores riscos, alocando porcentagens maiores de seus ativos em renda variável e investimentos estruturados, conforme se vê na Tabela 3 (DE CONTI, 2016).

2.2.4 Os Órgãos de Regulação e de Controle

No Brasil, os fundos de pensão são regulados e fiscalizados, respectivamente, pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPC) e pela Previc. A instância recursal é a Câmara de Recursos da Previdência Complementar (CRPC) e as políticas públicas são formuladas pela SRPC, órgão do ME, que tem entre as diretrizes principais fortalecer a governança das entidades, promover a responsabilidade social e a educação previdenciária, estimular a participação e o diálogo dos agentes integrantes do sistema, além de garantir a segurança e a sustentabilidade do regime de previdência complementar (BRASIL, 2017a).

O CNPC e a CRPC são órgãos colegiados integrantes da estrutura organizacional da Secretaria de Previdência Social. O CNPC tem a função de regular o regime de previdência complementar operado pelos fundos de pensão. É presidido pelo Ministro da Fazenda e composto por representantes da Previc, da Secretaria de Políticas de Previdência Complementar (SPPC), da Casa Civil da Presidência da República, dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, Orçamento e Gestão, das EFPCs, dos patrocinadores e instituidores, além dos participantes e assistidos de planos de benefícios (BRASIL, 2017a).

A CRPC é composta por nove membros, entre eles representantes das entidades de previdência, dos patrocinadores e instituidores e dos participantes e assistidos. A Câmara de Recursos tem competência para apreciar e julgar, em última instância administrativa, os recursos interpostos contra decisões da diretoria colegiada da Previc referentes a processos administrativos e tributários (BRASIL, 2017a).

Os representantes das entidades, dos patrocinadores e instituidores e dos participantes e assistidos no CNPC e na CRPC são designados pelo Ministro da Fazenda e indicados:

- a) pela Abrapp, no caso de representante das entidades;

- b) pela Associação Nacional dos Participantes de Fundos de Pensão (ANAPAR)¹, no caso de representante dos participantes e assistidos; e
- c) na forma da legislação em vigor quanto à representação dos patrocinadores e instituidores de planos de benefícios (BRASIL, 2017a).

Por sua vez, a Previc, autarquia dotada de autonomia administrativo-financeira com patrimônio próprio, é vinculada ao ME, com sede no Distrito Federal, atua em todo o território nacional como entidade de fiscalização e supervisão das atividades das EFPCs e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operado pelas referidas entidades. Exerce as seguintes principais atribuições:

- a) fiscalizar as atividades dos fundos de pensão e as suas operações;
- b) apurar e julgar as infrações e aplicar as penalidades cabíveis;
- c) expedir instruções e estabelecer procedimentos para a aplicação das normas relativas à sua área de competência;
- d) autorizar a constituição e o funcionamento das EFPCs e a aplicação dos respectivos estatutos e dos regulamentos de planos de benefícios; as operações de fusão, cisão, incorporação ou qualquer outra forma de reorganização societária, relativas às EFPCs; a celebração de convênios e termos de adesão por patrocinadores e instituidores e as retiradas de patrocinadores e instituidores; e as transferências de patrocínio, grupos de participantes e assistidos, planos de benefícios e reservas entre as fundações;
- e) harmonizar as atividades e as políticas estabelecidas para o segmento;
- f) decretar intervenção e liquidação extrajudicial dos fundos de pensão e nomear interventor ou liquidante;
- g) nomear administrador especial de plano de benefícios específico, podendo atribuir-lhe poderes de intervenção e liquidação extrajudicial;
- h) promover a mediação e a conciliação entre as EFPCs e entre as entidades e seus participantes, assistidos, patrocinadores ou instituidores, bem como dirimir os litígios que lhe forem submetidos; e
- i) enviar relatório anual de suas atividades ao ME e, por seu intermédio, ao Presidente da República e ao Congresso Nacional; além de adotar as providências necessárias ao cumprimento de seus objetivos (BRASIL, 2017a).

¹ <http://www.anapar.com.br>. Acesso em: 20 fev. 2018.

2.2.5A Estrutura de Governança dos Fundos de Pensão Públicos Brasileiros

De acordo com a legislação em vigor, a estrutura mínima de governança de um fundo de pensão brasileiro é composta por um conselho deliberativo, uma diretoria executiva e um conselho fiscal. A EFPC pode constituir outras instâncias de decisão e de assessoramento: conselhos consultivos, de investimentos, de riscos, entre outros, observado seu porte, o número de planos administrados e de patrocinadores, além da natureza de seus patrocinadores, se entes públicos ou privados. No âmbito dos fundos de pensão brasileiros, o conselho deliberativo exerce função semelhante ao CA das demais organizações mercantis.

Aprovada em conjunto com a LC 109 (BRASIL, 2001b), que trata das EFPCs com patrocínio privado, a LC 108 (BRASIL, 2001a) regula a relação entre os entes federados, entidades da administração indireta e suas respectivas EFPCs. Esta Lei Complementar trata fundamentalmente de três aspectos das EFPCs patrocinadas pelo poder público:

- a) planos de benefícios;
- b) estrutura e governança; e
- c) fiscalização.

Quanto aos planos de benefícios, a lei estabelece carência mínima, regras para a concessão e reajuste de benefícios, veda o aporte de recursos por parte do poder público, a não ser na condição de patrocinador, e estabelece regras de fiscalização para estes planos.

No que se refere à fiscalização das EFPCs, a lei atribui competência aos mesmos órgãos reguladores e fiscalizadores, conforme as regras da LC 109 (BRASIL, 2001b). Entretanto, uma diferenciação peculiar impõe ao poder público a responsabilidade de fiscalizar e supervisionar as entidades que patrocina, encaminhando o resultado da supervisão e fiscalização aos órgãos reguladores e fiscalizadores.

Para as EFPCs com patrocínio público, observada a paridade entre representantes dos participantes e assistidos e dos patrocinadores, os conselhos deliberativo e fiscal devem ser compostos por no máximo seis e quatro membros, respectivamente.

O presidente do conselho deliberativo deverá ser indicado pelos patrocinadores e terá voto de qualidade. A lei prevê eleição direta dentre participantes e assistidos para a escolha dos representantes. Os conselheiros terão mandato fixo de quatro anos com garantia de estabilidade, permitida uma recondução. A estabilidade no cargo só poderá ser interrompida pela abertura de processo disciplinar, por condenação judicial ou por conduta criminal.

Para o conselho fiscal, a indicação do presidente e, por consequência, o voto de qualidade, caberá aos participantes e assistidos da EFPCs. A LC 108 (BRASIL, 2001a) traz a

mesma previsão de flexibilidade na composição do conselho fiscal, caso haja previsão estatutária e mediante aprovação dos órgãos fiscalizador e regulador. Os conselheiros terão mandatos de quatro anos, permitida uma recondução.

Ao conselho deliberativo dos FPPs, a lei atribui as seguintes responsabilidades:

- a) definir a política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios;
- b) alterar o estatuto e os regulamentos dos planos de benefícios, a implantação e a extinção deles e a retirada de patrocinador;
- c) gerir os investimentos e o plano de aplicação de recursos;
- d) autorizar investimentos que envolvam valores iguais ou superiores a cinco por cento dos recursos garantidores;
- e) contratar auditor independente atuário e avaliador de gestão, observadas as disposições regulamentares aplicáveis;
- f) nomear e exonerar membros da diretoria executiva; e
- g) examinar, em grau de recurso, as decisões da diretoria executiva.

A diretoria executiva é o órgão responsável pela administração da entidade, a partir das diretrizes estabelecidas pelo conselho deliberativo, podendo ter, no máximo, seis membros, definidos em função do patrimônio da entidade e do seu número de participantes, inclusive assistidos. A LC 108 (BRASIL, 2001a) deixa a cargo do estatuto da EFPC as definições sobre tempo de mandato e forma de composição da diretoria executiva. Entretanto, elenca requisitos mínimos para os diretores executivos:

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

Aos membros do conselho fiscal e do conselho deliberativo se aplicam os mesmos requisitos apresentados no parágrafo anterior, com exceção da formação de nível superior.

A lei veda aos membros da diretoria executiva o exercício de atividade simultânea no patrocinador ou a prestação de serviços a outras instituições financeiras e o exercício simultâneo de atribuições nos conselhos fiscal ou deliberativo. Há o requisito de uma quarentena para o diretor da entidade, que se aplica igualmente a outras instituições financeiras, mas não veda a prestação de serviços ou a assunção de cargos na administração pública.

Além disso, a legislação prevê que demais regulamentos de governança do fundo poderão ser estabelecidos pelo estatuto. De praxe, os estatutos são redigidos, promulgados e modificados pelos patrocinadores dos fundos, mediante aprovação da Previc.

Por último, mas não menos importante, embora se verifique critérios bem definidos para constituição da estrutura de governança e para ocupação dos cargos em cada órgão, os requisitos legais fornecem aos patrocinadores e aos participantes muita flexibilidade quanto a quem eles desejam escolher para os órgãos de administração, em particular quanto ao previsto no parágrafo 2º do artigo 11º da LC 108 (BRASIL, 2001a), que permite ao estatuto da entidade, respeitado o número máximo de conselheiros e a participação paritária entre representantes dos patrocinadores e dos participantes e assistidos, prever outra composição, mediante autorização do órgão regulador e fiscalizador. Essa flexibilidade possibilita, mediante entendimento entre patrocinador e participantes, ajustar a estrutura de gestão às características próprias de cada fundo de pensão e a adoção das melhores práticas de governança para a maximização da poupança previdenciária.

3 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

3.1 Governança Corporativa e o Papel do Conselheiro Independente

Governança, sem o modificador corporativo, é o exercício de poder para o bem comum. Governança corporativa é a estrutura institucional que regula a divisão e o exercício do poder nas organizações. Conota vários requisitos, incluindo o estado de direito, a ausência de corrupção e a proteção dos direitos de propriedade (LICHT, 2011).

A estrutura de propriedade e os conflitos de interesse sempre fizeram parte das discussões sobre governança corporativa. Nesse sentido, a governança corporativa pode ser considerada um conjunto integrado de controles internos e externos com o objetivo de harmonizar objetivos de acionistas e gestores (BAYSINGER; HOSKISSON, 1990), de forma que não haja conflitos de interesses resultantes da separação entre propriedade e controle (JENSEN; MECKLING, 1976). A interação desses mecanismos de controle determina a efetividade da estrutura de governança total de uma organização (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Denis e McConnell (2003) definiram governança corporativa como o conjunto de mecanismos – institucionais e baseados no mercado – que induzem os controladores (aqueles que tomam decisões sobre como a empresa será operada) a tomar decisões que maximizam o valor da empresa para seus proprietários (os fornecedores de capital). Tais mecanismos podem ser caracterizados como sendo internos ou externos à empresa. Os mecanismos internos de interesse primário são o CA e a estrutura de participação acionária da empresa. Além destes, têm-se a diretoria executiva, o código de conduta, o sistema de remuneração dos administradores, os controles internos, a auditoria interna. Os principais mecanismos externos são o mercado externo para controle corporativo (o mercado de aquisição) e o sistema legal, além dos mercados competitivos, da auditoria independente, do ativismo dos acionistas e da atuação dos fundos de *private equity* (BANKS, 2004).

Uma visão abrangente da governança corporativa se desenvolveu na gestão estratégica e engloba todas as partes interessadas, ou seja, qualquer grupo ou indivíduo que possa afetar ou seja afetado pela realização dos objetivos da organização (LICHT, 2011).

Na definição do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), atualizada em 2015, “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e outras organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, CA, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (IBGC, 2015, p. 20).

O principal problema da governança e sua finalidade parecem relacionar-se com a legitimidade dos atores e com o papel dos membros do CA, que são os principais agentes em questões de governança. Para quem os membros do CA trabalham? Para quem eles deveriam ser responsáveis? Acima de tudo, quem são os beneficiários finais de sua governança? Na realidade, o interesse de longo prazo da organização deve ser o objetivo da governança corporativa e a preocupação constante dos membros do conselho (PICHET, 2011).

3.1.1 O Conselheiro Independente no Contexto da Teoria da Agência

A teoria da agência é a teoria predominante para análise da relação entre principais e gestores, com várias contribuições para o estudo organizacional, oferecendo uma visão única sobre estruturas, controles, sistemas de informação, incerteza dos resultados, incentivos e riscos e com uma perspectiva empiricamente válida, em particular quando associada a perspectivas complementares, que podem ajudar a capturar com precisão a complexidade das organizações (EISENHARDT, 1989; WILLIAMSON, 1996). Nesse sentido, a independência do CA é uma ideia que deriva da teoria da agência.

O estudo seminal e influente de Jensen e Meckling (1976) delineou o problema básico de agência entre acionistas (principais) e gestores (agentes) no estabelecimento da empresa. A delegação de autoridade pelo principal pode levar o agente a não agir no melhor interesse do proprietário do capital. A teoria da agência parte da premissa de que os agentes são oportunistas e estão motivados a se beneficiar da assimetria de informação entre eles e os principais (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983a).

Jensen e Meckling (1976) consideram custos de agência as despesas de monitoramento do agente por parte do principal, as despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente e as despesas alusivas ao custo residual, decorrentes da divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal.

Os preceitos da teoria da agência vão no sentido de restringir os agentes de atuar de forma inadequada e, ao mesmo tempo, fornecer-lhes incentivos para atuar no interesse do principal, gerando valor para a organização e, conseqüentemente, para o investidor/proprietário/principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Sempre que houver um conflito de interesses entre agente e principal pode-se esperar que o primeiro aja em seu próprio benefício. Por exemplo, em empresas de capital aberto, os gestores (agentes) estão contratualmente obrigados a trabalhar no melhor interesse dos acionistas (principal), mas se eles sabem que não serão monitorados, podem exercer menos

esforço do que o adequado ou aproveitar os recursos da empresa para seu próprio benefício pessoal. Em tais situações, um problema de agência ocorrerá sempre que a administração perceber um incentivo para privilegiar seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas. Isso não quer dizer que todos os gestores sejam oportunistas, mas a ameaça do oportunismo é suficiente para que medidas preventivas sejam tomadas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Em 1983, aprofundando a discussão sobre a teoria da agência, e na origem dos debates sobre governança corporativa, surgiram dois estudos fundamentais. No primeiro, com foco no CA, Fama e Jensen (1983a) argumentam que as empresas lidam com os problemas de agência, decorrentes da separação entre propriedade e controle, ao alocar a tomada de decisão estratégica no CA, que representa os acionistas, e o gerenciamento das questões diárias para a equipe executiva.

No segundo estudo, Fama e Jensen (1983b) abordam a mesma questão posicionando os acionistas como proprietários afastados do dia a dia do negócio, dentro de uma organização modelada por um nexo de contratos. Desse modo, os autores avaliam que os detentores do capital têm fortes incentivos para monitorar o gerenciamento da empresa, implicando que os direitos de controle devem ser alocados aos acionistas. Ficou implícito em sua análise que o objetivo da corporação é maximizar o valor econômico dos acionistas, de tal forma que, essa pesquisa tem sido influente ao definir o CA como mecanismo fundamental para reduzir os custos de agência associados à separação entre propriedade e controle.

Em outras palavras, Fama e Jensen (1983a) teorizam que o CA detém a maior responsabilidade enquanto mecanismo interno de controle por monitorar as ações da alta gerência. E acrescentam que o conselheiro independente, na condição de um conselheiro externo sem vínculos diretos e explícitos, de caráter pessoal ou econômico, com a gestão da companhia e/ou com seus acionistas controladores, possui maior predisposição para realizar suas tarefas de monitoramento, evitando a apropriação de benefícios privados pelos altos executivos e a expropriação de riqueza dos acionistas.

Além da questão da separação entre propriedade e controle, existem outros problemas que podem afligir qualquer tipo de relação de agência. Isso pode resultar da incerteza, do conflito de objetivos ou da dificuldade em se escrever um contrato que especifique o comportamento do agente em todas as situações. Com respeito à incerteza, os teóricos identificaram duas categorias de problemas. Primeiro, o problema do risco moral, que envolve um agente que não exerce o esforço necessário para desempenhar seu trabalho de forma

satisfatória (acomodação) ou de adotar ações que o beneficiem às custas do principal (oportunismo). Esses problemas resultam da falta de monitoramento ou de incentivos ineficazes. Em segundo lugar, há o problema da seleção adversa, que surge quando um agente não tem competência para realizar o trabalho. Isso resulta de uma incapacidade ou falha do principal em avaliar as habilidades reivindicadas do agente (HESS; IMPAVIDO, 2003).

Com uma visão complementar, Baysinger e Butler (1985) evidenciaram que os conselheiros externos não independentes, ou seja, aqueles que não fazem parte da gestão atual, mas já foram executivos ou mantêm algum vínculo – pessoal ou econômico – com a organização, exercem papel de assessores e provedores de recursos, atuando melhor como conselheiros em estratégia, estabelecendo maior confiança mútua com a administração e criando uma melhor relação de trabalho colaborativo no CA. No entanto, concluíram que os laços com a empresa reduzem a capacidade desses conselheiros em agir contra a vontade dos gestores, comprometendo o exercício do papel de monitoramento e podendo levar a organização a resultados desfavoráveis.

Como se vê nesses estudos pioneiros, do ponto de vista teórico, os benefícios e os custos da independência de um CA – resultado da ausência de vínculos com a alta administração – podem ser descritos mediante o duplo papel dos conselhos: monitoramento e assessoria estratégica.

Em 1996, decorrido pouco mais de uma década desde a publicação das primeiras pesquisas sobre o tema, a Associação Americana de Contabilidade publicou estudo relacionando a composição do CA e a ocorrência de fraude em companhias nos EUA (BEASLEY, 1996). Para uma amostra de 75 empresas que publicaram notícias de fraudes financeiras e 75 empresas sem esse tipo de ocorrência, similares quanto ao setor de atuação, porte e período das demonstrações financeiras, os resultados dos modelos de regressão aplicados ratificaram que a inclusão de membros independentes aumenta a eficácia do conselho no monitoramento da gestão para prevenção de fraude em demonstrações financeiras.

Nas últimas duas décadas, o aumento da complexidade organizacional e da movimentação financeira global, marcada pela atuação transnacional dos grandes investidores institucionais, geraram vários fenômenos relacionados à estrutura de governança corporativa e ao papel do conselheiro externo.

Zattoni e Cuomo (2010) argumentam que há pelo menos duas boas razões pelas quais o foco principal das reformas de governança tenha sido colocado em conselheiros independentes. Primeiro, quase todas as outras fontes potenciais de responsabilidade, tais como o mercado de controle corporativo ou os tribunais, só entram em ação após alegações de má conduta da

administração, enquanto conselheiros independentes podem agir preventivamente para evitar decisões ruins ou ilegais, sendo feito em primeira instância. Segundo, conselheiros independentes, mantendo-se informados e assegurando que o processo de divulgação esteja funcionando adequadamente, podem garantir a eficiência de outros mecanismos de governança baseados em informações públicas (ROBERTS; MCNULTY; STILES, 2005).

Fato é que, conforme aponta Johanson e Ostergren (2010), a independência do CA tornou-se uma norma influente nos códigos de governança em todo o mundo, apesar das limitadas evidências empíricas de que a atuação de conselheiros independentes leve a um melhor desempenho da empresa ou menor probabilidade de fraude corporativa.

Para Clarke (2007), as teorias subestimam diferenças possíveis entre manifestações de independência que servem a propósitos distintos. O autor chama a atenção para o fato de que a pouca exploração do conceito “independente” pelos estudiosos do assunto, e a aplicação genérica da ideia abstrata de independência, podem ser a causa de falhas e distorções nos resultados de estudos empíricos existentes, produzindo conclusões divergentes. Ademais, o contexto local e temporal da realização dos estudos, além do modelo de governança corporativa predominante no país ou na região da pesquisa, podem contribuir para tais divergências.

Não existem padrões uniformes sobre a independência do conselheiro. Além disso, pode ser difícil determinar se um conselheiro é ou não independente. Enquanto os casos óbvios são desconsiderados, outros caem numa “área cinzenta”. Por exemplo, um executivo que trabalhou para uma empresa há dez anos e agora está se juntando ao conselho é independente? E se forem apenas cinco ou três anos desde a sua saída? Ou se o candidato ao conselho é um ex-regulador que era responsável pela supervisão da empresa? O tópico é complicado e subjetivo. Vários conselhos corporativos dos EUA e do Reino Unido contam com a maioria dos membros externos sem vínculos diretos ou indiretos com a administração, embora isso ainda não seja garantia de um ambiente livre de problemas, segundo se verificou nos casos da Enron e da Tyco (BANKS, 2004).

É crucial determinar de quem o conselheiro deve ser independente. Isso se refere à responsabilidade dos conselheiros em relação a certos grupos minoritários que eles devem proteger. No geral, o desafio é encontrar o equilíbrio certo entre independência e dependência. A independência em relação ao controlador – gestor e/ou acionista majoritário – deve ser garantida, mas uma certa responsabilidade perante o grupo sub-representado seria um aspecto igualmente meritório para motivar e estimular o conselho a desempenhar um papel significativo (RINGE, 2017).

Piniano (2011) argumenta que, apesar das especificidades do conceito, pode-se inferir, de forma resumida, que existem três itens comuns e essenciais que devem ser analisados com profundidade para medir a independência de um membro do CA, quais sejam:

- a) subordinação: financeira ou empregatícia do conselheiro à organização;
- b) ligação familiar/pessoal do conselheiro com a organização, acionistas ou executivos; e
- c) relação profissional duradoura que possa de alguma forma interferir no exercício independente de sua função.

Discutindo os efeitos do conselheiro independente, algumas abordagens científicas recentes ampliaram o espectro de análise do papel do conselheiro externo:

- a) ao comparar resultados entre a atuação dos conselheiros independentes e dos afiliados;
- b) ao avaliar a atuação dos conselheiros independentes em corporações inseridas em diferentes modelos de governança corporativa; e
- c) ao identificar requisitos que podem tornar efetivo o papel do conselheiro independente.

No Quadro 3, relacionados em ordem crescente de publicação, estão resumidos os principais resultados de pesquisas internacionais – os relevantes e/ou recentes – relativas à composição e à independência do CA e ao papel do conselheiro independente.

Quadro 3 – Resumo dos principais estudos internacionais sobre a independência do CA e o papel do conselheiro externo e/ou independente

| Autores | Período | País | Principais Resultados |
|------------------------------------|----------------|-------------|--|
| Farber (2005) | 1982 a 2000 | EUA | Os resultados indicaram que empresas com registro de fraude possuíam uma governança fraca em relação a uma amostra de controle, com menor número e menor porcentagem de conselheiros externos independentes no CA, menos reuniões e menos especialistas financeiros no comitê de auditoria. |
| Dahya, Dimitrov e McConnell (2008) | 2002 | 22 países | A pesquisa encontrou uma relação positiva significativa entre o valor da empresa e a porcentagem do CA composto por conselheiros não afiliados ao acionista dominante, além de uma relação negativa significativa entre a maior proporção de conselheiros independentes e a probabilidade de extração de algum benefício privado por parte do acionista controlador em transações com partes relacionadas. |
| Young, Tsai e Hsieh (2008) | 2001 e 2002 | Taiwan | Os resultados indicam que a independência do CA tem uma relação significativa e positiva com o desempenho das empresas em Taiwan. |
| Hoitash (2011) | 2004 e 2005 | EUA | Os resultados sugerem que, dependendo do contexto, os laços sociais entre a administração e seus conselheiros independentes que atuam em comitês específicos podem ter resultados positivos ou negativos. |
| Ravina e Sapienza (2010) | 1986 a 2003 | EUA | Os resultados em compras no mercado aberto, sobre a atividade de negociação de conselheiros independentes em firmas que reafirmaram seus lucros, sugerem que conselheiros independentes são, em média, informados em tempo hábil não apenas quando sua empresa se sai bem, mas também quando apresenta um desempenho ruim. |
| Bliss (2011) | 2003 | Austrália | Os resultados indicam que a dualidade do CEO pode estar associada à independência restrita dos conselheiros. |

Continua

Continuação

| | | | |
|-------------------------------|-------------|---------------|---|
| Luo, Wan e Cai (2012) | 2003 a 2006 | China | O estudo concluiu que ter um grande número de conselheiros independentes no CA pode restringir o encapsulamento dos acionistas controladores e reduzir os benefícios privados de controle. |
| Meyer e De Wet (2013) | 2010 e 2012 | África do Sul | O resultado da pesquisa indicou que a proporção de conselheiros independentes no CA tem efeito significativo sobre o desempenho das empresas. |
| Tang, Du e Hou (2013) | 2005 e 2010 | China | Os resultados mostram que: (i) a divulgação obrigatória de opiniões de conselheiros independentes é uma medida de governança eficaz na China; (ii) conselheiros independentes têm maior probabilidade de emitir opiniões divergentes em empresas com graves problemas de agência; (iii) um conselheiro independente também é propenso a dizer "não" quando tem experiência financeira e menos ligações econômicas ou sociais com a firma onde que atua. |
| Armstrong, Core e Guay (2014) | 2000 a 2004 | EUA | Os resultados são consistentes com a interpretação de que um aumento exógeno na proporção de conselheiros independentes resulta em um aumento na transparência corporativa. |
| Hsu e Wu (2014) | 1997 e 2010 | Reino Unido | Os resultados evidenciaram que uma ênfase excessiva na presença de conselheiros externos independentes à custa da redução na presença de conselheiros externos não independentes é ineficaz e torna as empresas suscetíveis a falhas e ao fracasso corporativo. Adicionalmente, foi constatada uma relação significativa e positiva entre a maior presença de conselheiros independentes e a ocorrência de falhas que levaram ao fracasso corporativo. |
| Baran e Forst (2015) | 2000 a 2012 | EUA | Os resultados sugerem que uma razão pela qual os problemas de agência aumentam é o enfraquecimento da qualidade do monitoramento do CA em função do controle desproporcional efetuado pelos conselheiros internos. |
| Liu et al. (2015) | 1999 a 2012 | China | Os resultados revelaram que o grau de independência do CA está positiva e significativamente relacionado ao desempenho da empresa, de modo especial em empresas controladas pelo governo e com menores custos de aquisição de informações e monitoramento. |
| Volonté (2015) | 2005 e 2012 | Suíça | Os resultados indicaram que conselheiros não independentes estão positivamente relacionados com a performance das empresas, enquanto os conselheiros externos independentes estão relacionados negativamente. A presença de conselheiros representantes da família de acionistas e o valor da empresa é positivo. |
| Wang, Xie e Zhu (2015) | 2000 a 2007 | EUA | A pesquisa concluiu que conselheiros independentes com conhecimentos sobre o negócio da empresa aumenta o monitoramento da gestão, além do que sua presença no comitê de auditoria reduz o acúmulo anormal de ganhos dos gestores e as probabilidades de má conduta financeira. |
| Wu e Li (2015) | 1999 a 2005 | China | Concluiu-se que uma maior proporção de conselheiros externos em um CA reduz a probabilidade de violação das regras de governança corporativa e que o aumento da independência do CA de administração está positivamente associado ao desempenho da empresa, ao retorno contábil (ROA) e ao retorno no mercado de ações. |
| Cavaco et al. (2016) | 2003 a 2011 | França | O estudo documentou uma relação negativa significativa entre o desempenho contábil e a independência do CA. Os custos da independência estão relacionados à posição de membros independentes dentro do CA, consistente com o argumento da lacuna informacional. |
| Mohapatra (2016) | 2005 e 2010 | Índia | O estudo concluiu que a independência do CA tem resultados positivos significativos no valor das grandes empresas. Todavia, os resultados não apoiam a independência do CA com impacto direto no desempenho operacional e no retorno sobre o patrimônio líquido, sugerindo que a adição de conselheiros independentes pode estar melhorando a imagem da empresa no mercado, mesmo sem influenciar melhora operacional e de eficiência. |

Continua

Conclusão

| | | | |
|------------------------------------|-------------|-----------|---|
| Terjesen, Couto e Francisco (2016) | 2010 | 47 países | Os resultados mostram que conselheiros do sexo feminino enviam um sinal positivo ao público em relação ao comportamento ético de uma empresa. Empresas com conselheiras têm melhor desempenho financeiro e o efeito de desempenho positivo de alguns conselheiros independentes só ocorre se o CA também for diversificado em gênero. |
| Torchia e Calabrò (2016) | 2009 | Itália | A pesquisa revelou uma relação positiva entre a proporção de conselheiros independentes e o nível de transparência e divulgação financeira e uma relação negativa com o tamanho do CA. |
| Wang, Jin e Yang (2016) | 2009 a 2013 | China | Os resultados indicam que um maior número de conselheiros independentes no CA de empresas estatais não ajuda a melhorar o desempenho corporativo, uma vez que, mais de 85% dos indicados são direta ou indiretamente do “sistema partido-estado”, o que desqualifica a condição de independentes. |
| Cavaco et al. (2017) | 2006 a 2011 | França | Foram encontradas evidências de que a independência está correlacionada negativamente com o desempenho operacional, sendo que a correlação negativa é menor quando os conselheiros possuem conhecimentos específicos ou conexões sociais específicas do setor/segmento com outros membros do CA. |

Fonte: Elaborado pelo autor, a partir da busca junto às bases Google Scholar, SciELO, Scopus e Web of Science, de artigos recentes e/ou relevantes sobre a composição do CA e o papel do conselheiro independente.

3.1.2 O Conselheiro Independente no Brasil

Uma das principais responsabilidades do CA é garantir que os acionistas e outras partes interessadas recebam informações de alta qualidade sobre os resultados financeiros e operacionais das organizações (CHENG; CHEN; WANG, 2015; PEASNELL; POPE; YOUNG, 2005; SHAH; ZAFAR; DURRANI, 2009).

Um fator essencial que pode afetar a capacidade do conselho de monitorar os gestores é a sua independência em relação ao controlador e à própria gestão. Alves (2014) defende que, para isso, é necessária a nomeação de membros independentes para os cargos de conselheiros. Em comparação com outros membros, os conselheiros independentes são menos suscetíveis a problemas de autointeresse e menos sujeitos à influência dos controladores e gestores (MOURA; ALMEIDA; DALLA VECCHIA, 2017).

No Brasil, a investigação desse tema se constitui em grande lacuna de pesquisa, visto que a literatura existente tem analisado a influência de práticas de governança corporativa, de modo geral, sem focalizar a independência do CA (GELMAN, 2012; MOURA; ALMEIDA; DALLA VECCHIA, 2017).

No ambiente corporativo brasileiro e em países de economia emergente, onde a maioria das companhias possui estrutura de propriedade concentrada (CARVALHAL; LEAL, 2003; GORGA, 2009; VALADARES; LEAL, 2000), não é raro encontrar CA formado, majoritariamente, por conselheiros eleitos pelos controladores (BLACK; CARVALHO;

GORGA, 2008) ou que fazem parte da diretoria executiva, indo, portanto, na contramão das orientações de melhores práticas de governança solidificadas no Brasil e no mundo (PINIANO, 2011).

Tal fato, pode ser prejudicial para a atuação desses órgãos de gestão, uma vez que, em situação de conflito de interesses, esses profissionais poderiam tomar decisões favoráveis àqueles que os indicaram, e não as melhores decisões para a companhia, seus acionistas e grupos de interesse (PINIANO, 2011). Assim, nessas situações, a independência do conselho está ligada à maior ou menor influência dos acionistas controladores sobre seus membros (VALADARES; LEAL, 2000).

Ao estudar os dados de 325 companhias listadas na bolsa de valores brasileira no ano de 1996, Valadares e Leal (2000) constataram que 62,5% tinham um único acionista com mais de 50% do capital votante, e, das companhias restantes, nas quais não se verificava a figura deste acionista controlador, o maior acionista detinha, em média, 32% do capital votante. Em estudo posterior, Carvalho e Leal (2003), com base em dados do ano 2000, constataram que, em uma amostra de 225 companhias, 90% possuíam um único acionista com mais da metade do capital votante. Na sequência, Gorga (2009) detectou que, dentre as 183 companhias listadas na B3, operando no mercado tradicional, ou seja, fora dos segmentos especiais de listagem, 72,67% tinham um acionista controlador e detentor de mais de 50% do capital votante. Esses estudos evidenciam a predominância da concentração da propriedade no modelo empresarial brasileiro.

No Brasil, é de fundamental importância a identificação do grau de independência desfrutado pelo CA para adotar medidas que protejam os interesses da totalidade do corpo de acionistas e não apenas de determinado grupo em particular. De acordo com os estudos mencionados anteriormente, no caso brasileiro, a independência do CA não deve ser aferida em relação aos executivos, mas em relação aos acionistas controladores (DUTRA; SAITO, 2002).

No País, a figura do membro independente no CA surgiu apenas em 2006. A reforma da regulação dos segmentos especiais de listagem da bolsa de valores brasileira alinhou o Brasil, com certo atraso, às tendências mundiais, que passaram a exigir a presença do conselheiro independente para as companhias que aderissem aos níveis elevados de governança corporativa (B3: BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2011).

De acordo com a mencionada regulamentação, atualizada em janeiro de 2018, para que uma companhia possa ter suas ações negociadas no Nível 2 e no Novo Mercado da bolsa de valores brasileira, o CA deve ser composto por, no mínimo, dois membros independentes ou

20% do total de integrantes, o que for maior. Qualquer resultado fracionário deverá ser arredondado para cima.

Com relação ao conceito de conselheiro independente, o regulamento exclui, a priori, aquele que:

- a) seja acionista controlador da companhia, direta ou indiretamente;
- b) tenha o exercício de voto nas reuniões do CA vinculado por acordo de acionistas;
- c) seja cônjuge, companheiro ou parente, em linha reta ou colateral, até o segundo grau do acionista controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador; e
- d) tenha sido empregado ou diretor da companhia ou seu acionista controlador nos três anos anteriores.

Além das hipóteses de exclusão da independência, outras características deverão ser analisadas casuisticamente para verificar se prejudicam a independência do membro, a saber:

- a) ter parentesco por afinidade até o segundo grau do controlador, de administrador da companhia ou de administrador do acionista controlador;
- b) ter sido nos últimos três anos empregado ou diretor de sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum da companhia;
- c) ter relações comerciais com a companhia, seu acionista controlador ou sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum da companhia;
- d) ocupar cargo com poder decisório na condução das atividades de entidades com relações comerciais com a companhia ou seu acionista controlador; e
- e) receber outra remuneração da companhia, de seu acionista controlador, sociedades coligadas, controladas ou sob controle comum da companhia.

Por fim, o regulamento prevê que a assembleia geral da companhia deverá deliberar sobre a caracterização do candidato como conselheiro independente.

Com o intuito de promover e induzir a adoção de boas práticas de governança, o Código Brasileiro de Governança Corporativa das Companhias Abertas, publicado pelo IBGC em 2016, recomenda que o CA deva ter número adequado de conselheiros independentes para melhor prevenir e administrar conflitos de interesses e atuar de forma isenta e imparcial, visando à criação e à preservação de valor para a companhia (IBGC, 2016).

De acordo com o referido código (IBGC, 2016), o estatuto social da companhia deve estabelecer que:

- a) o CA seja composto em sua maioria por membros externos, tendo, no mínimo, um terço de membros independentes; e

- b) o CA deve avaliar e divulgar anualmente quem são os conselheiros independentes, bem como indicar e justificar quaisquer circunstâncias que possam comprometer sua independência.

Na revisão da literatura acadêmica brasileira da última década, poucos estudos foram encontrados sobre esse mecanismo de governança.

A pesquisa de Santos e Silveira (2007), para uma amostra de 320 companhias com liquidez na B3, com dados coletados referentes aos anos de 2003 a 2005, constatou que o valor da empresa é, em média, prejudicado por altos níveis de *interlocking*, isto é, pela participação simultânea em diferentes companhias de conselheiros de administração, principalmente nas empresas cuja maior parte dos conselheiros atua em três ou mais conselhos ou naquelas que possuem seu diretor-presidente atuando em outros conselhos. O artigo forneceu subsídios para a elaboração de recomendações de boas práticas de governança corporativa por parte de órgãos reguladores acerca da efetividade de conselheiros atuantes em diversas empresas e de suas consequências para o valor corporativo.

Nessa mesma linha de pesquisa, Mendes-da-Silva et al. (2008) mostraram 90 companhias, que, em 2007, integravam o Novo Mercado da B3, conectadas por meio de conselheiros comuns, reproduzindo uma espécie de atmosfera de clube fechado. O artigo concluiu que apesar do *board interlocking* fornecer benefícios à firma por meio de redes sociais, melhorando seu desempenho, existiam argumentos no sentido oposto: o nível de envolvimento de algumas partes interessadas podia influenciar negativamente o processo de tomada de decisão corporativa.

Se maior proximidade entre conselheiros pode ser fonte de ineficiências, espera-se que haja atenção dedicada à transparência dos relacionamentos entre os membros dos CAs, visando fornecer informações que subsidiem a avaliação dos riscos associados a esses relacionamentos, ou seja, favorecimentos em processos de negociação. Além disso, conforme aumenta o número de posições ocupadas por um conselheiro, pode-se tornar difícil dedicar tempo e esforço para entender com maior profundidade as particularidades da firma e desempenhar adequadamente o papel de monitor da gestão (MENDES-DA-SILVA et al., 2008).

Black, Carvalho e Gorga (2010), a partir de uma amostra de 66 companhias brasileiras, encontraram uma relação negativa entre a presença do conselheiro independente no CA e o valor de mercado das companhias brasileiras. No referido estudo, os autores adotaram como definição de independente aquele que “não é diretor, que não foi diretor no passado e que é independente do acionista, grupo ou família controladora”, mas sem definir o que caracteriza

tal relação de independência em face do grupo controlador. Os próprios autores consideraram que uma das possíveis razões para tal resultado negativo na relação entre a presença do conselheiro independente e o valor das companhias é que tais profissionais poderiam não ser, de fato, independentes.

No seu estudo sobre o conceito de independência dos CAs no Brasil, Gelman (2012) apontou uma lacuna nas regras de acesso ao Nível 2 e ao Novo Mercado, que permitia situações em que o conselheiro independente pudesse ter relacionamento estreito com os acionistas controladores e muitas vezes vinculado a um acordo de voto do grupo de controle, ocasionando perda do seu poder de ação individual e da sua independência.

Em 2018, as limitações apontadas por Gelman (2012) foram contornadas mediante a atualização do regulamento para acesso das companhias aos níveis especiais da bolsa de valores brasileira e tiveram seu remédio contemplado no Código Brasileiro de Governança Corporativa das Companhias Abertas (IBGC, 2016), que recomenda ao CA esgotar todos os meios disponíveis para avaliar a independência dos conselheiros. Além disso, atribui ao próprio conselheiro, em última instância, refletir sobre sua capacidade de fazer um julgamento independente diante dos temas examinados no conselho, devendo abster-se de participar da discussão e da decisão sobre tema em que esteja conflitado (IBGC, 2016). Enfim, pode-se concluir que, na atualidade, o Brasil define, com clareza e precisão, práticas para o comportamento independente do CA e de seus integrantes.

No Quadro 4 estão resumidos os principais resultados de pesquisas de autores não mencionados nesta seção, relativas à composição e à independência do CA e ao papel do conselheiro independente no Brasil. Os trabalhos estão relacionados em ordem crescente de data de publicação.

Quadro 4 – Resumo dos principais estudos brasileiros sobre características do CA

| Autores | Período | Principais Resultados |
|----------------------------|----------------|---|
| Martins e Rodrigues (2005) | 2005 | A pesquisa concluiu que o poder relativo dos conselhos nas organizações brasileiras e sua inclinação ao papel de controle derivam dos seguintes fatores: (i) influência pessoal dos conselheiros, de quem os escolheu e de que maneira, isto é, quanto mais ligado for ao acionista controlador ou a um membro da família controladora, maior influência e controle exercerá sobre os negócios da empresa; (ii) habilidade para modelar a estratégia, a partir de sua formação acadêmica, especialização ou conhecimento e experiências vividas no setor de atuação das empresas trabalhadas; (iii) efetiva participação na seleção do principal administrador. |

Continua

Conclusão

| | | |
|-----------------------------------|-------------|--|
| Holtz et al. (2013) | 2012 | Os resultados sugerem que, para as empresas listadas na B3, as variáveis relativas ao tamanho da empresa, ativo intangível, endividamento, participação no novo mercado ou nível 2 de governança corporativa e fluxo de caixa operacional são capazes de explicar o tamanho do conselho de administração. |
| Rossoni e Machado-da-Silva (2013) | 2002 a 2007 | A pesquisa concluiu que a adesão ao Novo Mercado da B3, o prestígio dos conselheiros e a reputação da empresa afetam o valor de mercado, ou seja, a legitimidade é um importante fator de explicação da variabilidade do desempenho de empresas de capital aberto |
| Holtz e Sarlo Neto (2014) | 2008 a 2011 | As evidências empíricas apontam que a independência do conselho de administração exerce efeitos positivos sobre a relevância do patrimônio líquido e sobre a informatividade dos lucros reportados. |
| Cunha e Piccoli, (2017) | 2011 a 2013 | Os achados sugerem que o gerenciamento de resultados pode ser influenciado pelo tamanho e pela independência do CA e pelo entrelaçamento dos membros do conselho, ou seja, quanto maior a rede social estabelecida entre os membros do conselho, maior a gestão de resultados positivos. Isso reforça a ideia de que o comportamento de gerenciamento de resultados pode ser perpetuado por meio de membros do conselho que participam dos conselhos de diversas empresas. |
| Freitas Neto e Mol (2017) | 2010 a 2013 | Detectou-se que os conselhos exercem papéis gerenciais com maior frequência que o supervisor e que as variáveis importantes para a determinação do papel são a presença de um ex-CEO no CA e a existência de um conselho fiscal, ambos contribuindo positivamente para a predominância do gerencial sobre o supervisor. |

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de pesquisa junto às bases Google Scholar, SciELO, Scopus e Web of Science, de artigos recentes e relevantes sobre a composição do CA e o papel do conselheiro independente no Brasil.

3.1.3 Em Busca do Conselheiro Efetivo

Qualquer CA que não possa enfrentar a gestão é um agente ineficaz. Em última instância, a falha em contestar pode gerar problemas corporativos, incluindo risco excessivo, expansão mal planejada ou estratégia de aquisição e estrutura financeira insalubre, a exemplo do excesso de alavancagem ou da liquidez insuficiente (BANKS, 2004).

De acordo com Gelman (2012), a atuação independente de um membro do CA implica um conjunto de fatores, começando por um conceito adequado de independência, mas que não se esgota nele.

Desafios para o conceito de independência do conselho incluem fraquezas inerentes do conceito e observações empíricas e doutrinárias recentes. Quatro desafios podem ser distinguidos:

- a) o problema fundamental de combinar independência com a estrutura de propriedade;
- b) evidência empírica questionável dos benefícios do conceito;
- c) problemas de incentivo; e
- d) substitutos no sistema legal (RINGE, 2017).

A independência significa e deve significar coisas fundamentalmente diferentes, dependendo da estrutura acionária e setorial em que a organização opera (RINGE, 2017). E isso

já foi reconhecido pelos Princípios de Governança Corporativa da OCDE, que afirmam que a variedade de estruturas, padrões de propriedade e práticas em diferentes países exigirão abordagens diferentes para a questão da objetividade do CA (OECD, 2015).

A independência deve ser considerada não apenas, em sentido quase-legal, uma proteção contra o conluio potencial entre executivos e não executivos, mas, acima de tudo, independência da mente (ZATTONI; CUOMO, 2010).

Os conselheiros não executivos devem trazer para o conselho as suas experiências passadas e as suas reais competências que, junto com a sua distância do dia a dia da organização, permitam oferecer diferentes perspectivas sobre a tomada de decisões estratégicas (ROBERTS; MCNULTY; STILES, 2005).

Considera-se que os conselheiros não executivos não têm conflitos de interesse, mas podem ser relativamente desinformados em relação à empresa e ter incentivos limitados para agir com cuidado. Os conselheiros executivos têm um conflito de interesses, mas estão bem informados e têm seu capital humano e seu capital financeiro comprometidos com a empresa. O conselho eficaz possui alguns conselheiros executivos bem informados e incentivados e alguns conselheiros independentes (BAYSINGER; BUTLER, 1985).

A interação de uma variedade de habilidades e perspectivas entre os diferentes membros do CA aumenta a probabilidade de soluções criativas e inovadoras para os problemas e melhora a qualidade do processo de decisão estratégica (ROBERTS; MCNULTY; STILES, 2005).

De fato, questões relacionadas à dinâmica de funcionamento de grupo e à diferença entre tomada de decisão individual e coletiva são matéria de vasta exploração na literatura. O aspecto do funcionamento coletivo que envolve o CA inclui debates acerca da heterogeneidade em sua composição, disponibilidade de tempo de cada membro, número de assentos, relações pré-existentes entre os membros do conselho, entre outros. Portanto, características individuais e coletivas formam, juntas, o ambiente decisório e influenciam no exercício independente da função (GELMAN, 2012).

O CA é a chave para se gerar um processo de governança eficaz e a seleção de conselheiros é o ponto de partida na criação de uma estrutura de governança efetiva. Os conselheiros devem ser fortes, capazes e independentes para questionar e investigar um problema em potencial antes que ele se torne um problema real, impedindo que o CA seja um órgão de gerenciamento de crises após danos terem sido causados. Consequentemente, a falha na seleção de conselheiros tem o potencial de colocar em movimento problemas maiores (BANKS, 2004).

Na visão de Banks (2004), um conselho ineficaz pode deixar de fornecer proteções de governança adequadas por vários motivos, incluindo:

- a) falta de independência;
- b) conflitos de interesse;
- c) falta de força;
- d) falta de vontade de desafiar;
- e) falta de vontade de assumir responsabilidade;
- f) lacunas de conhecimento;
- g) compromissos excessivos;
- h) foco insuficiente em questões substantivas;
- i) falta de alinhamento;
- j) tamanho excessivo.

A falta de força de um CA pode resultar de uma dinâmica interna que desestimula conflitos construtivos em favor do consentimento mecânico e das relações excessivamente colegiadas ou devido à homogeneidade dos conselheiros, isto é, históricos educacionais, técnicos e profissionais semelhantes, além de mesma visão sobre assuntos corporativos e financeiros (BANKS, 2004).

Se os conselheiros não estão cientes dos principais problemas técnicos que afetam as operações de uma empresa, eles não podem tomar decisões informadas ou fornecer uma liderança perspicaz e não podem cumprir seus deveres fiduciários. Há casos em que o conhecimento específico do conselheiro precisa ser melhorado em áreas-chave, do tipo tratamento contábil, políticas tributárias, responsabilidade socioambiental e de produtos, risco financeiro, derivativos, investimentos estruturados, transações extrapatrimoniais e transações com partes relacionadas. Essas, são as mesmas áreas que empurraram algumas empresas para dificuldades financeiras consideráveis nos últimos anos (BANKS, 2004; ROBERTS, MCNULTY; STILES, 2005; ZATTONI; CUOMO, 2010).

Cavaco et al. (2017) analisaram a diferença na distribuição de habilidades individuais entre membros independentes e não independentes no CA das 107 corporações francesas com papéis mais negociados na Bolsa de Ações de Paris. O estudo concluiu que existe uma associação negativa entre a independência e o desempenho efetivo quando as empresas operam em ambientes complexos, apoiando o argumento de que os executivos podem relutar em compartilhar informações específicas da empresa com o conselheiro independente, limitando o controle gerencial e a eficácia do monitoramento pelo conselho.

O estudo de Wang, Xie e Zhu (2015), sobre uma amostra de 445 companhias dos EUA, concluiu que deter conhecimentos sobre o negócio da empresa aumenta a capacidade dos conselheiros independentes para realizar o seu papel de monitoramento da gestão. A pesquisa descobriu evidências de que a experiência no setor/segmento onde inserida a empresa aumenta a eficácia de monitoramento dos conselhos em outras áreas-chave das políticas corporativas e na tomada de decisão.

Apesar das evidências de que a qualificação técnica é diferencial na habilitação do conselheiro independente, o tempo no cargo e a composição da sua rede social, dentre outros aspectos, podem influenciar o seu desempenho e a sua independência.

Fracassi e Tate (2012) investigaram os possíveis laços sociais por meio de dados biográficos de executivos e conselheiros de 1.500 companhias dos EUA, entre 1999 e 2007. A análise dos dados em painel revelou fortes evidências de que os laços sociais enfraquecem a efetividade do CA, visto que os conselheiros com maiores vínculos sociais com o principal executivo parecem possuir uma propensão menor de se opor a ele.

O estudo de Subrahmanyam (2008) argumenta que os conselheiros que mantêm executivos de uma companhia nas suas redes de contatos pessoais, podem se tornar relutantes em monitorá-los de forma rigorosa. O resultado da pesquisa conceitual mostra que deverá haver melhor governança e maior monitoramento dos executivos em empresas com menor peso e influência de tais redes, isto é, com conselhos menos homogêneos, com a presença de pessoas de diferentes formações, etnias, gêneros, renda, além de menor vínculo social com executivos e acionistas controladores e de tempo limitado no cargo.

Granovetter (1973) define a força de um laço social em uma função de três fatores:

- a) a frequência de contato;
- b) a profundidade emocional do relacionamento, baseada no nível de intimidade e confiança mútua; e
- c) reciprocidade, baseada em favores e obrigações.

Os laços sociais entre o gestor de topo e um conselheiro são apenas parte do cenário. As interações entre todos os conselheiros, tanto internos quanto independentes, também afetam a dinâmica do CA.

Fink (2006) aponta que os conselhos socialmente homogêneos geram níveis altos de produtividade. Mas, esse aumento de produtividade tem um preço: um maior potencial para pensamento de grupo, isto é, um viés de julgamento que surge em grupos unificados, que pode promover o excesso de otimismo e confiança nos pontos de vista do grupo. O pensamento de

grupo aumenta a coesão; porém, muitas vezes o grupo permanece cego às desvantagens de suas decisões.

Em conclusão, a solução ótima é uma combinação de pontos de vista diversos, que promovam debate e exploração de alternativas viáveis, e colegialidade, que incentiva o compromisso mútuo para alcançar o melhor resultado, dada a restrição de tempo. Consequentemente, uma definição de independência, que leve em conta os laços sociais, precisa ser ampla o suficiente para promover a diversidade, mas não tão estreita que os conselhos sejam compostos por estranhos que não podem trabalhar juntos de forma eficiente (FINK, 2006).

Todas essas evidências dão conta de que a mera presença de conselheiros independentes no CA não assegura as melhores decisões na alta gestão. Na verdade, o que se busca são conselheiros efetivos, capazes de produzir um efeito real além do simples conceito de conselheiro independente, ou seja, que reúnam outros atributos: qualificação técnica, disponibilidade de tempo, envolvimento com a companhia e incentivos adequados (SILVEIRA, 2010).

De toda sorte, é preciso ter clareza de que a independência não é uma panaceia e nem um fim em si mesma. Pelo contrário, a independência é uma ferramenta para resolver um problema específico. Em um nível geral e abstrato, é um instrumento processual para proteger grupos fracos dentro da organização e para mitigar os custos de agência. Então, o aspecto primordial, é entender que, para ser efetiva, a independência precisa ser projetada de acordo com um ambiente corporativo e uma finalidade específica (RINGE, 2017).

Ringe (2017) argumenta que a independência do conselheiro em si talvez não seja suficiente para a eficácia do seu papel. E lembra que os acadêmicos têm se concentrado cada vez mais em avaliar qual a estrutura de incentivos adequada para conselheiros independentes. Intuitivamente, isso faz sentido, dadas as numerosas tarefas atribuídas aos conselheiros independentes e os resultados quase sobre-humanos que se esperam deles. Os legisladores têm sugerido soluções óbvias, tais como reforçar os padrões de responsabilidade ou incentivar os conselheiros financeiramente. Seja qual for a abordagem, é positivo que este aspecto do debate – para considerar o lado dos incentivos – tenha alcançado a discussão política geral, muitas vezes negligenciada no debate tradicional.

Para Zattoni e Cuomo (2010) há de se considerar ainda que, apesar da relevância do papel do conselheiro independente para a eficácia do CA, vários mecanismos de governança, alternativos e substituíveis, contribuem para a criação de freios e contrapesos dentro de uma organização.

Em outras palavras, apenas em termos abstratos é possível analisar um mecanismo de governança sem considerar os outros, uma vez que há evidências crescentes de que estrutura de propriedade, independência do CA, questões de desempenho, características e compensação da alta gerência estão interrelacionadas (ZATTONI; CUOMO, 2010).

3.2 Teoria Institucional e a Legitimidade das Práticas de Governança

3.2.1 O Contexto Institucional como Indutor do Isomorfismo

Em sua obra pioneira, Meyer e Rowan (1977) postulam que estruturas formais não são apenas criaturas de suas redes relacionais na organização social. Nas sociedades modernas, os elementos da estrutura formal racionalizada estão enraizados e refletem a ampla compreensão da realidade social. Vários cargos, políticas, programas e procedimentos das organizações modernas são impostos pela opinião pública, pelos pontos de vista de constituintes notáveis, pelo conhecimento legitimado pelo sistema educacional, pelo prestígio social, pelas leis e pelas definições de negligência e prudência utilizada pelos tribunais.

Para Max Weber, a burocratização das organizações resultou de três causas relacionadas:

- a) competição entre empresas;
- b) competição entre Estados, o que aumentou a necessidade dos governantes de controlar suas equipes e cidadãos; e
- c) demandas burguesas por proteção igualitária perante a lei.

Das três, a competição no mercado era considerada a superior.

No estudo seminal sobre o neoinstitucionalismo, DiMaggio e Powell (1983) argumentam que as organizações ainda estão se tornando homogêneas e a burocracia, preconizada por Max Weber, permanece a configuração organizacional comum. Todavia, a mudança estrutural nas organizações parece ser cada vez menos orientada pela competição ou pela necessidade de eficiência. Em vez disso, constata-se que a burocratização e as outras formas de mudança organizacional têm decocorrido de processos que tornam as organizações similares, sem as tornar eficientes.

Os focos e as forças motivadoras da homogeneização se transformaram desde os tempos de Weber. Mas, a importância de compreender as tendências para as quais ele chamou a atenção nunca esteve tão imediata, como é o caso do que se busca nesta pesquisa.

As corporações empresariais são instituições influenciadas por forças econômicas, políticas e socioculturais. Às vezes, essas forças políticas e sociais podem se tornar mais influentes do que as forças econômicas na formação do destino corporativo (WARREN, 2003).

Além disso, outros estudos internacionais de governança corporativa estão começando a empregar esta variável contextual à medida que procuram entender antecedentes e efeitos das práticas de governança corporativa em todo o mundo (ANDRES; VALENTIN; LOPEZ, 2005).

La Porta et al. (2000), ao descreverem o conceito de convergência funcional das práticas de governança corporativa como mudanças descentralizadas e orientadas para o mercado no nível da empresa, notaram que esse processo parecia estar ocorrendo com maior regularidade.

A teoria institucional enfatiza que as organizações, os campos organizacionais e as nações são mais do que um meio para produzir bens e serviços, são sistemas sociais e culturais que buscam legitimidade. As forças e restrições institucionais transnacionais convergem para criar similaridade de estrutura, de pensamento e de ação, e podem explicar a legitimidade percebida das práticas de governança corporativa dentro de uma nação ou entre países (JUDGE; DOUGLAS; KUTAN, 2008).

O que se observa é, primeiro, a emergência e a estruturação de um campo organizacional, aí entendido aquelas organizações que, em conjunto, constituem uma área reconhecida da vida institucional: fornecedores-chave, consumidores de recursos e produtos, agências regulatórias e outras organizações que produzam serviços e produtos similares; e, segundo, a homogeneização dessas organizações e, da mesma forma, dos ingressantes, uma vez que o campo seja estabelecido (DIMAGGIO; POWELL, 1983).

A ideia de campo organizacional abrange a importância tanto da conectividade quanto da equivalência estrutural. Quanto a isso, o aspecto que guarda maior interesse é a conscientização mútua entre os participantes de um grupo de organizações de que estão envolvidos em um negócio comum. Aqueles que adotam inovações organizacionais são guiados pelo desejo de melhorar seu desempenho. À medida que uma inovação se espalha, alcança-se um limiar além do qual sua adoção proporciona legitimidade em vez de melhorar o desempenho (MEYER; ROWAN, 1977).

O conceito que melhor capta o processo de homogeneização é o de isomorfismo, fenômeno que força uma unidade de uma certa população a se assemelhar a outras unidades que enfrentam o mesmo conjunto de condições ambientais. O isomorfismo competitivo, assim definido por Hannan e Freeman (1977), enfatiza o processo de seleção. As organizações não

competem somente por recursos e clientes, mas por poder político e legitimação institucional, por adequação social e econômica.

O isomorfismo com instituições ambientais possibilita às organizações incorporar elementos que são legitimados externamente, e não em termos de eficiência; empregar critérios de avaliação externos ou cerimoniais para definir o valor dos elementos estruturais; e manter a estabilidade organizacional pela dependência de instituições fixadas externamente.

Embora os tipos de isomorfismo não sejam sempre empiricamente distintos, identificam-se três mecanismos por meio dos quais ocorrem mudanças isomórficas institucionais, cada um com seus próprios antecedentes, conforme definidos por DiMaggio e Powell (1983):

- a) isomorfismo coercitivo, que deriva tanto de pressões formais quanto de pressões informais exercidas sobre as organizações por outras organizações das quais elas dependem e pelas expectativas culturais da sociedade em que atuam. Tais pressões podem ser sentidas como coerção, ou seja, resposta direta a ordens governamentais, ou como persuasão, um convite para se unirem em conluio. À medida que Estados e outras grandes organizações racionalizados expandem seus domínios a outras arenas da vida social, as estruturas organizacionais passam a refletir regras institucionalizadas e legitimadas pelo poder estatal e dentro dele;
- b) isomorfismo mimético, que resulta de respostas padronizadas à incerteza. As organizações tendem a copiar em seu campo outras organizações que elas percebem legítimas ou bem-sucedidas;
- c) isomorfismo normativo, associado à profissionalização. Dois aspectos da profissionalização são fontes eminentes desse tipo de isomorfismo. Um deles é o apoio da educação formal e da legitimação em uma base cognitiva produzida por especialistas universitários. O segundo aspecto é o crescimento e a constituição de redes profissionais que perpassam as organizações e por meio das quais novos modelos são difundidos.

De maneira geral, quanto maior a população de pessoas empregadas ou a quantidade de clientes servidos por uma organização, maior a pressão sentida para deter programas e serviços oferecidos por outras organizações. Assim, tanto uma força de trabalho experiente quanto uma ampla base de clientes podem impulsionar o isomorfismo mimético. A similaridade pode tornar fácil para as organizações realizar transações, atrair pessoas focadas em carreiras, ser reconhecidas como legítimas e respeitadas, e se encaixar em categorias administrativas que definem elegibilidade para reconhecimentos em contratos públicos e privados. No entanto, nada

disso assegura que tais organizações serão mais eficientes do que aquelas que não agem dessa maneira (DIMAGGIO; POWELL, 1983).

A incerteza do ambiente é uma força poderosa que encoraja a imitação. Quando tecnologias organizacionais são pouco compreendidas, objetivos são ambíguos ou quando o ambiente cria incerteza simbólica, as organizações tendem a se modelar com base em outras organizações (DIMAGGIO; POWELL, 1983).

Johanson e Ostergren (2010) corroboram a visão de que as práticas de governança corporativa estão complexamente incorporadas em contextos culturais, jurídicos e políticos. Todavia, argumentam que nem todas as melhores práticas dos países, cujos códigos de governança servem de referência para o mundo, são compatíveis para um determinado sistema local, dada a diversidade nas configurações nacionais de governança corporativa.

A atual semelhança que se verifica na normatização das boas práticas de governança corporativa entre os países pode ser avaliada, no campo da teoria institucional, como resultado de um processo de legitimação e aparente conformidade às pressões exercidas por investidores institucionais transnacionais e pelas bolsas de valores, cada vez mais sujeitas ao movimento global dos investimentos financeiros (JOHANSON; OSTERGREN, 2010).

3.2.2A Legitimidade no Centro da Teoria Institucional

Conforme referido na seção 3.1.1, a teoria da agência é considerada a perspectiva teórica predominante aplicada aos estudos de governança corporativa, por lidar com os problemas de eficiência econômico-financeira – custos de agência – que surgem com a separação entre propriedade e gestão (WILLIAMSON, 1996).

Todavia, estudiosos divergem sobre se a adoção de novas práticas de governança corporativa se deve à busca da eficiência ou devido a efeitos de legitimação (STRANG; MACY, 2001; TOLBERT; ZUCKER, 1983; WESTPHAL; ZAJAC, 1997).

Eisenhardt (1988), Lynall, Golden e Hillman (2003) e Young, Stedham e Beekun (2000) defendem a utilização de um referencial multiteórico, principalmente pelo uso da teoria institucional, para os problemas de agência e da governança corporativa de forma geral, em especial no que tange à composição do CA.

Nilakant e Rao (1994) apontam que, em contextos onde o esforço exigido do agente não é evidente, ou quando há uma multiplicidade de proprietários-principais com interesses não convergentes – como no caso dos fundos de pensão –, os modelos da teoria da agência poderão

se tornar limitados para compreender as pressões que conformam a atividade dos gestores e as práticas de governança. Nessas situações, a preocupação maior desses executivos torna-se a busca pela legitimidade da organização e de suas atividades, reduzindo a capacidade explicativa da teoria da agência e a validade de suas proposições.

Legitimidade é o conceito central do institucionalismo organizacional (DEEPHOUSE; SUCHMAN, 2008; RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 2008; SUCHMAN, 1995). Sua importância deriva da premissa de que as organizações, enquanto parte do sistema social (PARSONS, 1956), necessitam mais do que recursos técnicos e informação do ambiente, elas necessitam de aceitação e credibilidade (SCOTT et al., 2000).

A legitimidade não consiste apenas em uma questão de imagem, mas em identificar e ser receptivo aos interesses do ambiente, fazendo as coisas como deveriam ser, usando os resultados, técnicas e procedimentos corretos e desenvolvendo ações profissionais e científicas que ajudam a simplificar processos decisórios (DÍEZ-MARTÍN; BLANCO-GONZÁLEZ; PRADO-ROMÁN, 2010).

A perspectiva institucional vê a legitimidade como uma condição que reflete a consonância da organização com regras, normas e estruturas cultural-cognitivas. Diante dessas circunstâncias, Meyer e Scott (1983) apontam que aquele conjunto de instituições dentro do contexto imediato das organizações, relacionados com os sistemas culturais, tende a ser legitimado.

Nas últimas duas décadas, a crise de legitimidade que escândalos corporativos geraram no mercado não pôde ser resolvida no escopo explicativo das teorias econômicas e financeiras. Diante disso, teóricos e práticos das organizações têm buscado compreender o fenômeno da governança corporativa sob diferentes lógicas, entre elas a institucional (ROSSONI, 2009).

De outra parte, devido às crescentes desigualdades econômicas nas sociedades, à degradação do ambiente natural e à alarmante frequência de malversação corporativa, tem recrudescido entre os observadores um questionamento da legitimidade fundamental das corporações além das falhas financeiras corporativas isoladas (JACKSON; MOERKE, 2005).

A limitação das externalidades negativas pelas autoridades estatais está se tornando difícil em decorrência do alcance global do poder corporativo e da variedade dessas externalidades que transcendem as fronteiras nacionais. O resultado é que as partes interessadas de empresas estão mais expostas a riscos das atividades corporativas, além do que, o vínculo assumido entre a maximização do valor para os acionistas e o bem-estar social está enfraquecendo, com efeitos adversos na legitimidade e na viabilidade das organizações (SCHNEIDER; SCHERER, 2013).

Para Meyer e Rowan (1977), o bom desempenho da organização, ou sua permanência no mercado, está atrelado à eficácia de fatores técnicos e à capacidade de desenvolver processos e práticas socialmente aceitáveis. Então, a racionalidade está na adoção de instrumentos percebidos como legítimos pela sociedade.

Sob essa ótica, Suchman (1995) afirma que a legitimidade seria um status conferido à organização quando os grupos de interesse endossam e dão suporte a seus objetivos e a suas atividades. Em outras palavras, numa abordagem recente, as organizações precisam criar uma impressão de sustentabilidade e de legitimidade para receber apoio de todas as partes interessadas e ser competitivas (CRUZ-SUÁREZ; PRADO-ROMÁN; PRADO-ROMÁN, 2014; GRIGOLI; MILLS, 2014).

Legitimidade pode ser adquirida, mantida ou perdida. Por essa razão, as instituições devem administrá-la ativamente (SUCHMAN, 1995). Os estudiosos da teoria institucional reconheceram que as preocupações de legitimidade surgem quando as rotinas falham e uma transgressão ou crise ocorre (ASHFORTH; GIBBS, 1990; MEYER; ROWAN, 1977; SCHERER; PALAZZO; SEIDL, 2013).

A perda de legitimidade parece onipresente na economia globalizada de hoje, com múltiplas demandas heterogêneas e mutáveis. Assim, qualquer organização moderna operando em tal ambiente pode estar preocupada com a gestão de respostas estratégicas à perda de legitimidade (PFARRER et al., 2008; SCHERER; PALAZZO; SEIDL, 2013).

A discrepância entre as ações de uma empresa e as expectativas da sociedade poderá desenvolver uma defasagem de legitimidade, pois a organização estará operando em sentido contrário às expectativas da sociedade. Essa defasagem poderá ameaçar a imagem e a reputação da empresa que não opera em congruência com aspectos que lhe conferem o status de legítima. Esse fato pode influenciar as relações estabelecidas no campo organizacional e levar ao fim de sua existência enquanto membro legítimo de uma comunidade empresarial e da sociedade (SUCHMAN, 1995).

De muitas maneiras, a tarefa de reparar a legitimidade assemelha-se à tarefa de obter legitimidade. Entretanto, diferentemente da criação, a reparação da legitimidade representa uma reação a uma crise imprevista de significado. Dois tipos de ação reativa desempenham papéis influentes nesse sentido. A primeira, criação de monitores e “cães de guarda” permite que a organização coloque um vínculo contra a reincidência futura, por exemplo, invocando a regulamentação do governo, distribuindo ouvidores ou instituindo procedimentos de reclamação. Embora essas medidas não restabeleçam a legitimidade diretamente, elas

simbolizam a contrição e podem persuadir alguns constituintes a retomar com segurança as trocas pragmáticas com a organização conturbada. A segunda forma principal de reação emprega a mudança estrutural para distanciar, de forma simbólica, a organização das "más influências" (SUCHMAN, 1995).

É nesse cenário de busca e sustentação da legitimidade que as organizações são direcionadas a incorporar práticas e procedimentos institucionalizados e legitimados em outras organizações. As organizações são levadas a acreditar que, por adotarem práticas legítimas, conseguirão alcançar a legitimidade e serem reconhecidas no campo organizacional. Assim, as empresas precisam se cercar de mecanismos de controle, objetivando monitorar o ambiente em que atuam para perceber as mudanças que ocorrem ao seu redor (SUCHMAN, 1995).

Uma vez que a teoria institucional contém um conjunto abrangente e parcimonioso de ideias para explicar como a legitimidade é obtida ou perdida, volta-se a atenção para as forças institucionais que podem explicar as variações de legitimidade da governança corporativa em todo o mundo. Uma das funções das instituições é restringir e padronizar o comportamento social por meio de mecanismos reguladores (JUDGE; DOUGLAS; KUTAN, 2008).

Segundo Scott (2008), na realidade organizacional, as diferentes formas de racionalidade, especialmente a instrumental, formal e substantiva, se destacam, configurando-se em três bases da legitimidade: regulatória, normativa e cultural-cognitiva.

De forma geral, a base da legitimidade regulatória está na conformidade com as regras: organizações legítimas são aquelas que estão legalmente estabelecidas ou estão de acordo com as leis ou regimentos (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 2008; SCOTT et al., 2000). Ou seja, a legitimidade regulatória é derivada de regulamentos, regras, padrões e expectativas criadas por governos, agências reguladoras, associações profissionais e organizações influentes (ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002).

A visão regulatória das instituições é seguida principalmente por economistas e cientistas políticos. Na ciência política, o foco é a criação dos sistemas de regras e mecanismos de supervisão, denominados regimes. Na economia, inclui o estudo das relações contratuais e estruturas de governança, analisadas nas teorias do direito de propriedade, da agência e dos custos de transação. Para os teóricos desta corrente, as estruturas são as principais portadoras das regras institucionais (FONTES FILHO, 2004; SCOTT, 1995).

Sob um sistema legal bem estabelecido, que funciona de forma justa e previsível, os sistemas sociais e as transações são ordenadas e eficientes. Em contraste, quando o sistema jurídico é pouco desenvolvido ou se é aplicado de forma desigual, o respeito à lei diminui e as transações econômicas tendem a ser desordenadas e ineficientes (LA PORTA et al., 1997).

A pesquisa de Judge, Douglas e Kutan (2008) evidenciou que níveis altos de lei e ordem, baixos níveis de corrupção e uma ênfase cultural na competitividade internacional parecem influenciar a legitimidade percebida da governança corporativa dentro de uma nação. Os resultados do estudo sugerem que a aprovação de leis não é suficiente – a sociedade deve ser percebida como sendo governada por lei e ordem, para permitir que práticas legítimas de governança corporativa sejam estabelecidas.

Dessa forma, as organizações, enquanto agentes racionais, buscam responder a determinado conjunto de regras – uma racionalidade formal (KALBERG, 1980) –, diante da possibilidade, por um lado, de punições e sanções, caso tais regras não sejam seguidas e, por outro lado, de gozar das prerrogativas que o atendimento a tais regras possa gerar. Adicionalmente, esse atendimento às regras pode ser condicional ao seu grau de legitimidade: se tais regras são imparciais e estão em consonância com os princípios estruturais, elas tendem a ser mais legítimas (ROSSONI, 2009).

Um elemento estrutural pode ser considerado legítimo quando aceito por uma porção significativa dos membros do sistema, ou seja, obter certa densidade no sistema social onde está inserido (BERGER; LUCKMANN, 2008). Diferente do que se tem na visão regulatória, os elementos normativos se assemelham a condições ambientais que afetam o projeto institucional, e não elementos institucionais constitutivos (SCOTT, 1995).

Para Dimaggio e Powel (1983), as pressões normativas estão atreladas às relações coesas, que levam as organizações a observarem outras para compreender as práticas eficazes e aceitáveis no sistema social onde estão inseridas, seguindo uma coerência de adequação, de modo que as práticas inovadoras se tornam institucionalizadas devido ao elevado número de organizações que aderem a tais inovações.

Nesse raciocínio, a legitimidade normativa (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 2008; SCOTT et al., 2000) deriva das normas e valores da sociedade ou do ambiente social influente para o negócio (ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002), não se referindo somente aos benefícios que uma organização possibilita a determinada instância normativa (sejam consultorias, associações profissionais, agências de certificação e de classificação, classes de profissionais, entre outras), mas também se suas práticas são socialmente aceitas e em consonância com os princípios estruturais (SUCHMAN, 1995). Por esse prisma, uma organização é apropriada e desejada quando atende a tais normas e valores, obtendo uma avaliação normativa positiva da sociedade e de seus grupos de interesse (SUCHMAN, 1995).

Por último, a legitimidade cultural-cognitiva (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 2008; SCOTT et al., 2000), ou apenas cognitiva para alguns autores (ALDRICH; FIOL, 1994; SUCHMAN, 1995; ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002), deriva da conformidade com modelos e padrões socialmente aceitos no ambiente organizacional. Tal proposição deriva de Meyer e Rowan (1977), sobre a aquiescência a estruturas amplamente aceitas, de alto valor cerimonial, e a orientações de especialistas, que tornam favorável a posição de uma organização.

Segundo destaca Scott (2008), a visão cognitiva da legitimidade pontua que ela se origina da conformação com uma dada situação, estrutura de referência, papel reconhecido ou padrão estrutural. Dessa forma, a adoção de uma estrutura, que é tida como certa, significa buscar a legitimidade que se origina de tal elemento porque ele é socialmente aceito.

Quanto mais forte o ambiente institucional, maior a necessidade de legitimidade cultural-cognitiva de todos os tipos e de legitimidade moral baseada em procedimentos e estruturas. Nos setores de serviços financeiros e de saúde, as restrições técnicas e institucionais operam simultaneamente, exigindo que as organizações enfatizem suas disposições de espírito público e sua relativa permanência, a fim de lubrificar o inevitável atrito entre alcançar objetivos específicos e seguir as diretrizes gerais (SUCHMAN, 1995).

Sob uma outra abordagem, as diferentes audiências internas e externas, que observam as organizações, delineiam as origens da legitimidade, atribuindo-lhes algum tipo de avaliação (RUEF; SCOTT, 1998), não em função do poder que os avaliadores têm em si, mas da autoridade que eles possuem em face de algum aspecto da vida social (MEYER; SCOTT, 1983).

Entre as diversas origens da legitimidade, Deephouse e Suchman (2008) destacam quatro. A primeira é o Estado, que, por meio de suas diversas facetas regulatórias e normativas, condiciona as organizações a adotarem determinada forma ou conduta sancionada por lei. Posto isto, organizações que não atendem às determinações do Estado e de seus agentes, além do risco de sanções punitivas, podem ser avaliadas negativamente por outras audiências, pondo em suspeita a credibilidade da organização (SANDERS; TUSCHKETHE, 2007).

A segunda origem é a sociedade. Deephouse e Suchman (2008) apontam que o foco em tal origem é comum em estudos sobre a difusão de formas e modelos organizacionais (TOLBERT; ZUCKER, 1983) e na abordagem da ecologia populacional (HANNAN; FREEMAN, 1989). Em linhas gerais, tais estudos partem da premissa de que o aumento no número de adoções de determinada forma ou prática organizacional é indício de legitimação de determinada forma organizacional por meio de mecanismos isomórficos.

A terceira origem da legitimidade organizacional envolve o papel da mídia. Para Baum e Powell (1995) e Dowling e Pfeffer (1975), a mídia é um dos principais indicadores de

legitimidade organizacional. A comunicação de massa sugere que os relatos sobre a organização refletem sua legitimidade e influenciam a opinião do público em geral. Dessa forma, a mídia opera um papel dual, representando tanto um indicador de legitimidade na sociedade, quanto uma origem em si (DEEPHOUSE, 1996).

Informações sobre irregularidades e críticas corporativas podem se espalhar através da mídia e das novas tecnologias de comunicação, e a legitimidade corporativa pode ser questionada globalmente, haja vista que uma redução do bem-estar individual de uma organização interessada pode ser considerada uma ameaça ao bem-estar social público (SCHNEIDER; SCHERER, 2013).

A quarta e última origem da legitimidade relacionada por Deephouse e Suchman (2008) é aquela vinculada aos laços e relacionamentos organizacionais: alianças estratégicas, relações corporativas, *joint ventures*, parcerias institucionais, relações com grupos de interesse e relações diretas com estâncias de avaliação.

Apoiado na teoria de Scott (1995), sobre como os modelos e aspectos institucionais da sociedade influenciam a estrutura de governança das organizações por intermédio do processo de difusão e imposição de práticas, o estudo de Judge, Douglas e Kutan (2008) demonstrou as contribuições complementares das instituições regulatórias, cognitivas e normativas. As evidências da pesquisa sugerem que os ambientes institucionais afetam os executivos, o desempenho das organizações e outras partes interessadas – funcionários, fornecedores, clientes e público em geral.

Em resumo, de acordo com Meyer e Rowan (1977), a adoção de elementos considerados legítimos no ambiente reduz a turbulência e mantém a estabilidade organizacional. Tal quadro promove o sucesso e a sobrevivência da organização, que, ao incorporar elementos legitimados em sua estrutura formal, eleva o compromisso dos participantes internos e de seus constituintes externos, protegendo-a de ter sua conduta questionada (ROSSONI, 2009).

3.2.3 Atributos e Papéis do Conselho de Administração

Para Monks e Minow (1996), um dos principais pilares da governança corporativa é a composição e uma forte presença de um CA cujos membros atuem com independência. Quaisquer que sejam suas virtudes ou problemas, o CA é parte da solução de mercado para amenizar os problemas de agência que afligem as organizações (HERMALIN; WEISBACH, 2003).

No modelo anglo-saxão de governança corporativa, encontrado nos EUA e na Inglaterra, o problema central é a elaboração de regras e incentivos (contratos) para alinhar o comportamento do gestor (agente) com as aspirações dos proprietários (principal) e garantir o retorno dos investimentos. As características dominantes nesse modelo de governança se traduzem pela orientação dinâmica para o mercado, pela fluência do capital, pela fragmentação da propriedade e pela possibilidade de internacionalização dos negócios (CARLSSON, 2001).

As características do modelo latino de governança corporativa, no qual o Brasil se enquadra, dizem respeito à concentração da propriedade nas mãos de poucos acionistas e à concentração de poder nas mãos de um líder ou de uma instituição específica. Nesse modelo, o Estado tem participação direta em várias empresas, na condição de proprietário ou de regulador das atividades produtivas (CARLSSON, 2001; SCOTT, 1997).

Bratton e McCahery (1999) afirmam que na presença de acionistas controladores e mercados secundários menos líquidos, a alternativa de proteção aos minoritários é a utilização de mecanismos de controle interno de governança, como é o caso do CA.

No Brasil, o CA é um órgão existente em todas as empresas de capital aberto, de caráter deliberativo, e integrado por, no mínimo, três profissionais eleitos pelos próprios acionistas. Suas atribuições estão apresentadas no artigo 142 da Lei das Sociedades Anônimas – Lei nº 6.404, de 15/12/1976 (BRASIL, 1976), que destaca, em relação às funções de controle, a fiscalização da gestão dos diretores, o exame de livros e papéis da companhia, dos contratos celebrados e quaisquer outros atos ligados à administração da empresa. Em virtude dessa atividade de fiscalização de atos dos diretores, tem ganho importância a discussão acerca da necessidade de independência dos conselheiros (DUTRA; SAITO, 2002).

Na maioria das legislações que tratam da questão, os papéis do CA se relacionam com a seleção e demissão do principal executivo da empresa, representação dos interesses dos acionistas, provimento de aconselhamento para o executivo principal e monitoramento das ações gerenciais e do desempenho da empresa (BOWEN, 1994; DEMB; NEUBAUER, 1992; VANCE, 1983; WARD, 2000).

Apesar do apelo teórico dessa posição, argumenta-se que a cultura do conselho, a informação limitada e a falta de incentivos, dentre outros fatores, podem restringir o papel de conselheiros independentes (ADAMS; FERREIRA, 2007; JENSEN, 1993).

A literatura de governança tem se apoiado na ligação entre o desempenho da organização e as características do CA ou dos conselheiros independentes, uma vez que o processo de tomada de decisão no conselho é geralmente inobservável ao público (TANG; DU;

HOU, 2013). No entanto, conforme mencionado na seção 3.1.1, evidências empíricas sobre essa relação não são claras.

Adams, Hermalin e Weisbach (2010) admitem que o CA é um mecanismo difícil de estudar. As duas principais questões sobre conselhos dizem respeito ao que determina sua composição e o que determina suas ações. Tais questões são interligadas – a composição do conselho é interessante porque afeta o que o conselho faz; e, sua composição é influenciada pelo desejo de afetar o que ele faz. Na visão desses autores, o problema de endogeneidade conjunta é irritante para a pesquisa teórica e empírica sobre conselhos. A pesquisa que foca um lado da equação e ignora o outro é incompleta e os resultados enganosos.

Detalhadamente, pode-se afirmar que o CA possui três papéis-chave. O primeiro, relacionado à estratégia, com responsabilidades por avaliar e selecionar alternativas estratégicas que foram desenvolvidas pelos gestores de topo, fornecendo aconselhamento para melhorar a qualidade das decisões estratégicas e assim por diante. O segundo, relacionado ao controle sobre os executivos e os recursos da organização. O terceiro, relacionado com serviços ou com o papel institucional exercido, aconselhando os gestores e provendo uma face institucional para a organização em sua comunidade (DEMB; NEUBAUER, 1992; FORBES; MILLIKEN, 1999; JOHNSON; DAILY; ELLSTRAND, 1996; STILES; TAYLOR, 2001; ZAHRA; PEARCE, 1989).

Sob uma perspectiva legalista, os estudos apontam quatro atributos principais do CA: composição, características, estrutura e processo (ZAHRA; PEARCE, 1989), que afetam seus papéis e sua atuação e que contribuem de forma indireta para o desempenho da organização (ZAHRA; PEARCE, 1989; PEARCE; ZAHRA, 1992).

A composição se refere ao tamanho e aos tipos de conselheiros que compõem o CA (CASTALDI; WORTMAN, 1984). O tamanho diz respeito ao número de membros existentes. O tipo se refere à reconhecida dicotomia existente entre os conselheiros internos à organização – que possuem algum papel executivo – e os externos – que não possuem papel executivo, não possuem ações da empresa ou de subsidiárias e não trabalharam diretamente com o executivo principal em outras organizações empresariais (CHAGANTI; MAHAJAN; SHARMA, 1985; COCHRAN; WOOD; JONES, 1985; JONES; GOLDBERG, 1982).

Outra distinção relacionada ao tipo do conselho se refere à participação e à representação das minorias étnicas e mulheres. Segundo Zahra e Pearce (1989), essa configuração representa os valores de toda a sociedade e não apenas os dos acionistas.

Os achados da pesquisa de Terjesen, Couto e Francisco (2016), baseada em dados de 2010, de 3.876 empresas listadas em 47 países, sugerem que conselheiros do sexo feminino enviam um sinal positivo ao público em relação ao comportamento ético de uma organização. Além disso, o efeito do desempenho positivo de alguns conselheiros independentes se dá somente se esse conselho for diversificado em gênero. Descobriu-se ainda que, as empresas com preocupações sobre independência e eficácia do CA, e aquelas que operam em ambientes complexos, são propensas a ter conselheiros do sexo feminino.

Sob essa mesma abordagem institucional, vale comentar que o CA é formado por pessoas inseridas em um ambiente cultural, familiar e social. Esses ambientes podem influenciar os valores dos indivíduos, seus comportamentos, atitudes e decisões (MARCHIANO, 2014).

Nesse âmbito, a teoria da troca social sugere que os conselhos se submetem à alta direção, uma vez que os conselheiros independentes se sentem em dívida por terem recebido uma posição de conselheiro e, em troca, fornecem apoio (MA; KHANNA, 2016).

Teóricos das trocas sociais acreditam que as normas sociais e o interesse individual se combinam para motivar a reciprocidade, que dita não apenas às pessoas a procurarem oportunidades para ajudar aqueles que as ajudaram, mas também que devem ser motivadas a evitar ações que prejudicariam seus benfeitores (WESTPHAL; CLEMENT, 2008). Molm (2003) refere-se a um código universal de conduta moral que programa os seres humanos a favores recíprocos depois que eles são oferecidos.

Pesquisas sobre táticas de influência social indicam que gratidão é uma ferramenta comum utilizada pelas elites corporativas para invocar a reciprocidade. A gratidão de gestores ou conselheiros em relação a presidentes executivos está associada a resultados favoráveis na carreira; por exemplo, avaliações positivas de desempenho, alta remuneração e aumento de referências para consultas externas (KUMAR; BEYERLEIN, 1991; STERN; WESTPHAL, 2010). Táticas comuns de influência social pela gratidão incluem lisonja e conformidade de opinião. A conformidade de opinião, ao se expressar concordância com o ponto de vista de outra pessoa, é considerada uma forma indireta de lisonja por validar seu julgamento (PARK; WESTPHAL; STERN, 2011).

Como segundo atributo relacionado por Zahra e Pearce (1989), as características do CA se referem à experiência e à formação dos conselheiros, além da independência para o adequado desempenho de suas atividades e tarefas (KESNER; VICTOR; LAMONT, 1986).

Basicamente, a análise das características do conselho pode ser feita a partir de dois componentes. O primeiro é a formação e a experiência dos conselheiros refletidas na idade,

conhecimento acadêmico e valores, que influenciarão suas escolhas. Conselheiros independentes e competentes podem trazer objetividade e perspectivas inovadoras para abordar os processos e obter legitimidade institucional (LIU; VALENTI; CHEN, 2016). O segundo é o estilo de trabalho, que refletirá a disposição para foco interno ou externo (ZAHRA; PEARCE, 1989), a independência para influenciar diretores executivos (PEARCE; ZAHRA, 1992) e o interesse deles na empresa no papel de representantes dos acionistas ou de outras partes interessadas (DALTON; KESNER, 1987; KERR; BETTIS, 1987).

O terceiro atributo se refere à estrutura ou à organização do CA, isto é, divisão do trabalho, formação de comitês e eficiência de suas operações. De modo específico, esses aspectos se materializam no número e nos tipos de comitês que os conselhos formam nas organizações, no fluxo de informações entre os conselheiros, comitês, diretores executivos, acionistas e ambiente externo, e, principalmente, na configuração da liderança do CA (VANCE, 1983; ZAHRA; PEARCE, 1989).

Por fim, o processo é o atributo que se refere às atividades de tomada de decisão, a partir de cinco elementos:

- a) a frequência e a duração das reuniões;
- b) a interface do CA com o principal executivo da empresa;
- c) o nível de consenso entre os conselheiros;
- d) a formalidade dos procedimentos; e
- e) a preocupação e o envolvimento do conselho com sua própria avaliação (VANCE, 1983; ZAHRA; PEARCE, 1989).

Ainda de acordo com Zahra e Pearce (1989), esses quatro atributos podem afetar o desempenho do CA sob o aspecto institucional (ou de serviço) e o de controle. E, do mesmo modo, a atuação do conselho depende da concentração da propriedade e do tamanho da organização.

Nas empresas onde há concentração da propriedade, os conselheiros têm um papel ativo de controle e serviço, diferente das empresas com grande fragmentação acionária (ZAHRA; PEARCE, 1989).

Nas empresas pequenas, as pesquisas apontam que o CA é mais ativo no papel institucional e de legitimação, enquanto nas grandes firmas a função de controle se torna vital, por estarem associadas a operações complexas (CASTALDI; WORTMAN, 1984; JONES; GOLDBERG, 1982).

Nos últimos tempos, medidas legais relativas à conduta e à responsabilidade dos membros do CA foram sendo esgotadas. As propostas de reforma concentraram-se na estrutura e composição do conselho. Por ampla margem, a reforma mais popular da governança corporativa envolveu a independência do CA pela crença de que aumentar esse atributo fortalece sua capacidade institucional para lidar com o problema de agência vis-à-vis as pessoas de dentro da corporação – tanto o presidente executivo, quanto o acionista dominante, onde ele existe. Um CA independente seria capaz de se envolver com pessoas de dentro da empresa e representar melhor os interesses de seus acionistas (LICHT, 2011).

3.2.4A Importância do Conselho de Administração para a Legitimidade Organizacional

O triunvirato da governança corporativa – CA, gestores e acionistas – tem uma dimensão vertical e horizontal. A centralidade de cada um dos problemas difere em todo o mundo. Problemas horizontais dominam na maior parte do mundo e questões verticais nos países de cultura anglo-saxônica. Os meios pelos quais o controlador extrai benefícios diferem entre os dois e, do mesmo modo, os meios para mitigar os custos de cada tipo de problema (ROSSONI, 2009).

De acordo com Roe (2005), a dimensão vertical da governança corporativa ocorre entre executivos e acionistas minoritários, em ambiente de propriedade dispersa, não havendo nenhum acionista dominante, a exemplo dos modelos estadunidense e britânico de propriedade. O foco da governança é garantir que executivos e CA atuem de acordo com os interesses dos acionistas. Como isso não ocorre por vontade própria dos agentes (executivos e conselheiros), há uma série de artefatos e mecanismos institucionalizados que regem as relações entre eles e o principal, no caso, os acionistas minoritários (ROE, 2005; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

A dimensão horizontal das relações de governança ocorre quando há um acionista dominante que potencializa o atendimento de seus interesses em detrimento dos anseios dos acionistas minoritários, a exemplo dos modelos de governança europeu, asiático e latino-americano. Nessas circunstâncias, o principal objetivo de mecanismos e instituições relacionadas a práticas de governança é interromper ações autointeressadas do controlador (ROE, 2005).

Práticas de governança, além de resolverem problemas entre agente e principal, devem ser tidas como legítimas na sociedade (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; ROE, 2005). Isso porque, segundo ressaltam Jones e Goldberg (1982), existe uma expectativa de que as corporações atuem de uma maneira socialmente responsável. Assim, uma visão estritamente

econômica acerca das práticas de governança tende a ser questionável, mesmo ainda que boa parte do discurso sobre governança corporativa advenha do conceito de financeirização das organizações, havendo prevalência da lógica instrumental financeira sobre as demais (GRÜN, 2003).

A definição de práticas e códigos de governança não tem um papel somente relacionado à eficiência dos mercados, mas também um papel legitimador (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004; ROE, 2005). Os mecanismos de governança corporativa não são apenas organizacionais e técnicos. Eles são afetados por instituições políticas. A interação entre instituições políticas e instituições de governança corporativa é uma investigação ainda incipiente. Mesmo as regressões simples sugerem que as instituições políticas podem influenciar a construção e a sobrevivência das instituições de governança corporativa (ROSSONI, 2009).

As práticas de governança que regem a relação das organizações com o mercado e com todas as partes interessadas, apresentam uma importância peculiar: enquanto mito legitimador, sua adoção está relacionada à capacidade de adquirirem maior quantidade de recursos e propiciar melhoria da imagem dessas organizações perante sua audiência (MEYER; ROWAN, 1977; PARSONS, 1956).

Nesse âmbito, ao buscar uma explicação alternativa para a falta de correlação entre as características do CA e o desempenho financeiro da empresa, observado no extenso conjunto de pesquisas anteriores, conforme detalhado na seção 3.1.1, o estudo de Perrault e McHugh (2015) lançou uma nova lente sobre a governança corporativa, ligada à evolução da estratégia de legitimação da empresa, e sugeriu que os conselhos são instrumentos ativos na interseção dos ambientes internos e externos das empresas.

Em sistemas verticais de governança corporativa (com acionistas pulverizados), o CA é fundamental em defender o interesse dos acionistas (principal) na organização, cobrando dos executivos (agente) que eles atuem de acordo com os interesses dos investidores. Em sistemas horizontais, em que o acionista majoritário controla o CA, a influência e a autoridade do conselho diminuem, tendendo a gerar maiores custos de agência para acionistas minoritários. Nessa situação, o principal papel do CA é defender os acionistas minoritários do oportunismo do controlador, normalmente por meio de conselheiros externos, não ligados à gestão da organização e aos seus controladores (FAMA; JENSEN, 1983b; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Em ambos os tipos, mas por diferentes razões, grande parte do conteúdo normativo das boas

práticas de governança existe em função de garantir que o CA atue de forma efetiva, não apenas de forma figurativa (ROSSONI, 2009).

Estudos de governança corporativa observaram que os antecedentes do papel, da estrutura e da composição do CA estão vinculados a aspectos fragmentados do ciclo de vida da empresa e a suas estratégias de legitimação, tais como porte, complexidade e pressão de legitimidade das partes interessadas (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010; COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008; HIGGINS; GULATI, 2006).

À medida que as organizações progredem ao longo de seu ciclo de vida, elas enfrentam pressões crescentes de legitimidade. Essas pressões induzem a busca de estratégias, estruturas e processos para obter, manter e reparar a legitimidade, um recurso crítico para a sobrevivência da empresa, apoiado e refletido nos papéis e características em evolução do CA (PERRAULT; MCHUGH, 2015). Assim, a composição do CA cumpre tanto um papel substantivo quanto um papel simbólico na busca da empresa por legitimidade (CERTO, 2003; ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002).

Em conjunto com a estrutura e as atividades em evolução da empresa, as pressões externas, que parecem desejáveis e apropriadas, afetam as características do CA. Essas pressões em conformidade com aspectos regulatórios, sociopolíticos e culturais exigem sinais simbólicos de que a empresa opera com as expectativas das partes interessadas em relação às normas, organismos de acreditação, tradições e costumes (PERRAULT; MCHUGH, 2015).

Estratégias de legitimação geralmente se referem a mudanças nas práticas da empresa ou sinais visíveis que objetivam transmitir conformidade às expectativas do ambiente (DEEPPHOUSE; CARTER, 2005). Nesse âmbito, pesquisas sugerem que uma ação primordial que as empresas adotam para adquirir legitimação estratégica é alterar seu CA (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010; CERTO, 2003; HIGGINS; GULATI, 2006; ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002).

As organizações ganham legitimidade apelando para o olho legitimador de dois grupos de partes interessadas dominantes: clientes, que fornecem a principal fonte de receita; e acionistas e credores, que fornecem a principal fonte de capital (JAWAHAR; MCLAUGHLIN, 2001).

A principal maneira pela qual organizações empreendedoras fazem isso é compondo seu CA com profissionais que transmitem conformidade com valores e crenças aceitos (ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002), que ancoram a reivindicação dessas empresas de legitimidade em pessoas que sinalizam a solidez do objetivo da organização e sua capacidade de se tornar bem-sucedida (ALDRICH; FIOL, 1994; HILLMAN; DALZIEL, 2003).

Além de funções substantivas, ao fornecerem acesso a recursos, especialização, conexões de rede e monitoramento (HILLMAN; DALZIEL, 2003), em virtude de seu papel, os conselheiros não conseguem escapar do fato de que os grupos de interesse percebem suas características como sinais que contribuem para a legitimidade organizacional, um ativo cobiçado no sucesso das empresas (ADAMS; HERMALIN; WEISBACH, 2010; HIGGINS; GULATI, 2006).

Os teóricos das partes interessadas sustentam que, dada a obrigação moral das organizações de considerar os interesses dos grupos que são afetados pelas atividades empresariais (DONALDSON; PRESTON, 1995), uma extensão lógica diz respeito ao envolvimento de partes interessadas na tomada de decisões e da governança (PHILLIPS; FREEMAN; WICKS, 2003), que ajuda a manter a legitimidade (JONES; GOLDBERG, 1982; SUCHMAN, 1995). As empresas maduras mantêm sua legitimidade em grande parte aumentando a visibilidade de sua capacidade de resposta social por meio de sinais de que estão fazendo a "coisa certa", prestando atenção ao significado simbólico de seus conselheiros.

Westphal e Graebner (2010) evidenciaram que as firmas podem sinalizar legitimidade aos analistas de mercado – uma ilustre parte interessada das empresas maduras – tornando o CA mais independente.

A pesquisa de Williams, Bingham e Shimeld (2015), sobre uma amostra aleatória de 75 empresas de capital aberto da Austrália, nos anos 2005 e 2010, evidenciou o aumento da participação de conselheiros independentes no CA e a divulgação de habilidades e experiência em todas as posições do conselho. Os resultados sugerem que as companhias australianas fizeram movimentos sólidos para reestruturar seus CA após a crise financeira global de 2007/2008 por meio de mecanismos de governança transparentes. Todavia, o estudo não conseguiu elucidar se essas mudanças foram implementadas para garantir a eficácia das responsabilidades de governança e de prestação de contas ou para criar legitimidade ao modelo de governança.

Por fim, outros estudos sugerem que a independência do CA aumenta com o tamanho, a complexidade e a diversidade da empresa (COLES; DANIEL; NAVEEN, 2008; LEHN; PATRO; ZHAO, 2009), que crescem à medida que avançam seus estágios do ciclo de vida.

3.3 A Governança Corporativa nos Fundos de Pensão

3.3.1 Características que Modelam a Governança dos Fundos de Pensão

A governança dos fundos de pensão tem sido examinada por pesquisadores em vários contextos e localidades, embora possa ser considerada uma literatura escassa diante da gama de estudos sobre governança corporativa de organizações empresarias nas principais bases de pesquisa acadêmica. Durante o processo de revisão bibliográfica desta pesquisa, pôde-se verificar que, no Brasil, a publicação de estudos sobre esse grupo específico de investidor institucional é ainda mais limitada, com várias lacunas para serem preenchidas sobre práticas de governança corporativa no segmento.

Com relação às principais características que influenciam o desenho da governança corporativa para os fundos de pensão, Caamaño (2007) postula que a finalidade das práticas vai além do controle das ações dos administradores (agentes/controladores), mirando a gestão apropriada de recursos para garantir renda futura aos beneficiários dos planos de aposentadoria.

Uma outra visão atesta que, nesse negócio, os principais (patrocinadores e beneficiários) dependem de dois mecanismos para proteger seus interesses e direitos. O primeiro é a lei, com regras sobre as obrigações fiduciárias e ao tratamento dos conflitos, exigindo que os gestores atuem no melhor interesse dos beneficiários. E o segundo, a estrutura de governança, que pode fornecer proteção ao alinhar os interesses dos agentes e dos principais, possibilitando que os beneficiários exerçam poder de controle sobre os gestores (DIAS, 2006).

Rezende e Fontes Filho (2008) discriminam características próprias dos fundos de pensão, que devem ser consideradas na avaliação e no aprimoramento do seu modelo de governança:

- a) finalidade não lucrativa por definição do marco legal – impactando as metodologias de gestão;
- b) estrutura virtual – vários fundos com pouco volume de recursos e operando planos CD têm sua gestão feita dentro da própria patrocinadora, eventualmente terceirizando a gestão financeira e atuarial;
- c) tangibilização do produto principal ao longo do tempo – o plano de aposentadoria, produto oferecido pelo fundo de pensão, só será utilizado pelo participante após um longo espaço de tempo, entre 20 ou 30 anos, o que leva a um contato superficial entre participante e fundação, sem a possibilidade de o principal produto ser experimentado antes disso. Tal processo de diferimento pode gerar expectativas equivocadas sobre os benefícios e direitos que o participante terá e sobre o montante de recursos a dispor frente a suas necessidades na aposentadoria, ocasionando, no futuro, decepções com o plano contratado;

- d) regulação intensiva – pela importância que o negócio de previdência complementar tem representado nos diversos países e a longa maturidade do produto, suas atividades são bem definidas e acompanhadas. No Brasil, tanto os investimentos quanto as práticas atuariais e administrativas do fundo de pensão são regulados pelo CMN; e
- e) dependência da estratégia de terceiros – ao apoiar a criação de valor dos patrocinadores e gerar uma expectativa de valor futuro para os participantes, uma EFPC se vê, com frequência, frente às necessidades de correção de rumos em razão dos níveis de turbulência que, num determinado setor da economia possam levar as empresas que nele atuem a adotar estratégias focadas na flexibilidade, inclusive no seu quadro de empregados, demandando que o fundo migre o plano de benefícios e, conseqüentemente, suas práticas de gestão atuarial, de relacionamento com participantes e de investimento, além de mecanismos de controle.

A respeito da gestão terceirizada de recursos financeiros, é necessário destacar que, no Brasil, a resolução CMN 4.661, de 25/05/2018 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018), estabelece que a remuneração dos administradores de ativos, denominada taxa de performance, é devida sempre que o valor dos resultados do fundo ou da carteira exceder a valorização de, no mínimo, 100% do índice de referência e superar o valor nominal da aplicação inicial ou o valor do investimento na data em que tenha havido a última cobrança.

Um dos objetivos dessa regulamentação é motivar o administrador terceirizado a se empenhar em gerir os recursos com eficiência tal que supere o índice de referência e os valores investidos, não se pagando taxas de performance em qualquer situação. Nesse contexto, o gestor externo, interessado em potencializar receitas no curto prazo, pode aplicar recursos da poupança previdenciária em ativos de maior rentabilidade, mesmo incorrendo em maior risco, o que exigiria a prática de criteriosa seleção e avaliação dos administradores de ativos (CAAMAÑO, 2007), outro detalhe específico na governança dos fundos de pensão.

A resolução CMN 4.661 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018) impõe aos fundos de pensão brasileiros a divulgação anual da política de investimentos, que contemple critérios para seleção dos administradores de ativos. Todavia, não regulamenta quais atributos devem ser considerados na decisão do fundo pela contratação de determinado administrador de ativo. Conforme alertava Caamaño (2007), a ausência do detalhamento deste tema na regulamentação pode oferecer risco aos interesses dos mutuários à medida que os controladores podem considerar critérios amplos ou subjetivos para escolha do gestor externo de investimentos.

É fácil notar que a definição, a implementação e a gestão de uma política de investimentos em fundos de pensão representa uma característica desse tipo de investidor institucional que exige dos principais e dos agentes de governança, além dos profissionais terceirizados, a maior qualificação técnica possível para mitigar a incidência de custos residuais com perdas por escolhas não ótimas, conforme previsto na teoria da agência (FAMA; JENSEN, 1983b), e propiciar acúmulo de retornos superiores à meta atuarial de cada plano administrado.

Um outro aspecto que estabelece desafios peculiares à governança dos fundos de pensão é a economia de escala. Isso pode ser um grande obstáculo para a boa governança das entidades de pequeno porte, que precisam enfrentar maiores custos de administração e tendem a adotar posturas conservadoras na gestão de seus portfólios, evitando exposição ao risco, seja por uma menor margem financeira para acomodar possíveis perdas ou pela ausência de uma estrutura profissionalizada (DE CONTI, 2016).

Pequenos fundos de pensão são incapazes de colher economias de escala e, portanto, têm altos custos de administração. Por exemplo, em 2006, uma pesquisa sobre fundos de pensão na Irlanda mostrou que os custos de gerenciamento representavam 3,64% dos ativos sob gestão em planos de aposentadoria com menos de 50 membros, mas apenas 0,32% em planos com mais de 500 membros. Naquele mesmo ano, na Holanda, os custos de gestão de fundos com menos de 100 membros representavam 0,59% dos ativos sob gestão e apenas 0,07% em fundos com mais de um milhão de membros. Da mesma forma, para fundos com menos de 10 milhões de euros em ativos, os custos representavam 1,23% dos ativos e somente 0,1% para fundos com ativos superiores a 10 bilhões de euros (STEWART; YERMO, 2008).

As limitações de escala resvalam na formação da estrutura de governança e no processo decisório. Os pequenos fundos, por vezes apoiados por pequenos empregadores, podem não ter empregados e até mesmo executivos com habilidades e experiência para compor o CA. Embora o treinamento possa ajudar a mitigar essa fraqueza, é improvável que um pequeno fundo de pensão possa alcançar um nível de desempenho comparável com um de grande porte, uma vez que não pode contar com o amplo conjunto de habilidades da força de trabalho do seu patrocinador, incluindo especialistas em finanças (STEWART; YERMO, 2008).

Fundos pequenos são menos propensos a desenvolver estruturas e processos de governança consistentes com o tamanho e a missão da entidade. Eles podem estar expostos aos conflitos de interesse e à mercê de consultores externos que podem levá-los a realizar investimentos de risco que talvez não entendam (STEWART; YERMO, 2008).

Para alguns países, a consolidação no segmento de previdência complementar fechada seria um passo fundamental para melhorar a governança dos fundos de pensão, diante de

potenciais problemas legais e de logística. A esse respeito, a OCDE indica aos legisladores e reguladores a experiência australiana no licenciamento de *trustees*, que acelerou o crescimento da participação e dos ativos dos fundos de pensão, levando a uma rápida consolidação do segmento naquele país (OECD, 2010).

Outras soluções que têm sido eficazes em alguns países envolvem acordos multiempregadores ou fundos multipatrocinados, a exemplo dos fundos de pensão da indústria que existem na Austrália, Dinamarca e Holanda. Esses fundos de pensão foram estabelecidos mediante acordos de negociação coletiva no setor industrial, mas, no caso da Austrália, estão abertos a empresas e trabalhadores de outros setores da economia (STEWART; YERMO, 2008).

A importância de economias de escala nos fundos de pensão é consenso na literatura internacional, independentemente da região geográfica, do período de realização do estudo e da técnica estatística utilizada. O estudo de Abi-Ramia, Boueri e Sachsida (2015) apresenta um amplo conjunto de testes econométricos e estatísticas descritivas, indicando que esse fenômeno também se passa no Brasil.

O benefício auferido pelo participante de um plano de previdência fechada decorre do fato dessas economias permitirem a redução do custeio administrativo, o que implica menores taxas de administração e valores elevados de suas aposentadorias e pensões. Os resultados obtidos pelos autores citados no parágrafo anterior indicam que cada ponto percentual de elevação da taxa de administração reduz a reserva acumulada durante 30 anos em cerca de 16% (ABI-RAMIA; BOUERI; SACHSIDA, 2015).

Por um lado, a existência de poucas EFPCs permitiria melhor aproveitamento da escala e redução do custo administrativo médio por participante, implicando que a concentração traria escala eficiente de operação. Por outro lado, o baixo custo marginal da criação de um novo plano de benefícios ou da adesão de um patrocinador a uma EFPC existente abriria caminho para que a previdência complementar se estendesse a empresas de menor porte.

A livre associação entre diversas empresas para criar ou participar de um fundo pré-existente geraria duplo benefício para o segmento. Primeiro, as economias de escala decorreriam do grande porte de operação das entidades fechadas. Segundo, a competição entre grandes EFPCs por patrocinadoras pequenas permitiria o repasse dos ganhos de escala aos empregados dessas firmas. Ambiente não competitivo pode fazer com que as grandes EFPCs absorvam o maior ganho de escala para si e pouco repassem aos outros patrocinadores e participantes. A alternativa de planos de previdência das entidades abertas oferecidos por

bancos e seguradoras amplia a competição. Por analogia, trata-se de prescrição de estrutura semelhante àquela observada no setor de telefonia e de companhias aéreas. Fonte adicional de redução de custos na gestão previdenciária seria a gestão compartilhada de ativos e de atividades administrativas (ABI-RAMIA; BOUERI; SACHSIDA, 2015).

No que se refere à expansão da previdência complementar para servidores públicos no Brasil, a evidência favorável às economias de escala sugere que a União e governos de grandes estados como Rio de Janeiro e São Paulo, por exemplo, poderiam criar EFPCs multipatrocinadas para que a previdência complementar alcançasse servidores de municípios e estados de menor porte. O benefício social da expansão da previdência privada seria a menor necessidade de provisão governamental da renda auferida pelos cidadãos em idade avançada com o respectivo alívio da carga tributária e a possibilidade de alocação de recursos públicos em outras áreas prioritárias (ABI-RAMIA; BOUERI; SACHSIDA, 2015).

Por fim, no conjunto desta reflexão inicial sobre as características que modelam a governança dos fundos de pensão, é importante destacar que uma série de trabalhos seminais de Clark e Urwin (2008a, 2008b, 2010) reuniram várias vertentes de pesquisa e lançaram as bases para a abordagem moderna da governança de investidores institucionais, reunidas no conjunto denominado “Doze princípios das melhores práticas” comuns aos investidores institucionais de melhor desempenho:

- a) clareza de propósitos com total comprometimento das partes interessadas;
- b) clareza das responsabilidades e da prestação de contas – o que envolve definição precisa da estrutura de governança e dos papéis de cada autoridade institucional;
- c) recursos adequados – definir um orçamento de governança com a convicção de que se trata de um investimento de longo prazo e não de custos;
- d) liderança forte e efetiva – idealmente, o presidente do CA e o presidente executivo devem ter conhecimentos, habilidades e experiência, além de registros demonstrativos de gerenciar equipes e organizações com sucesso;
- e) processos claros de seleção meritocrática das lideranças, para as quais são requeridas as seguintes habilidades mínimas: capacidade para interpretar dados financeiros, pensamento lógico e capacidade de avaliar riscos do negócio;
- f) práticas de remuneração efetivas – o sistema de remuneração deve alinhar as decisões e as ações à missão do fundo, ligando as recompensas ao desempenho e ajudando a atrair e reter os melhores talentos;
- g) uma filosofia de investimento enraizada em fortes convicções e apoio a todo o fundo;

- h) uma compreensão clara e compartilhada das vantagens e limitações comparativas da instituição;
- i) um orçamento de risco alinhado para financiar objetivos com uma visão integrada de "alfa" (retorno da carteira superando o mercado) e "beta" (retorno da carteira acompanhando o mercado);
- j) sistemas flexíveis de tomada de decisão, que funcionam em tempo real;
- k) uso efetivo de gestores externos de investimentos; e
- l) uma cultura de aprendizagem centrada na inovação.

Nessa mesma direção, Fontes Filho (2003), ao analisar as características específicas dos fundos de pensão no Brasil, apresentou propostas para o desenvolvimento de um modelo de governança corporativa a partir de uma visão crítica e adaptada dos pressupostos da teoria da agência:

- a) constituir um CA/deliberativo capaz de atuar como efetivo representante dos principais (participantes e patrocinadores);
- b) fortalecer mecanismos que reduzam a assimetria de informação entre os principais (patrocinador e participantes) e agentes (gestores);
- c) implementar mecanismos que promovam a transparência e a prestação de contas;
- d) considerar a existência de posturas diversas frente aos riscos;
- e) definir objetivos claros e tangíveis para a entidade;
- f) atribuir objetivos aos gestores acompanhados por um sistema de métricas que esteja diretamente associado a sua capacidade de ação; e
- g) criar mecanismos de incentivo aos gestores, que não precisam ser apenas de caráter pecuniário, mas devem ser capaz de valorizar os gestores frente ao mercado de executivos pelo desempenho no alcance dos objetivos.

Em suma, apesar de estarem sujeitos aos mesmos dilemas que a maioria das organizações – formação da diretoria, a relação com o CA, prestação de contas, entre outros aspectos da gestão –, algumas características específicas potencializam os desafios de governança para esse tipo de investidor institucional. Nesse conjunto, se destacam o papel dos patrocinadores e dos participantes dos planos de aposentadoria na condição de clientes e donos do fundo, simultaneamente, além da gestão do passivo ser tão importante quanto a gestão dos ativos de investimento (MACIEL, 2013).

3.3.2 Os Problemas de Agência e os Mecanismos de Controle e Incentivo

Em suas diretrizes para governança em fundos de pensão, a OCDE estabelece que esse tipo de organização funciona na base de relações de agência entre participantes e beneficiários, de um lado, e pessoas ou entidades envolvidas em sua administração ou financiamento – o patrocinador e o administrador do plano, de outro. A governança desses planos compreende todos os relacionamentos entre as diferentes entidades e pessoas envolvidas no funcionamento do plano. E, ainda, provê a estrutura pela qual os objetivos de um plano são fixados e os meios de atingir esses objetivos e de monitorar o desempenho. É o espelho da governança corporativa de uma sociedade anônima de capital fechado, que consiste em um conjunto de relacionamentos entre administradores, CA, acionistas e outras partes interessadas (OECD, 2009).

Nos fundos de pensão, não fossem as necessidades inerentes à compatibilização entre os interesses do patrocinador e dos participantes, ainda assim, haveria a dificuldade em equilibrar os esforços para fazer frente à gestão de ativos e passivos e à gestão de benefícios extraordinários comuns a diversas entidades – carteira imobiliária, pecúlio, clubes de serviços — e à administração geral da EFPC. Tais questões são em parte equacionadas pelo modelo de governança adotado, porém é necessário ter em mente que a performance de um fundo de pensão não pode ser deixada ao acaso: primeiro, pelo montante e risco derivados da atividade; segundo, pela potencial interferência que a gestão de um fundo pode ter na economia (REZENDE; FONTES FILHO, 2008).

Assim, no contexto do sistema de previdência complementar, a abordagem da governança corporativa remete ao conjunto de mecanismos que objetiva aumentar a confiabilidade nas relações entre os beneficiários dos planos de aposentadoria, enquanto participantes e proprietários, e os administradores do fundo de pensão. Ao mesmo tempo, estabelece mecanismos de controle e monitoramento que possibilitam aos fundos uma postura ativa junto às empresas nas quais, porventura, detenham participação acionária (PUNSUVO; KAYO; BARROS, 2007).

3.3.2.1 A Relação Múltipla de Agência e a Quem Cabe o Direito de Reivindicar os Resíduos de Caixa

A forma de composição do capital de um fundo de pensão pode obscurecer o papel dos patrocinadores, uma vez que, no caso dos planos BD, eles são beneficiários na relação ao capturar parte dos ganhos residuais da atuação do fundo e podem apresentar uma postura avessa

ao risco. Diante destas circunstâncias, fica caracterizada uma relação múltipla de agência, em que tanto participantes quanto patrocinadores exercem o papel de principal (MAROSSY; YERMO, 2002).

De acordo com a abordagem da teoria da agência, os conflitos de interesses entre proprietários e controladores dificilmente são eliminados. E por duas razões. A primeira, sintetizada no axioma de Klein, segundo o qual não existe contrato completo. A segunda, sintetizada no axioma de Jensen-Meckling, que se fundamenta na inexistência do agente perfeito. Os contratos completos são praticamente impossíveis, tendo em conta o grande número de ocorrências imprevisíveis no mundo dos negócios, a multiplicidade de reações a essas ocorrências e a crescente frequência de eventos imprevisíveis. A inexistência do agente perfeito decorre da sobreposição do interesse próprio aos interesses de terceiros (ROSSETTI; ANDRADE, 2014, p. 103).

A inexistência de contratos completos e de agentes perfeitos podem gerar custos de agência, conforme mencionado na seção 3.1.1 (JENSEN; MECKLING, 1976).

Fama e Jensen (1983b) argumentam que a eficiência de uma organização depende da alocação de direitos de decisão e das reivindicações sobre os resultados e os resíduos de caixa do negócio. As decisões devem ser tomadas por qualquer pessoa que corra o risco sobre os resultados do negócio. De acordo com os autores, muitas organizações são geridas por indivíduos que não são os únicos requerentes residuais e que, portanto, não suportam plenamente as consequências financeiras de suas decisões. Em tais organizações, é determinante que os requerentes residuais regulem os direitos de controle de decisão sobre a administração, mantendo o direito de contratar, demitir e estabelecer a remuneração dos gestores.

Na perspectiva da previdência privada, essas duas abordagens se aplicam na medida em que a gestão das entidades e os resultados das aplicações financeiras da poupança previdenciária estejam refletidos no plano de benefícios de cada participante. Dado que a relação do participante para com a entidade de previdência é de longo prazo, o acompanhamento e o conhecimento desses custos são essenciais (COELHO; CAMARGOS, 2012).

Todavia, dependendo do país e da constituição jurídica do fundo de pensão, as regras de insolvência aplicáveis podem não estar refletidas na composição da estrutura de governança. Se os patrocinadores, participantes e gestores estivessem sob uma contratação completa e perfeita, as partes seriam capazes de concordar com uma eficiente estrutura de governança de

um fundo de pensão e uma alocação de risco que atendesse o interesse de todos, ponderando a vontade de assumir riscos, a capacidade de vigilância e a experiência do mercado (DIAS, 2006).

Os fundos de pensão são uma rede de contratos incompletos sobrepostos, em que cada parte atuará de acordo com seu próprio interesse, a menos que exista algum tipo de correspondência entre a estrutura de governança e os incentivos das várias partes em tal estrutura. Esses incentivos dependerão do contrato escolhido e de quem é a parte com risco residual (DIAS, 2006).

O papel das regras de governança nos fundos de pensão é, em primeiro lugar, assegurar que os membros do plano de aposentadoria estejam protegidos de conflitos de interesses e de problemas relacionados e, em segundo lugar, garantir que a estrutura de governança seja compatível com os incentivos e os riscos das partes interessadas ou para, pelo menos, fornecer disposições contratuais que permitam aos envolvidos superar quaisquer incompatibilidades de incentivo (DIAS, 2006).

No Brasil, os fundos de pensão têm natureza jurídica autônoma em relação ao patrocinador. São entidades de direito privado, sem fins lucrativos. Pela definição de Fama e Jensen (1983b), organizações sem fins lucrativos não têm resíduos de caixa alienáveis que poderiam ser incorporados pelos sócios. Entretanto, planos de aposentadoria na modalidade BD permitem que patrocinadores e participantes sejam beneficiados por resultados positivos das operações e/ou pela redução do valor das contribuições, enquanto planos CD, por seguirem um processo de capitalização semelhante ao de uma caderneta de poupança, permitem um maior valor futuro dos benefícios. Portanto, ambas as modalidades apresentam, ao menos em parte, uma apropriação pelo principal dos resíduos de caixa dos planos (FONTES FILHO, 2004).

O estudo de Dias (2006) aborda com precisão os tipos de relação de agência possíveis em um fundo de pensão. Nos planos de aposentadoria do tipo BD, os participantes receberão uma soma predefinida de dinheiro como benefício de aposentadoria. Esses benefícios podem variar dependendo do salário do participante, dos anos de serviço e podem permitir ajustes. Uma característica distintiva do plano BD é que os benefícios não dependem do valor de contribuição ou do desempenho dos ativos do fundo. Teoricamente, caso as contribuições e os ativos sejam insuficientes para atender os pagamentos devidos, os patrocinadores deverão aumentar suas contribuições para cumprir as obrigações. Por outro lado, se os ativos excederem o montante necessário para atender os pagamentos devidos, o excesso poderá ser devolvido ao patrocinador do plano ou as contribuições futuras do patrocinador poderão ser reduzidas. Assim, assumindo que o fundo sempre paga o valor acordado para os participantes, em um

plano BD, o patrocinador é o requerente residual (FAMA; JENSEN, 1983b) porque é aquele que assume o risco e tem a propriedade do retorno (DIAS, 2006).

Fontes Filho (2004) destaca que, no Brasil, embora haja compartilhamento de risco entre participantes e patrocinadores dos planos BD, haverá maior sobrecarga para este último, que deve registrar em seus balanços as dívidas referentes a aportes não realizados ou déficit atuarial do plano. O desempenho segue regras atuariais complexas que tornam difícil aos participantes, e ao próprio mercado, terem uma clara noção do que ocorre no plano, exigindo dos patrocinadores esforços consideráveis de monitoramento e controle. A confiança na gestão torna-se crítica, sendo indispensável buscar permanentemente a legitimidade perante esse público para a sustentação moral e política das ações.

Nos planos de aposentadoria do tipo CD, o montante futuro prometido para os beneficiários na aposentadoria dependerá do desempenho dos ativos que foram investidos de forma predefinida. Portanto, o pagamento dos benefícios dependerá do tamanho das contribuições feitas e do desempenho dos ativos. Ao contrário dos planos BD, o participante assume a propriedade do retorno em planos CD, tornando os beneficiários os requerentes residuais (FAMA; JENSEN, 1983b). Se os investimentos do fundo tiverem um desempenho fraco, os patrocinadores não sofrerão consequências (DIAS, 2006).

Neste modelo, o risco de patrocinadores está associado ao impacto negativo na imagem da empresa em caso de desempenho insuficiente do plano, não havendo riscos de natureza financeira. Do ponto de vista dos resultados do plano para fins de acompanhamento, estes são claros, verificáveis e comparáveis com facilidade pelos participantes a outras opções de investimento. Qualquer desempenho negativo é identificável e soluções de correção podem ser adotadas (FONTES FILHO, 2004).

Há que se considerar a existência de planos de aposentadoria que mesclam características dos planos BD e CD. E, da mesma forma, fundos de pensão que administram carteiras de investimento dos três tipos de plano. Assim, teoricamente, os patrocinadores e os participantes compartilham os riscos para que, em certa medida, ambos atuem como requerentes residuais (FAMA; JENSEN, 1983b). O que torna complexo o desafio da estrutura de governança diante dos custos de agência envolvidos (DIAS, 2006).

Dias (2006) reforça que, uma vez que o risco residual nos fundos de pensão muda de uma parte para outra, de acordo com a estrutura contratual dos planos de aposentadoria, os incentivos das diversas partes dentro de um plano são definidos por esse mesmo contrato.

Qualquer comportamento desejado e, conseqüentemente, uma estrutura de governança compatível, deve ser pactuada a um custo razoável.

3.3.2.2 A Dispersão da Propriedade entre Participantes e Assistidos

Segundo Licht (2011), um corpo difuso de acionistas – diferentemente de um único proprietário – sofre de problemas de ação coletiva e de apatia racional que o dificulta exercer o seu poder de monitoramento. Os agentes perceberão isso e serão incentivados a se comportar de forma oportunista.

Embora os grandes acionistas possam monitorar a administração, há uma visão predominante de que os interesses dos grandes acionistas nem sempre coincidem com os dos acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Esses acionistas controladores podem desejar benefícios privados de controle, o que pode incluir a expropriação de riqueza dos acionistas minoritários (CLAESSENS et al., 2002; DYCK; ZINGALES, 2004; LA PORTA et al., 1999, 2002).

Logo, é importante notar que, embora a concentração da propriedade possa diminuir o custo de agência entre gestores e principais, a existência de grandes proprietários poderia dar origem a um conflito de agência entre controlador e acionistas minoritários. Ou seja, enquanto os grandes proprietários tomam a governança em suas próprias mãos, sua governança pode não beneficiar os acionistas minoritários. Do ponto de vista dos acionistas minoritários, um mecanismo superior de governança pode ser a presença de pessoas de fora no CA. Os acionistas minoritários podem acreditar que conselheiros independentes, em oposição aos conselheiros que estão pessoal ou profissionalmente conectados aos gestores ou grandes proprietários, têm maior probabilidade de ser objetivos ao monitorar, compensar e demitir gestores, além de menos suscetíveis à influência autônoma gerencial ou do grande proprietário (KIM; KITSABUNNARAT-CHATJUTHAMARD; NOFSINGER, 2007).

A propriedade dos fundos de pensão é normalmente distribuída por inúmeros participantes, considerados pequenos investidores que aportam recursos com o objetivo de auferir uma renda futura. Este fenômeno relacionado à dispersão da propriedade pode ser um obstáculo para garantia dos interesses dos proprietários à medida que reduz sua capacidade de influência sobre as ações dos controladores (CAAMAÑO, 2007).

A elevada pulverização dos participantes, que também têm o papel de principal, na condição de beneficiários finais, facilita a ocorrência do “efeito carona”, reduzindo o controle e obscurecendo a capacidade do fundo em compreender melhor as expectativas, além de

prejudicar a relação das partes pelo desestímulo que impõe a um grupo a incidir em determinados custos de monitoramento que serão aproveitados gratuitamente pelos demais (REZENDE; FONTES FILHO, 2008).

Essa característica torna a atividade de monitoramento uma questão complicada para os beneficiários dos planos de aposentadoria. Note-se que os participantes têm uma reivindicação residual conjunta e cada um deles não internaliza o resultado dessa vigilância adicional (DIAS, 2006).

Certos intermediários – *trustees* ou gestores de ativos – para fundos baseados no modelo contratual –, que assumem o poder de controle e a tarefa de monitoramento em nome dos participantes, podem ser uma possível solução para superar o problema do efeito carona. Teoricamente, esses administradores fiduciários, na condição de investidores profissionais, poderiam melhorar o desempenho dos fundos de pensão em relação aos retornos da poupança previdenciária. A teoria prevê que os investidores profissionais obtêm retornos maiores do que os investidores de varejo, uma vez que eles têm um menor custo de monitoramento e podem prever melhor o preço dos ativos no futuro. Portanto, supostamente, os ativos funcionam melhor quando administrados por investidores profissionais (DIAS, 2006).

Um outro argumento a favor da adoção de investidores profissionais para resolver o problema do monitoramento é o controle exercido pelo mercado sobre o desempenho dos gestores profissionais. Um investidor profissional, que é percebido capaz e competente, poderia obter recompensas futuras sob a forma de negócios lucrativos ou de prestígio (DIAS, 2006).

No entanto, administradores fiduciários podem criar outros problemas para a estrutura de governança. Primeiro, a introdução desse tipo de gestor cria um novo relacionamento agente-principal que implica um novo conjunto de problemas de agência a ser abordado. Em segundo lugar, os serviços dos *trustees* são onerosos e podem impor uma redução significativa da riqueza dos participantes (DIAS, 2006).

Nos países que adotaram uma estrutura contratual que inclui administradores fiduciários, os altos custos dos serviços desses intermediários financeiros são uma das principais críticas. No caso chileno, por exemplo, a privatização do sistema de pensões criou as *Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)*. Os elevados custos administrativos impostos pela remuneração dos serviços prestados por essas entidades representam uma das desvantagens problemáticas para os trabalhadores chilenos. O sistema tem sido criticado por alguns como sendo cinco vezes mais caro que o dos EUA e talvez o mais caro do mundo. No Reino Unido,

a estimativa é que os custos administrativos de gerenciamento das contas individuais levam embora 25% do valor da pensão dos beneficiários (DIAS, 2006).

3.3.2.3 A Assimetria de Informações

Segundo Fontes Filho (2004), os problemas de agência nos fundos de pensão podem ter origem nas diferenças de motivação e objetivos entre principal e agente, na assimetria de informações, na preferência de riscos e no horizonte de planejamento.

A assimetria de informação remete à posse, por parte do agente, de um conjunto maior de informações sobre os requisitos e resultados das atividades desenvolvidas no relacionamento. Essa superioridade do agente frente ao principal pode induzir à busca por benefícios adicionais por parte do primeiro (FONTES FILHO, 2004).

Sob esse aspecto, tratado na seção 2.1.1, as Resoluções CGPC nº 13 (BRASIL, 2004) e nº 23 (BRASIL, 2006b) definiram os procedimentos das EFPCs brasileiras para divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios, legítimos destinatários dos recursos capitalizados.

Em reforço para o cumprimento adequado do princípio da transparência na gestão, a regulamentação passou a exigir que os relatórios anuais de informações a participantes e assistidos disponibilizassem informações relativas à política de investimentos, do demonstrativo de investimentos, de despesas administrativas e de alterações de estatuto ou regulamento dos planos de aposentadoria, tornando obrigatória a disponibilização dessas informações por meio eletrônico (BRASIL, 2006b).

3.3.2.4 A Estrutura de Governança e o Processo Decisório

Besley e Prat (2003) usaram um modelo teórico para demonstrar que a estrutura de governança é fundamental nos planos de previdência em relação a três fontes potenciais de problemas de agência: a responsabilidade de monitorar o gestor de ativos, as decisões de investimentos e a forma de financiamento do plano.

Gillan, Hartzell e Starks (2006) descobriram que os mecanismos internos e externos de governança são substitutos. Para fundos de pensão inseridos em ambientes onde a governança externa é fraca, a governança interna deve ser mais influente. Nesse sentido, Brown e Caylor (2004) evidenciaram que fatores internos de governança, a exemplo das características do conselho de supervisão ou deliberativo, estão associados ao bom desempenho da entidade do

que a maioria dos fatores externos. As pesquisas de Cronqvist e Thaler (2004) e de Kominek (2006) não confirmaram a importância dos mercados como controle externo para os fundos de pensão.

A importância da composição do conselho de supervisão ou deliberativo foi enfatizada por Besley e Prat (2003), cuja pesquisa documentou que nos fundos de pensão os conflitos de agência diferem das empresas por não apresentarem nenhum problema com a separação entre propriedade e controle. Para os fundos de pensão é diferencial estabelecer quem tem o risco.

Por essa razão, os participantes devem ter um forte impacto no conselho encarregado de monitorar esses fundos. Em outras palavras, o CA dos fundos de pensão deve incluir uma proporção de conselheiros externos, sem vínculos com o patrocinador, que representarão os beneficiários. Na prática, no entanto, os conselheiros são, na maioria dos casos, eleitos pelo patrocinador do fundo, o que pode diminuir sua independência (KOWALEWSKI, 2012).

De acordo com Besley e Prat (2003), uma solução para o problema é o estabelecimento de monitores fortes e motivados, que em países baseados no direito comum são chamados de *trustees*, enquanto o regime de pensão do tipo contratual é denominado *trust*. Nos países de direito civil, esses monitores podem ser membros do conselho de supervisão ou deliberativo.

Na visão da OCDE, a maioria dos problemas de governança dos fundos de pensão poderia ser resolvido por meio de uma representação equilibrada do patrocinador e dos participantes no CA, representantes com maior nível técnico, utilização de profissionais independentes em algumas situações e a construção e implantação de um código de conduta que aborde os conflitos de interesse (OECD, 2010).

3.3.2.4.1A Composição, a Dinâmica e o Tamanho do Conselho de Administração/Deliberativo

De acordo com Stewart e Yermo (2008), a governança dos fundos de pensão é estruturada de maneiras diferentes ao redor do mundo. Todos os fundos de pensão autônomos têm um CA – também denominado conselho deliberativo, no caso brasileiro – que se trata de um grupo de pessoas responsável pelas definições estratégicas e pelo monitoramento da gestão. O CA é o decisor final, tendo responsabilidade pela definição da política de investimentos, pela escolha dos gestores de ativos e de outros prestadores de serviços, além da revisão do desempenho do fundo. O CA de um fundo de pensão é equivalente ao de uma corporação, que tem a responsabilidade final de proteger os ativos dos acionistas.

A estrutura de governança pode ser interna ou externa ao fundo de pensão, pode ter uma estrutura única ou em dois níveis e pode delegar certas funções a profissionais externos especializados. Essas características dos fundos de pensão dependem da forma jurídica do fundo e do regulamento em vigor e são o ponto de partida para se entender as diferenças na qualidade da governança do fundo de pensão em cada país (STEWART; YERMO, 2008).

No plano internacional, existem dois tipos de fundos de pensão autônomos. Existe o tipo institucional que se trata de uma entidade independente com personalidade e capacidade jurídica e, portanto, tem seu próprio CA interno. Exemplos de fundos de pensão do tipo institucional incluem fundações e associações de pensão, presentes no Brasil, Dinamarca, Finlândia, Holanda, Hungria, Itália, Japão, Noruega, Polônia e Suíça, bem como corporações do tipo "Pensionskassen", na Áustria e na Alemanha. Na maioria desses países, os fundos de pensão possuem um conselho único, cujos membros são escolhidos pelos empregadores-patrocinadores e pelos empregados (ou seus representantes sindicais). Em alguns países, como Alemanha e Holanda, existe uma estrutura de conselho dupla. Na Alemanha, há um conselho de supervisão responsável pela seleção e acompanhamento do CA, que por sua vez é responsável por todas as decisões estratégicas (STEWART; YERMO, 2008).

Em contrapartida, um fundo de pensão do tipo contratual consiste em um conjunto de ativos segregados sem personalidade jurídica que é regido por uma entidade separada, tipicamente uma instituição financeira – banco, companhia de seguros ou empresa de gestão de fundos de pensão. O órgão de administração de um fundo criado na forma contratual é o CA da entidade gestora, embora em alguns países (por exemplo, Espanha) algumas responsabilidades principais sejam compartilhadas com um comitê de controle separado (comissão de controle). Outros exemplos de fundos de pensão criados no formato contratual incluem os da República Checa, México, Portugal, Eslováquia, Turquia e os fundos abertos na Itália e na Polônia (STEWART; YERMO, 2008).

O *Trust* – fideicomisso (tradução nossa) –, que é a forma jurídica utilizada pelos fundos de pensão em países com tradição legal anglo-saxônica, não se encaixa em nenhuma das categorias. Possui características do tipo institucional e do tipo contratual. Sob a forma de *Trust*, são os *trustees* que possuem legalmente os ativos do fundo de pensão. A administração dos bens de uma pessoa por um terceiro, com base em boa fé e não exigindo conhecimentos financeiros formais, remonta há 800 anos no direito comum britânico. Os *trustees* devem administrar os ativos fiduciários no interesse exclusivo dos participantes do plano de aposentadoria, que são os legítimos beneficiários do investimento desses ativos. Embora esta característica dos *Trusts* seja semelhante à das fundações, os *trustees* podem não ser legalmente

parte do *Trust*. Na verdade, um *trustee* pode ser do tipo corporativo, observado na Austrália e na Irlanda, assemelhando o fundo de pensão a um acordo contratual (STEWART; YERMO, 2008).

O uso de *Master Trusts*, presentes na Austrália, no Reino Unido e em outros países anglo-saxões, pode ser um meio de tratar os desafios de governança que os fundos de pensão menores enfrentam. De acordo com esse modelo, o fundo fica diretamente sob o controle de uma instituição especializada, seja uma companhia de seguros ou empresa de consultoria de benefícios. Mas, tais soluções vêm com seus próprios desafios, de modo específico o de controlar conflitos de interesse.

Stewart e Yermo (2008) argumentam que vários problemas de governança nos fundos de pensão emergem de fraquezas no CA:

- a) as responsabilidades dos integrantes não estão claramente definidas ou o conselho pode não ter uma declaração de missão clara, se envolvendo em tarefas operacionais que devem ser deixadas para o pessoal de gestão interna ou prestadores de serviços terceirizados;
- b) membros do CA selecionados com base em seu nível de relacionamento junto a algum sindicato ou empregador, ao invés de seu conhecimento ou experiência em questões de previdência complementar;
- c) falta de avaliação de desempenho, incluindo a identificação das necessidades de formação; e
- d) conflito de interesses não são identificados e, em alguns países, não é requisito ter um código de conduta para gerir tais conflitos.

Particularmente ao referido na alínea “b” do parágrafo anterior, Dias (2006) revelou evidências de que os estatutos dos fundos de pensão brasileiros privilegiam os requisitos previstos na lei, limitando a ocupação dos cargos nos órgãos de governança a pessoas com vínculo fiduciário ao patrocinador, que, de modo geral, elaboram esses contratos de forma a ter entre os gestores do fundo de pensão seus próprios executivos e funcionários.

Diferenças em estilos de tomada de decisões individuais, falta de foco e uma gama enorme de questões complexas conspiram para impactar negativamente a capacidade dos conselhos em cumprir seus deveres fiduciários.

Para Ambachtsheer (2016), o desafio da governança corporativa nos fundos de pensão repousa no processo de conciliação de necessidades oponíveis para os CA: cumprirem seus deveres fiduciários de representantes das partes interessadas e serem estratégicos na gestão dos

recursos da poupança previdenciária. Para esse reconhecido especialista, há uma compreensão crescente de que já não é uma questão de escolha entre atender a uma ou outra necessidade, mas sim de como satisfazer a ambas na composição dos conselhos.

Caamaño (2007) aponta que um mecanismo determinante para a governança corporativa das EFPCs, e que decorre do próprio estatuto, é a estrutura de poder do fundo. A presença de áreas especializadas para gerenciar as atividades do fundo de pensão indica a possibilidade de obter resultados econômico-financeiros melhores.

Segundo observou Hess e Impavido (2003), em reconhecimento à necessidade de grupos de trabalho menores e especializados, é comum encontrar organizações que utilizem comitês separados para assuntos relacionados a investimentos, auditorias, governança e remuneração. No caso de um fundo de pensão:

- a) o comitê de investimentos é responsável por propor a política de investimentos do fundo;
- b) o comitê de auditoria é responsável pela supervisão do auditor externo, incluindo suas qualificações e independência; do desempenho da função de auditoria interna da corporação; e das responsabilidades da alta administração, para garantir que exista um sistema adequado de controles para salvaguarda dos ativos e rendimentos da corporação, assegurar a integridade das demonstrações financeiras da corporação e manter o cumprimento das leis e regulamentos, de padrões éticos, políticas, planos e procedimentos da entidade;
- c) o comitê de governança exerce controle geral em relação à governança do CA, analisa as qualificações e recomenda os candidatos propostos ao conselho, além de ser responsável por avaliar e recomendar as práticas de governança corporativa aplicáveis à corporação e liderar o conselho em sua avaliação anual do desempenho; e
- d) o comitê de remuneração revisa e aprova os programas de compensação e benefícios da organização, garante a competitividade desses programas e assessora o conselho sobre o desenvolvimento e a sucessão de executivos-chave.

Sobre essa questão da estrutura de governança e do processo decisório nos fundos de pensão, Caamaño (2007) arremata argumentando que um conjunto de normas claras que estabeleçam o perfil, as competências, as responsabilidades, a forma de conduta e as regras de funcionamento dos órgãos sociais, são um forte aliado para minimização do problema de agência entre participantes, controladores e administradores de ativos.

O estatuto social é um instrumento de governança corporativa que contribui para a perpetuação sadia das atividades dos fundos de pensão. Um conjunto de normas claras que

estabeleçam o perfil, as competências, as responsabilidades, a forma de conduta e as regras de funcionamento dos órgãos sociais é um forte aliado para minimização do problema de agência entre participantes e controladores/administradores de ativos do fundo de pensão (CAAMAÑO, 2007).

Corroborando essa visão, Rozanov (2015) argumenta que um dos principais aspectos para garantir sustentabilidade de longo prazo de qualquer fundo de pensão é um acordo explícito e uma comunicação clara de como os riscos e ganhos serão compartilhados entre as diferentes partes interessadas. Ao articular com clareza esta missão, pode-se então projetar uma estrutura de governança ideal e formular uma filosofia de investimentos, passos que representam a construção de um fundo de pensão ideal.

Com relação ao tamanho do CA, resultados de pesquisas empíricas indicam que quanto maior o número de membros do conselho, pior o desempenho organizacional. Acredita-se que o tamanho reduzido do conselho melhore o desempenho da empresa porque a possível ampliação do monitoramento em conselhos maiores pode ser minimizada pela comunicação e tomada de decisão mais pobres de grupos maiores (JENSEN, 1993).

Em geral, qualquer CA com mais de 15 ou 20 membros terá um impacto negativo na performance. Esta descoberta foi realizada para estudos nos EUA em outras regiões (DAVIS; USEEM, 2000 apud HESS; IMPAVIDO, 2003). Um número cada vez maior de membros diminui a capacidade do conselho para trabalhar em equipe e a vontade de um conselheiro de se envolver ativamente nas atividades do conselho (DAVIS; USEEM, 2000 apud HESS; IMPAVIDO, 2003).

No Brasil, o IBGC, no seu Código das Melhores Práticas de Governança (IBGC, 2015), recomenda a composição do CA com um número ímpar de conselheiros, entre cinco e onze membros. E aponta que o número de integrantes pode variar conforme o setor de atuação, o porte, a complexidade das atividades e o estágio do ciclo de vida da organização.

Souto e Musalem (2012) constataram em seu estudo sobre 83 FPPs de 68 países que a média de composição do CA correspondeu a 9,6 membros e a mediana a 9 membros. Em detalhes, 14% dos FPPs eram geridos por uma única pessoa, geralmente um ministro ou o principal executivo da agência de segurança social. No outro extremo, observaram-se casos com conselhos muito grandes, como na Índia (40 membros) e na Dinamarca (30 membros). Boas práticas de governança corporativa recomendam que os poderes decisórios não sejam conferidos a uma única pessoa. Além disso, um órgão de decisão composto por um número grande de pessoas pode achar difícil chegar a um consenso e aprofundar a discussão das

questões. Todavia, os autores observaram que não existe uma métrica objetiva e predeterminada em relação ao tamanho ótimo do CA. A definição desta questão por cada país certamente dependeria de vários elementos idiossincráticos do FPP.

A pesquisa de Tan e Cam (2015) revela que os custos de agência diferem de acordo com as diferentes estruturas de governança. Em primeiro lugar, os CAs maiores também têm maiores despesas de gestão de investimentos, despesas operacionais e de auditoria e, conseqüentemente, taxas de administração elevadas. Em segundo lugar, a independência do CA tem resultados mistos e os resultados da análise de regressão são insignificantes. Em terceiro lugar, as despesas operacionais aumentam, enquanto os custos de auditoria diminuem à medida que o número de comitês do conselho aumenta. Além disso, observou-se que os custos do fundo variam de acordo com a presença de diferentes comitês do conselho e tamanho dos fundos. As descobertas mostraram que as boas práticas de governança em termos de conselhos de administração maiores, independentes e diversificados e a presença de comitês especializados do conselho resultam em maiores custos de agência, embora o efeito seja diferente em função do tamanho do fundo. Em outras palavras, melhores práticas de governança podem não render benefícios de redução de custos para os participantes dos planos de aposentadoria.

3.3.2.4.2A Formação Técnica e a Especialização dos Conselheiros

De acordo com o estudo de Stewart e Yermo (2008), a representação de participantes e assistidos dos planos de aposentadoria nos órgãos de governança do fundo de pensão pode assegurar um melhor alinhamento de seus interesses, além de poderem atuar como um canal de informações junto aos membros dos planos administrados, fortalecendo a responsabilidade do CA.

Ao mesmo tempo, há questionamentos sobre a real contribuição dos conselheiros que representam os participantes na tomada de decisões, diante da complexidade dos negócios de um fundo de pensão. Por exemplo, tais conselheiros podem não ter o conhecimento e a experiência necessários sobre investimentos financeiros e sobre a gestão dos passivos e podem não se sentir confortáveis para contestar conselheiros de investimento ou os executivos sêniores sentados no conselho. Há preocupação por parte dos empregadores de que os representantes dos empregados, não suportando diretamente os custos do plano, possam ser incentivados a adicionar benefícios especiais aos planos BD. Outra apreensão é que os planos influenciados pelos interesses dos representantes dos empregados tendem a ter características que favorecem

categorias específicas, mesmo que não seja no interesse de todos os beneficiários do plano (STEWART; YERMO, 2008).

Alguns estudiosos sugerem que os conselheiros poderiam ser eficazes na medida em que tivessem o tipo certo de conhecimento e perícia (CARPENTER; WESTPHAL, 2001; HILLMAN; DALZIEL, 2003).

O conhecimento especializado se torna eficaz na resolução de problemas a partir de duas estratégias básicas:

- a) aplicar conhecimento abstrato sobre o domínio do problema, isto é, sobre os principais relacionamentos causais, para identificar e selecionar soluções; e
- b) aplicar raciocínio analógico, baseado em vivências anteriores, para identificar soluções efetivas para problemas atuais e evitar as ineficazes (ANDERSON; FINCHAM; DOUGLASS, 1997).

Especialistas detêm conhecimento abstrato desenvolvido dos princípios subjacentes que são críticos para a tomada efetiva de decisões em um domínio particular. O reconhecimento avançado desses princípios subjacentes aumenta a capacidade dos especialistas em diferenciar informações importantes das sem importância (CHI; FELTOVICH; GLASER, 1981).

Decisões complexas tornam-se desafiadoras porque devem ser tomadas dentro de restrições de tempo (MCDONALD; WESTPHAL; GRAEBNER, 2008).

A literatura sobre o desempenho de especialistas (CHASE; SIMON, 1973) e pesquisas relacionadas à gestão (CARPENTER; WESTPHAL, 2001; DAY; LORD, 1992; WALSH, 1995) indicam que o conhecimento abstrato melhor organizado aumenta a velocidade e a precisão com que especialistas reconhecem padrões significativos nos corpos complexos de informação para chegar a boas soluções e para reconhecer as implicações estratégicas de longo prazo das alternativas em jogo.

Estudos empíricos demonstraram que altos níveis de experiência dos membros do grupo têm efeitos positivos na qualidade da tomada de decisões, na medida em que membros do grupo especializados também têm níveis relativamente altos de influência nas decisões do grupo (BUNDERSON, 2003; LITTLEPAGE et al., 1995; LITTLEPAGE; ROBISON; REDDINGTON, 1997).

Evidências das pesquisas de Johnson, Hoskisson e Hitt (1993) e de Judge e Zeithaml (1992) indicam que os membros do CA exercem maior influência sobre as decisões estratégicas na medida em que são independentes da administração. Se, por um lado, esse argumento

ênfatiza que a independência do conselho amplificará os efeitos da experiência do conselheiro, a experiência estratégica dos conselheiros pode ampliar os efeitos da independência do CA.

3.3.2.4.3 Os Incentivos para Conselheiros

O CA tem sido considerado pelos ativistas, estudiosos e profissionais de governança corporativa, o melhor dispositivo de monitoramento contínuo e econômico (SINGH; HARIANTO, 1989) e um sistema de coleta de informações para o controle do comportamento gerencial (EISENHARDT, 1989). No entanto, para cumprir esse papel, os conselheiros devem ter os incentivos adequados (HESS; IMPAVIDO, 2003).

Na abordagem de Hess e Impavido (2003), enquanto o CA monitora o comportamento da alta gerência, os incentivos do conselho são controles baseados em resultados. Primeiro, as leis corporativas criam obrigações fiduciárias para os conselheiros, incluindo os deveres de lealdade e de cuidado.

O dever de lealdade trata dos conflitos de interesses e de se evitar ações que beneficiem o conselheiro em detrimento dos principais. O dever de cuidado exige que um conselheiro aja de boa fé e com o zelo que se espera de uma pessoa prudente para exercitar uma posição semelhante e em circunstâncias semelhantes. Isso exige que um conselheiro esteja bem informado sobre o assunto em pauta e atue nos melhores interesses da organização. Se os conselheiros violarem seus deveres, eles podem ser pessoalmente responsabilizados por quaisquer perdas resultantes (HESS; IMPAVIDO, 2003).

Uma segunda forma de incentivos para os conselheiros é o capital da reputação (HESS; IMPAVIDO, 2003). Estudiosos argumentam que os conselheiros estão motivados a cumprir seu papel de monitoramento por uma preocupação em proteger sua reputação no mercado de trabalho (FAMA, 1980; FAMA; JENSEN, 1983b). Os conselheiros desenvolvem e mantêm sua reputação de especialistas em controle das decisões (FAMA; JENSEN, 1983b). Durante o mandato de um conselheiro, o desempenho da empresa determinará a sua reputação. Se a empresa desempenhar mal, a reputação do conselheiro será prejudicada. Isso pode levar o conselheiro a ocupar menos assentos em conselhos de administração no futuro (LIN, 1996).

Em terceiro lugar, os conselheiros são motivados a desempenhar suas funções com base em suas próprias participações na organização. Esta teoria baseia-se na noção de convergência de interesses (LIN, 1996): um conselheiro que detém participações no capital de uma empresa e que atua nos seus próprios interesses financeiros, atuará no interesse de outros acionistas.

No caso dos fundos de pensão, o nível de remuneração dos administradores em cada categoria é uma questão que influencia a formação dos órgãos de governança. Em 2000, segundo revelou a pesquisa de Versteegen Ryan e Dennis (2003), os salários dos gestores de fundos privados nos EUA variavam entre US\$ 143,955 e US\$ 172,592, dependendo da classe de ativos do fundo, enquanto os gestores do fundo de pensão California Public Employees' Retirement System (CalPERS), o maior fundo de pensão público estadunidense, ganhavam entre US \$ 88,000 e US \$ 105,000. Esses desníveis de compensação sugerem que os fundos privados têm maior capacidade de atrair gestores qualificados, que conseguirão melhores retornos para seus beneficiários do que os de suas contrapartes de fundos públicos.

Os principais executivos de fundos privados tendem a ser funcionários de longo prazo da organização patrocinadora ou do próprio fundo de pensão. Por outro lado, os gestores de FPP enfrentam seus próprios desafios de carreira. Por serem, frequentemente, eleitos ou nomeados, podem não reunir a experiência em investimentos compatível com as exigências da função. Esses gestores tendem a evitar o risco idiossincrático porque perdas financeiras significativas podem levar à publicidade negativa e à perda de sua imagem profissional. Os sistemas de remuneração dos gestores públicos de fundos de pensão recompensam a conquista dos retornos médios do mercado, encorajando-os a reduzir o risco idiossincrático ou a eliminá-lo por meio da indexação (VERSTEGEN RYAN; DENNIS, 2003).

Além de influenciar os níveis de motivação, os sistemas de remuneração e de encarecimento fornecem orientação implícita aos administradores dos fundos sobre as prioridades de suas organizações. Os deveres fiduciários especiais suportados pelos gestores e as circunstâncias de carreira podem afetar os rendimentos dos fundos e os níveis de risco suportados pelos beneficiários, muitas vezes sem o conhecimento ou o consentimento expresso desses legítimos detentores da poupança coletiva (VERSTEGEN RYAN; DENNIS, 2003).

Ambachtsheer (2016) alerta que a remuneração competitiva se encontra entre os fatores críticos de sucesso dos fundos de pensão na atualidade, somado à uma governança forte que alinhe o interesse dos participantes ao dos patrocinadores e gestores, uma política de investimentos consistente e uma escala de operação adequada.

3.3.2.5O Poder do Patrocinador na Gestão da Poupança Previdenciária dos Fundos de Pensão Públicos

De acordo com Carmichael e Palacios (2004), a prática de gestão no contexto do setor público pode ser descrita usando três conjuntos de padrões propostos pelo Banco Mundial:

- a) governança, que se refere aos sistemas e processos pelos quais uma organização gerencia seus assuntos com o objetivo de maximizar o bem-estar e a resolução dos conflitos de interesses entre as partes interessadas;
- b) prestação de contas: processo pelo qual os resultados e as decisões de governança são relatados e divulgados às partes interessadas. Por exemplo, um FPP deve proporcionar acesso a informações sobre o desempenho de seus investimentos, realizar auditorias publicamente relatadas e divulgar o resultado de consultorias e acordos contratuais; e
- c) práticas de investimento: desenvolvimento de perfis de investimento que equilibram o risco e o retorno. No caso das reservas dos fundos de pensão, o compromisso com o pagamento de benefícios constitui o seu perfil de responsabilidade.

Para Caamaño (2007), a forte característica de dispersão da propriedade, que dificulta a conjugação de interesses entre participantes e controladores, aliada ao pouco envolvimento no acompanhamento da gestão dos fundos de pensão, à complexidade técnica do tema, e ainda, à ênfase para obtenção de resultados no curto prazo, parecem transformar o negócio “fundo de pensão” em um terreno vulnerável para a manipulação indevida dos recursos da poupança previdenciária. Esse ambiente de complexidade sugere que os integrantes dos planos de aposentadoria necessitam de auxílio para terem seus interesses preservados.

No Brasil, diante da relevância da legislação para o avanço da governança corporativa nos fundos de pensão, é possível vislumbrar que o aperfeiçoamento do estatuto social como instrumento interno de regulamentação da legislação do segmento assume papel crucial para a minimização do conflito de agência entre os participantes, os controladores e os administradores dos ativos de investimento (CAAMAÑO, 2007).

Na abordagem de Andonov, Hochberg e Rauh (2016), todos os FPPs devem, teoricamente, compartilhar pelo menos um objetivo: fornecer os benefícios prometidos aos participantes com a maior eficiência possível para os contribuintes. Mas a governança do fundo de pensão e a estrutura do CA introduzem diferenças, tanto em incentivos, quanto na experiência financeira dos conselheiros dessas entidades. Por conseguinte, compreender o modo que as estruturas de governança afetam a criação e a preservação de valor para os sistemas de pensão, seus governos patrocinadores e seus funcionários, é de grande importância por vários motivos:

- a) estão em jogo grandes quantias de dinheiro de contribuintes e de empregados públicos;

- b) a literatura sobre governança corporativa tem demonstrado que as estruturas de governança podem ter grandes impactos nos resultados; e
- c) pesquisas sugerem que os fundos de pensão nem sempre perseguem a maximização do valor puro.

Para Rezende e Fontes Filho (2008), conforme mencionado na seção 3.3.2, o processo de acumulação de reservas nos fundos de pensão faz surgir um contraponto entre áreas voltadas à gestão dos ativos – direcionadas ao cotidiano das regras e à dinâmica competitiva do mercado financeiro – e áreas voltadas à gestão de passivos, responsáveis por promover e praticar as doutrinas de seguridade, associadas a práticas assistenciais e cooperativas e às preocupações de bem-estar social. É comum que, a partir dessa fase, discussões sobre investimentos ocupem espaço solene na agenda dos administradores.

A convivência dessas culturas é essencial. Decisões sobre onde investir, rentabilidade esperada, posição de risco, devem ocorrer interligadas às questões de passivo, principalmente atuarial, e de definições sobre processos administrativos. Por exemplo, maximizar a rentabilidade pode não ser compatível com a propensão de risco dos participantes de um plano previdenciário (REZENDE; FONTES FILHO, 2008).

De acordo com Bebczuk e Musalem (2008, apud SOUTO; MUSALEM, 2012), os problemas típicos de agência que afligem todas as atividades de intermediação financeira são exacerbados sempre que o fundo de pensão tem o patrocínio de organização estatal porque:

- a) membros do plano podem relaxar sua vigilância no fundo, desde que percebam que o governo pagará suas pensões, independentemente do desempenho do fundo;
- b) FPPs não operam em condições competitivas;
- c) conselheiros e diretores, vindos de instituições estatais, selecionados de acordo com a afiliação política e não com base em critérios adequados;
- d) os FPPs não estão sujeitos à mesma estrutura regulatória dos fundos privados e, mesmo que estejam, os incentivos são distorcidos, uma vez que o Estado é regulador e parte regulamentada; e
- e) gestores podem ser mandatados pelo governo (no caso de independência política duvidosa) para proceder a objetivos sociais além do objetivo primordial de maximizar a renda de aposentadoria aos membros do plano.

Adams, Hermalin e Weisbach (2010), fazendo uma revisão da literatura sobre a composição e o papel dos CAs, concluíram que estudos sobre conselhos podem ser

interpretados como declarações conjuntas sobre o processo de seleção dos seus integrantes e o efeito da sua composição no desempenho das organizações.

Com algumas exceções notáveis, os FPPs foram historicamente mal administrados na maioria dos países. Muitas vezes, tais entidades foram forçadas a investir em títulos do governo e empréstimos à habitação com baixas taxas de juros nominais, enquanto os investimentos em ativos estrangeiros eram proibidos. Nos países que sofreram uma alta inflação, os retornos reais dos investimentos foram negativos, enquanto que, mesmo em países onde as taxas de juros nominais ultrapassavam a inflação, os retornos das reservas públicas de pensão estavam bem abaixo dos retornos do mercado de ações e bem abaixo dos retornos obtidos pelos fundos de pensão privados (IMPAVIDO; O'CONNOR; VITTAS, 2008).

Na avaliação de Hess (2005), apesar de vários FPPs terem tido seus resultados impactados negativamente por razões políticas, uma consideração cuidadosa quanto à composição do CA, especialmente o papel de conselheiros eleitos pelos membros e suas práticas de investimento, poderia culminar em melhor desempenho. A pesquisa concluiu que não há uma solução única para a governança desses fundos, pois o tamanho dos ativos, a presença de participantes sindicalizados e outros fatores podem fazer a diferença. O ponto crucial é o foco no desenvolvimento do CA, de modo a garantir que os fundos de pensão possam reduzir seus riscos e continuar atendendo as necessidades dos seus participantes e assistidos.

Nos EUA, onde a lei estadual se sobrepõe à federal na regulação dos FPPs estaduais, os CAs dos fundos patrocinados por entidades públicas são compostos por membros nomeados pelo governo local, representantes eleitos pelos beneficiários do fundo e indivíduos nomeados em virtude de seu cargo público exercido no governo estadual, denominados membros *ex officio* (ROMANO, 1993). Regulamentos e estatutos, alguns instituídos há décadas, determinam a representação relativa dessas diferentes categorias em cada CA dos FPPs.

Na experiência estadunidense, a designação de executivos da entidade patrocinadora para a função de conselheiros não é exclusiva dos planos de previdência pública, uma vez que os conselheiros de planos privados são tipicamente funcionários da empresa que institui e patrocina os planos de aposentadoria. Essa característica levanta problemas sérios de conflito de interesses, uma vez que os conselheiros têm papéis duplos, representando os empregadores e os beneficiários dos planos de aposentadoria (ROMANO, 1993).

O clássico estudo de Romano (1993) ratificou a tese de que os FPPs enfrentam pressão política sobre sua tomada de decisão. Os resultados da sua pesquisa evidenciaram que fundos com CAs politizados apresentaram um desempenho abaixo do que aqueles independentes.

Para contornar esse tipo de conflito de agência, seriam possíveis dois tipos de solução: aumentar a independência dos conselhos dos FPPs ou constitucionalizar a independência desses fundos contra qualquer tipo de ingerência legislativa ou governamental. Todavia, em tempos de aperto fiscal, até mesmo o CA independente terá dificuldades em resistir à ingerência política, além do que, a proibição legal da ingerência externa não impedirá certos governantes de influenciar alguns conselheiros suscetíveis (ROMANO, 1995).

Assim, na abordagem de Romano (1995), uma solução para erradicar a pressão política sobre os investimentos dos FPPs seria a de alterar a organização dos planos de benefícios do tipo BD para o tipo CD. Nos planos CD, os participantes assumem o risco do investimento financeiro, mas tomam as decisões de investimento. Essa proposta mitigaria o problema da ingerência política por atribuir aos beneficiários o controle dos investimentos. Além de aliviar a pressão política sobre a gestão dos ativos, os planos CD apresentam outras vantagens sobre os planos BD, quais sejam:

- a) salvagam ativos de pensão de invasões do Estado por problemas fiscais;
- b) maior garantia de benefícios para os funcionários públicos, uma vez que os patrocinadores públicos não podem postergar as contribuições nos planos de aposentadoria;
- c) os planos possuem portabilidade para o caso de mudança de emprego do beneficiário; e
- d) os participantes exercem as decisões de investimentos.

Por outro lado, há algumas desvantagens para os planos CD:

- a) os participantes assumem os riscos do acúmulo da reserva previdenciária, porque são incertos para o período de aposentadoria;
- b) a portabilidade não é atraente para os empregadores, que vislumbram nos planos de aposentadoria um mecanismo de retenção de talentos; e
- c) o plano BD possibilita a aposentadoria num tempo menor.

No final da década de 1990, vários países, inclusive o Brasil, criaram os planos CD, seguindo essa trajetória de evolução na busca por aprimorar a governança dos investimentos. Todavia, de acordo com estudos recentes, o volume de recursos aportados em planos BD ainda expõe os fundos de pensão a ingerências sobre a carteira de investimentos, contrárias aos interesses dos participantes.

Com base em uma análise de regressão multivariada de dados em 88 FPPs de âmbito estadual nos EUA, os resultados da pesquisa de Stalebrink (2014) sugerem que os pressupostos de retorno de investimento adotados são parcialmente determinados pela afiliação dos

conselhos de investimento com o processo político. As conclusões são importantes porque chamam a atenção para possíveis ligações entre a qualidade da informação que é relatada sobre a situação financeira dos FPPs e sua estrutura de governança.

Bradley, Pantzalis e Yuan (2016) refizeram estudos sobre os efeitos da composição do CA de FPP nos EUA sobre a tendência de inclinar a carteira de investimentos do fundo para ações de companhias locais politicamente conectadas. Em amostra de fundos de pensão estaduais, durante o período 1999 a 2009, analisou-se primeiro se as estratégias políticas corporativas influenciavam os investimentos da carteira dos FPPs. Constatou-se que, em relação ao portfólio de mercado, os fundos de pensão avaliados detinham nos seus ativos 26% a mais de ações de empresas locais. Além disso, apurou-se que os fundos de pensão estatais aplicavam em empresas que faziam contribuições para os políticos locais (estaduais) ou tinham despesas consideráveis de *lobby* em 23% e 17%, respectivamente, em relação ao portfólio de mercado e, assim, prejudicavam o desempenho do patrimônio líquido da entidade.

O estudo demonstrou que a extensão do viés político dos fundos de pensão estatais está relacionada às características de governança do fundo. O viés de conexão política local é forte para fundos estaduais de previdência com maior porcentagem de administradores politicamente afiliados (*trustees* eleitos). Observou-se ainda, que os estados com políticos mais influentes no Congresso tendem a investir em empresas locais conectadas politicamente. Os resultados da pesquisa sugerem que a interferência política nos fundos de pensão estaduais não produz resultados desejáveis para as partes interessadas (BRADLEY; PANTZALIS; YUAN, 2016).

Para Souto e Musalem (2012), em termos gerais, as características-chave que diferenciam os intermediários financeiros das empresas não financeiras são a sua baixa transparência relativa, os altos níveis de alavancagem, a existência de uma ampla rede de segurança promovida pelo Estado, uma gestão complicada e os maiores problemas de informação assimétrica entre *insiders* (agentes) e *outsiders* (principais). No caso particular dos FPPs, a baixa transparência pode ser exacerbada naqueles casos em que as informações sobre os fluxos e saídas do fundo estão misturadas com o orçamento público, e não há diretrizes claras com relação a ele.

Baseados em informações de sítios eletrônicos oficiais, Souto e Musalem (2012) reuniram dados de ativos sob gestão, portfólio de investimentos, composição e desempenho de 83 FPPs em 68 países para o período 2001 a 2007. Os resultados revelaram que existem grandes assimetrias em todo o mundo em termos de práticas de governança e transparência dos fundos de pensão patrocinados pelo Estado. Os países ricos e os países membros da OCDE mostram, em média, melhores resultados que o resto da amostra. Em 72 fundos que disponibilizaram os

dados, 43 (73%) têm seus CA formados por integrantes do governo, representantes dos empregados e empregadores. Canadá, Irlanda e Nova Zelândia são notórios exemplos de um terceiro grupo onde os membros do conselho não são nomeados para representar um determinado círculo eleitoral, mas sim por suas credenciais profissionais com um dever fiduciário claro sobre a administração do FPP. Entre os fundos que disponibilizaram a informação, 46 (64%) têm a influência do governo na formação da maioria dos órgãos de governança. Em 22 fundos (31%), o governo detém menor influência na formação desses órgãos. Apenas em quatro fundos (6%) o governo tem poderes bem limitados na escolha de dirigentes. É claro que esta última classificação, que engloba Canadá, Dinamarca, Micronésia e Nova Zelândia, não se destina a refletir o que pode acontecer em termos de independência do conselho, mas que tipo de procedimento é adotado na constituição dos órgãos de governança.

A independência dos órgãos de governança de qualquer tipo de interferência política e a clara definição dos objetivos desses fundos – fornecer renda de aposentadoria acessível e sustentável – são as principais questões para os países (SOUTO; MUSALEM, 2012).

A independência advém da responsabilidade e do profissionalismo. A lei do dever fiduciário define as responsabilidades dos conselhos e eles devem ser responsabilizados pelo desempenho do fundo (SOUTO; MUSALEM, 2012).

Um processo transparente para a nomeação de conselhos competentes, aliado a procedimentos claros para sua remoção e um sistema de avaliação de desempenho, que aumente a independência e fortaleça a responsabilidade, são necessários na maioria dos países (SOUTO; MUSALEM, 2012).

Nesse sentido, a abordagem tradicional que a maioria dos países seguiu em termos de um órgão de governança tripartido, em que o governo, os empregadores e os funcionários são representados, deve ser revisada e, eventualmente, reformada. Além disso, especialistas externos devem ser usados na definição e na implementação das políticas desses fundos (SOUTO; MUSALEM, 2012).

Ao tratar da estrutura de governança, o guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (BRASIL, 2012a) recomenda buscar o máximo de representatividade em todas as instâncias, garantindo a participação, sempre que possível, de representantes de todos os planos administrados, de seus patrocinadores, instituidores, participantes e assistidos, enfatizando que os dirigentes e conselheiros devem ter capacitação técnica e gerencial para atuar de forma independente, transparente e em favor do cumprimento dos fins institucionais da EFPC.

No tocante à composição dos conselhos dos FPPs no Brasil, os resultados teóricos e empíricos apresentados por Dias (2006), sobre uma amostra de 15 entidades, revelaram que o sistema de governança dessas EFPCs é ineficaz quanto à independência dos conselhos na tomada de decisões, mostrando que vários mecanismos são usados por patrocinadores para reduzir as funções, responsabilidades e o poder do conselho deliberativo, órgão no qual os representantes dos participantes têm assentos.

Dias (2006) destacou que, pela LC 108 (BRASIL, 2001a), o patrocinador público do fundo nomeia o presidente do conselho deliberativo e o voto deste prevalece em caso de impasse; e apontou ainda que, a mesma lei possibilita que o estatuto do fundo defina a composição da diretoria, além do que a nomeação do diretor de investimentos também será efetuada pelo patrocinador estatal.

Os achados empíricos de Dias (2006) indicaram que os patrocinadores escrevem as cláusulas de governança dos estatutos de forma a maximizar o controle sobre as decisões de gestão e de escolha dos investimentos, no limite permitido pela lei. O referido estudo concluiu que qualquer proposta de reforma no modelo de governança dos FPPs deverá levar em consideração os problemas de agência evidenciados, revendo incentivos, poderes de controle e alocação de riscos.

Não obstante todo o avanço legal que ampliou o perfil de investimentos das EFPCs no Brasil, há uma percepção de que as entidades de previdência complementar, em seu conjunto, dificilmente atenderiam ao propósito de apoiar o desenvolvimento do País, aumentando seu risco com a participação em investimentos na economia real (DE CONTI, 2016).

De fato, conforme visto na seção 2.2.3, a carteira de investimentos dos fundos menores e jovens tem predominância de papéis de renda fixa, menos suscetíveis às oscilações de rentabilidade dos investimentos na economia real. Isso, de igual modo, em função das características dos planos de aposentadoria do tipo CD, que não estão atrelados à busca por rentabilidade para cumprimento de metas atuariais, como é o caso dos fundos em que os planos BD têm maior participação na carteira de ativos (DE CONTI, 2016).

De toda forma, na avaliação de De Conti (2016), a estratégia de investimentos dos FPPs de grande porte pode contemplar o atendimento às prioridades definidas pelo poder público, visto que o conselho deliberativo desses fundos, por disposição legal, conta com membros da direção da própria organização estatal.

Lazzarini (2011) afirma que, no Brasil, o governo atua, de certa forma, como último dono em fundos de pensão de empresas públicas e estatais, a exemplo de Previ, Petros e Funcef. Segundo o autor, a administração desses fundos é, em geral, composta por representantes eleitos

dos funcionários e de executivos indicados pelas empresas estatais patrocinadoras. O canal de influência do governo sobre esses fundos é facilmente estabelecido, uma vez que o alto escalão dessas estatais envolve “pessoas de confiança”, ou seja, integrantes da coalizão política reinante. Este entrelaçamento é ainda maior quando a coalizão política do governo tem conexão com sindicatos e associação de trabalhadores.

Convém ressaltar que, no topo dos FPPs brasileiros, a Previ, a Petros e a Funcef são entidades maduras e de grande porte, que exerceram papel preponderante no processo de privatização ocorrido na década de 1990, convocados a apoiar a estratégia governamental mediante compra de participações nas empresas privatizadas (PINHEIRO, 2007).

De acordo com Jardim (2013), tendo em conta que os fundos de pensão não têm a obrigação legal de investir em atividade produtiva, muito menos em projetos governamentais, a opção pela renda variável e pelo investimento em infraestrutura poderia ser explicada não somente por questões econômicas – atratividade financeira diante da queda da taxa de juros básica da economia nacional –, mas, sobretudo, pela variável cognitiva correlacionada a uma sensibilidade dos administradores daqueles FPPs para com os projetos de governo.

A resposta dos maiores FPPs do Brasil à crise financeira internacional 2007/2008 acentuou a hipótese de que têm sido utilizados, em certa medida, pelo governo como “guardiões da economia” e “moralizadores/domesticadores” das finanças. O investimento dos maiores fundos de pensão do País no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) foi uma alternativa viável para a geração de emprego. Da mesma forma que as centrais sindicais, na busca pela manutenção do emprego, o segmento de fundos de pensão buscou alianças com o setor de *private equity*, investindo em projetos de governo para fomento da economia (JARDIM, 2009).

Exemplo recente das articulações produtivas dos FPPs no País é o da empresa Sete Brasil, responsável pela construção de sete sondas de perfuração marítima, que seriam utilizadas para atendimento do programa de perfuração de longo prazo da Petróleo Brasileiro S. A. (PETROBRAS) nos poços no pré-sal – as primeiras a serem produzidas no Brasil. Os fundos de pensão Previ, Petros, Funcef e a Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social (VALIA) se tornaram acionistas da empresa, juntamente com bancos e a Petrobras (JARDIM, 2013).

Baseado nessa análise, Jardim (2013) argumenta que as estratégias dos FPPs não possuem apenas natureza econômica, mas política e cognitiva. Se a ortodoxia prega investimento seguro em renda fixa, os fundos se aproximaram durante a crise financeira internacional 2007/2008 da heterodoxia econômica, uma vez que, em linguagem popular,

trocaram o certo – títulos da dívida pública – pelo duvidoso – investimentos em construção de casa própria, hidrelétrica, rodovias, ferrovias –, além da maior busca por fundos de *private equity*.

Em 2017, os três maiores fundos de pensão brasileiros – Previ, Petros e Funcef – detinham juntos 39,6 % do total de ativos das 306 EFPCs operando no Brasil. O somatório de investimentos na economia real – renda variável e investimentos estruturados – realizados pelas três fundações representou 75,1 % do total do segmento, ratificando a participação concentrada dos maiores fundos controlados pelo Estado no apoio ao desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, uma maior exposição a riscos de governança (BRASIL, 2017d).

Em suma, os FPPs desempenham papel fundamental para a sustentabilidade a longo prazo dos planos de previdência pública e da política fiscal, enquanto são agentes essenciais nos mercados financeiros. Por conseguinte, é necessário que o público preste atenção à sua estrutura de governança, de modo a evitar o mau uso desses fundos que, em última análise, afetará o crescimento, o futuro e, até mesmo, as gerações atuais. Além disso, sua importância relativa nos mercados financeiros mundiais sugere que a melhoria das práticas de governança dessas entidades, a responsabilidade e as políticas de investimentos contribuem para a estabilidade financeira internacional (SOUTO; MUSALEM, 2012).

3.3.3 Os Fundos de Pensão Brasileiros à Luz da Teoria Institucional

Na conjuntura dos fundos de pensão, a transparência vem conquistando espaço. A atenção dessas entidades tem sido deslocada da simples prestação de contas e da mera formalização das relações organizacionais de poder para a evidenciação das informações na medida necessária para que se possa verificar no interesse de quem o fundo está sendo conduzido (JARDIM, 2013).

A revisão da literatura sobre a relação do uso de mecanismos de governança e da necessidade de legitimidade organizacional nos fundos de pensão brasileiros possibilitou identificar três pesquisas que analisaram essas entidades à luz da teoria institucional, em complemento ao enfoque tradicional dado pela teoria da agência.

Publicado pouco tempo após a consolidação do novo marco regulatório do regime de previdência complementar fechada no Brasil, em 2001, a pesquisa de Fontes Filho (2004) avaliou os limites da teoria da agência no ambiente dos fundos de pensão brasileiros a partir da verificação da aplicação dos mecanismos de monitoramento, controle e incentivos, previstos por essa teoria, por patrocinadores e participantes, além da percepção dos gestores quanto à

importância dessas práticas na conformação de seu comportamento e na busca de legitimidade segundo o referencial da teoria institucional, recolhendo evidências da importância da abordagem multiteórica na avaliação dos problemas de agência desse tipo de investidor.

No geral, os resultados obtidos por Fontes Filho (2004) indicaram uma diferença no uso de mecanismos de governança, em virtude da natureza do patrocinador, do volume de ativos de investimento, do tempo de existência e da maturidade do fundo de pensão. Não foram obtidas diferenças estatísticas significativas para a percepção dos fatores institucionais, sugerindo a existência de elevada coesão no campo organizacional constituído pelos fundos. Detalhadamente, os principais resultados apontaram:

- a) que os planos BD estão relacionados ao uso intenso de mecanismos de monitoramento pelo principal e de influência pelo participante do que nos planos CD, podendo ser explicado pela maior ocorrência de planos BD em fundos com patrocinadores públicos, onde há uma maior tradição na organização dos trabalhadores por seus direitos e ao maior montante dos ativos de investimentos acumulados nesses planos;
- b) alta associação do tipo de patrocinador, se estatal ou privado, aos instrumentos utilizados no acompanhamento dos gestores. Maior intensidade do monitoramento e controle indireto por intermédio do conselho deliberativo em fundos de patrocinadores privados, indicando que a propensão ao acompanhamento e controle do agente pelo principal está relacionada ao nível de risco e à assimetria informacional envolvidos, e, ainda, a características intrínsecas do controlador;
- c) relação positiva entre o tempo de existência da entidade e o uso dos mecanismos de pressão do principal. De acordo com o referencial teórico da pesquisa, o tempo de existência pode ser considerado sedimentador das práticas no campo organizacional, fortalecendo sua estrutura pela institucionalização de valores, comportamentos e modelos entre os atores; e
- d) fundos de pensão com maiores volumes de ativos de investimento têm maior propensão ao uso dos instrumentos de pressão disponíveis pelo principal. O poder de pressão dos participantes está vinculado à sua capacidade organizativa que às exigências associadas ao risco incorrido.

Além disso, nos achados da pesquisa de Fontes Filho (2004), chamou a atenção a evidência de que, em 81% da amostra, os gestores provêm dos quadros dos patrocinadores, para lá retornando depois de concluído seu mandato no fundo de pensão, contrapondo-se às características singulares dos conhecimentos em previdência complementar fechada. O

pesquisador argumenta que a capacidade em lidar com os sofisticados modelos financeiros, além de práticas atuariais e previdenciárias igualmente complexas, representa não só um esforço para o gestor, natural e reconhecido ao assumir o cargo, mas um investimento em um ativo pessoal que muitas vezes será de pouca utilidade ao retorno do gestor à patrocinadora. Some-se a isso o predomínio de pequenas EFPCs na constituição do sistema de fundos de pensão brasileiro, com processos terceirizados, contribuindo para a manutenção de um conjunto de práticas disseminadas e validadas no segmento. Isso configuraria um cenário para a aceitação dos modelos e tecnologias vigentes, propostas por órgãos de classe e consultorias, reforçando o isomorfismo de natureza normativa.

Para Fontes Filho (2004), os resultados obtidos sugerem que as premissas da teoria da agência se chocam com o ambiente altamente regulado da previdência complementar fechada e com as barreiras de saída enfrentadas pelos participantes e patrocinadores, limitando o poder disciplinador das forças de mercado previsto pela referida teoria, em especial para os gestores que detêm vínculos com o patrocinador. Os problemas de agência enfrentados pelos participantes são diferentes daqueles dos patrocinadores. Estes se situam de forma ambivalente na posição de principal e agente, e o gestor da entidade, de modo típico, é um participante historicamente comprometido com o desempenho da organização.

Em outra pesquisa, que evidenciou pressões do contexto institucional sobre os fundos de pensão brasileiros, Paula e Lima (2014) concluíram que as informações contábeis elaboradas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros, segundo o padrão próprio da legislação local, de caráter coercitivo, se encontravam, em sua maior parte, aderentes à norma contábil internacional *Accounting and Reporting by Retirement Benefit Plans - IAS 26*, cuja obediência é de caráter não obrigatório, sugerindo a existência do isomorfismo normativo para conformidade contábil.

Por fim, o estudo de Lima et al. (2015) concluiu que as práticas de governança adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão no Brasil apresentam explicações à luz da teoria institucional, destacando-se o isomorfismo coercitivo nas práticas obrigatórias e o isomorfismo mimético nas práticas voluntárias em relação ao patrocínio predominantemente público. A pesquisa categorizou os mecanismos de governança identificados nas 140 EFPCs da amostra em três grupos de acordo com as pressões isomórficas elencadas pela teoria institucional:

- a) pressões coercitivas, que englobam a prestação de contas dos dirigentes e a conformidade legal dos atos praticados, na busca por legitimidade regulatória;

- b) pressões normativas, que prevêm a observância de princípios e recomendações objetivas, definidos na coletânea de boas práticas de governança para fundos de pensão publicada pela Previc, caracterizando a busca de legitimidade normativa; e
- c) pressões cognitivas, que representam a harmonização de interesses dos participantes, patrocinadores e dirigentes dos fundos de pensão na busca de legitimidade cultural-cognitiva perante os vários públicos de interesse.

Ao correlacionar as variáveis “idade ou tempo de existência” e “tamanho” – definido pelo volume de ativos sob gestão – com o nível de divulgação das práticas de governança, a pesquisa de Lima et al. (2015) identificou o isomorfismo mimético nas práticas voluntárias quanto à idade e ao tamanho dos fundos de pensão da amostra, ou seja, quanto maior a idade ou quanto mais elevado o ativo total do fundo, maior a pontuação na divulgação das práticas voluntárias.

O referido estudo concluiu, segundo a teoria institucional, que as práticas principalmente adotadas e divulgadas pelos fundos brasileiros decorrem de pressões coercitivas e culturais explicadas pelos isomorfismos identificados. Fundos de pensão brasileiros tendem a adotar e divulgar predominantemente as práticas de governança impostas por lei, explicando o isomorfismo coercitivo. E, na mesma linha de conclusão de Fontes Filho (2004), a idade, o tamanho dos fundos em termos de ativo e o tipo de patrocínio são variáveis que estão correlacionadas com práticas voluntárias, caracterizando isomorfismo mimético (LIMA et al., 2015).

3.3.4 Orientações da OCDE sobre a Composição e a Dinâmica da Estrutura de Governança dos Fundos de Pensão

Na visão da OCDE, melhorar a governança continua sendo uma tarefa desafiadora para os fundos de pensão e seus reguladores em todo o mundo. Embora, nos últimos tempos, as iniciativas regulatórias tenham melhorado a situação, ainda existem casos de baixo desempenho impulsionados por carência de boas práticas de governança, de maneira específica na estruturação e na dinâmica de funcionamento dos órgãos de gestão dessas entidades (OECD, 2009).

Partindo do pressuposto de que a boa governança de um fundo de pensão deve ser baseada no risco dos ativos investidos, a divisão de responsabilidades na estrutura de governança deve refletir a natureza e a extensão dos riscos envolvidos na gestão de cada plano

de aposentadoria. Por exemplo, quando os fundos adotam uma estratégia de investimento sofisticada, um comitê de investimentos pode ser apropriado (OECD, 2009).

A OCDE preconiza que entre as principais responsabilidades estratégicas do CA de um fundo de pensão devem constar pelo menos:

- a) definir a missão e os principais objetivos da entidade;
- b) identificar os principais riscos;
- c) estabelecer as principais políticas, como a política de investimentos – incluindo a alocação estratégica de ativos –, a política de financiamento e a política de gerenciamento de riscos;
- d) monitorar a diretoria executiva do fundo de pensão para garantir que os objetivos estabelecidos no estatuto, contrato de gestão fiduciária ou em documentos associados a qualquer um destes, sejam alcançados (por exemplo, o pagamento dos benefícios prometidos; a gestão adequada dos riscos, incluindo uma alocação diversificada de ativos; a efetividade dos custos de administração);
- e) selecionar, monitorar, recompensar e, se necessário, substituir os gestores executivos ou prestadores de serviços externos (por exemplo, gestores de ativos, atuários, depositários, auditores);
- f) garantir o cumprimento da lei de pensões do país e outros regulamentos aplicáveis (por exemplo, regulamentos de investimento, requisitos de divulgação, controle de conflito de interesses, uso indevido de informações privilegiadas); e
- g) garantir aos participantes dos planos CD opções de investimento adequadas, custos otimizados e divulgados de forma desagregada, além de orientação financeira e projeções sobre os benefícios esperados (OECD, 2009).

Quanto à prestação de contas, a OCDE considera no rol de responsabilidades do CA:

- a) a realização de reuniões regulares;
- b) decisões tomadas sempre por maioria de votos, com divulgação adequada aos participantes do fundo;
- c) relatórios regulares com informações relevantes sobre o funcionamento do fundo de pensão para o conselho fiscal;
- d) comunicação sobre o funcionamento do fundo de pensão às autoridades de supervisão;
- e) mecanismos transparentes de seleção para os integrantes dos órgãos de governança; e
- f) processos adequados de planejamento da sucessão (OECD, 2009).

A responsabilidade dos participantes e beneficiários dos planos de aposentadoria pode ser reforçada mediante sua representação nos órgãos de governança. Em alguns países, a

representação paritária de empregadores e empregados na estrutura de governança é exigida por lei, garantindo que seus respectivos pontos de vista sejam contemplados. Em outros países, as leis trabalhistas que regem as relações sindicais podem prescrever a forma de representação dos empregados nos fundos de pensão. A nomeação de profissionais independentes para os principais órgãos de gestão é uma maneira eficaz de promover a boa governança (OECD, 2009).

A eleição por meio de um sistema de votação justo (por exemplo, votação por maioria) é recomendada nos casos em que os participantes do fundo de pensão possam eleger representantes para a gestão. As informações biográficas sobre o candidato à eleição devem ser fornecidas aos participantes e beneficiários da entidade em tempo hábil e deve ser suficiente, incluindo idade, período de tempo associado ao fundo de pensão, qualificações e experiência (OECD, 2009).

Os integrantes dos órgãos de governança devem estar sujeitos a padrões mínimos de adequação. A condenação por fraude, roubo ou outras infrações penais, além do envolvimento em má gestão de organizações de qualquer natureza que tenha levado a sanções civis significativas, devem ser causas de desclassificação automática de qualquer candidato à vaga de administrador de um fundo de pensão (OECD, 2009).

Cada membro dos órgãos de governança deve contribuir para um conjunto equilibrado de habilidades que permita atuar como um ente coletivo e executar com sucesso suas obrigações. Para este fim, pode ser estabelecido um modelo do conjunto de habilidades necessárias e identificar lacunas. As qualificações e experiências exigidas aos membros dos órgãos de governança dependerão de suas responsabilidades. É aconselhável que, pelo menos alguns membros, possuam qualificações profissionais e experiência apropriadas para ajudar em algumas decisões-chave, em especial na estratégia de investimentos. Em geral, é desejável que todos os membros dos órgãos de governança tenham conhecimento e experiência suficientes para cumprir suas atribuições. Um inventário anual de habilidades e um plano de treinamento podem ser preparados para esse fim, que poderia ter o apoio das autoridades de regulamentação e de fiscalização (OECD, 2009).

São necessários mecanismos para avaliar o desempenho do pessoal interno do fundo de pensão e os prestadores de serviços externos. De igual modo, é uma boa prática para todos os órgãos de governança realizar avaliação de suas atividades e proceder a uma revisão dos controles internos da entidade. Devem ser estabelecidas medidas de desempenho objetivas para todas as pessoas e organizações envolvidas na administração do fundo de pensão. Por exemplo, devem ser estabelecidos *benchmarks* adequados para gestores externos de ativos. O

desempenho deve ser avaliado em relação às medidas de desempenho e os resultados devem ser reportados ao tomador de decisão e, quando apropriado, ao CA, à autoridade de supervisão e aos participantes do fundo de pensão (OECD, 2009).

Uma compensação adequada pode fornecer os incentivos certos para um bom desempenho. O estabelecimento de um comitê de remuneração pode otimizar o processo de avaliação da remuneração dos responsáveis pela operação e supervisão do fundo de pensão, sejam gestores de ativos, custodiantes, atuários, ou integrantes dos órgãos de administração (OECD, 2009).

O CA deve estabelecer controles adequados para promover a independência e a imparcialidade das decisões tomadas, garantir um tratamento igual para todos os participantes do fundo de pensão, preservar a confidencialidade das informações, impedindo o uso indevido de informações privilegiadas. Um código de conduta deve ser estabelecido para implementar esses requisitos, exigindo que os funcionários observem altos padrões de integridade, honestidade e negociação justa (OECD, 2009).

O sistema de gestão de riscos, juntamente com uma auditoria interna efetiva, deve cobrir os principais riscos a que um fundo de pensão está exposto. Esses mecanismos de controle constituem a base de uma boa governança, com maior transparência, consistência nas decisões de gestão e proteção de todas as partes interessadas do fundo de pensão (OECD, 2009).

Processos devem ser implementados para garantir que os integrantes dos órgãos de governança recebam informações adequadas, oportunas, precisas, completas, consistentes e facilmente compreensíveis para que possam cumprir suas responsabilidades, de acordo com o código de conduta e se assegurar que responsabilidades delegadas serão cumpridas (OECD, 2009).

Por fim, os administradores devem divulgar informações relevantes para todas as partes envolvidas de forma clara, precisa e oportuna, esclarecendo até mesmo se, e de que modo, questões ambientais, sociais e de governança estão sendo consideradas na política de investimentos (OECD, 2009).

3.3.5A Visão da IOPS sobre a Independência do Conselho de Administração

Em 2008, a Iops realizou uma pesquisa junto aos seus países membros sobre a supervisão da governança dos fundos de pensão. A pesquisa abrangeu os diferentes tipos de problemas que os sistemas de fundos de pensão podem enfrentar e os meios que podem ser adotados pelo órgão de supervisão e autoridades para resolver essas questões.

No total, 24 membros da Iops responderam ao questionário. De acordo com as respostas, as principais questões de governança relacionadas aos fundos de pensão foram prestação de contas, controles internos, competências e perícia do corpo diretivo. Algumas forças motrizes foram declaradas pelos membros da referida Organização, o que fez dessas questões de governança o foco de sua supervisão (IOPS, 2008).

Entre outras coisas, a crescente complexidade das operações e dos investimentos e o ambiente legislativo em mutação elevaram o nível de competência e de conhecimento requerido dos integrantes da estrutura de governança, além do aprimoramento no uso de controles internos. Esses desenvolvimentos deram reforço à maior exigência de prestação de contas, obrigando os órgãos de governança a ampliar a divulgação transparente e clara de informações aos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria (IOPS, 2008).

O estudo da Iops relata que, desde 2004, países de vanguarda no segmento de previdência complementar fechada haviam incorporado nas exigências para a composição da estrutura de governança dos fundos de pensão o critério denominado “*fit and proper*”, isto é, comprovação do nível de conhecimento e de experiência ao perfil do cargo de gestão (IOPS, 2008).

Por exemplo, no Reino Unido, um grande número de entidades, sob a configuração de *trusts*, possuíam diferentes estruturas operacionais, tamanho, níveis de ativos e complexidade da gestão. Diante disso, a autoridade supervisora, em vez de estabelecer qualificações formais específicas e experiência profissional aplicável a todos os administradores, adotou uma abordagem flexível, exigindo que os administradores detivessem conhecimento e compreensão apropriados da lei e estivessem familiarizados com a documentação do próprio fundo; e de quaisquer documentos relacionados com a administração do sistema. O grau de conhecimento requerido dependeria da natureza de sua entidade e de seu próprio papel dentro dela (IOPS, 2008).

Na visão da Iops, o dever de prestação de contas pode ser reforçado por uma voz independente ou que represente no CA todas as partes interessadas dos planos de pensão. Todavia, a Organização alerta que o papel de um representante eleito pelos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria é diferente daquele de um conselheiro independente, que não mantém vínculos com o patrocinador (IOPS, 2008).

Um conselheiro independente é designado para trazer ao conselho uma visão independente sobre questões de estratégia, desempenho e prestação de contas, enquanto um representante eleito atua como a voz dos membros dos planos de previdência administrados

pelo fundo. Na condição de minoritários, a representação dos participantes nos órgãos de governança é adequada e necessária. Como tal, essa representação pode ser um método eficaz para garantir voz aos participantes e assistidos no corpo diretivo. Por outro lado, não assegura que o representante eleito terá a formação e a competência necessárias para o papel de promover e zelar pela otimização da performance do fundo de pensão diante de um mercado financeiro cada vez mais complexo (IOPS, 2008).

Para a Iops, o principal órgão de governança pode ser obrigado a fornecer à autoridade supervisora uma declaração de independência de seus conselheiros. Para garantir que uma voz independente possa ser ouvida no CA, a Iops esclarece que algumas jurisdições exigem que um ou mais conselheiros independentes sejam indicados para o conselho (IOPS, 2008).

Finalmente, mapeando tendências para o segmento, a Iops reconhece que as abordagens e os meios utilizados para supervisionar a governança dos fundos de pensão devem ser revisados periodicamente e aponta para o aumento da importância da gestão de riscos e do estabelecimento de novos planos de aposentadoria. Assim, a competência do corpo diretivo, o aumento da transparência e o aprimoramento dos controles internos são considerados as principais questões de governança dos fundos de pensão (IOPS, 2008).

A expectativa da Iops é que a consolidação no segmento de fundos de pensão continue em algumas jurisdições. Com esse avanço, pode ser necessário um maior nível de habilidades e especializações dos órgãos diretivos para gerenciar ativos de fundos maiores e com maior número de participantes (IOPS, 2008).

Enquanto a indústria de fundos de pensão continua a se desenvolver, é necessário que as autoridades de supervisão continuem a aperfeiçoar suas estratégias e abordagens para atender às novas circunstâncias e para proteger os objetivos intergeracionais do sistema fechado de pensões (IOPS, 2008).

4 METODOLOGIA

Em função da natureza do problema desta pesquisa, optou-se por uma abordagem descritiva, mediante análise quantitativa e qualitativa dos dados coletados na pesquisa documental sobre a amostra de FPPs do Brasil. A análise quantitativa envolveu a elaboração de tabelas de frequência e de gráficos de dispersão.

A revisão bibliográfica gerou subsídios para análise circunstanciada das temáticas elencadas, mediante avaliação crítica e síntese de conteúdos disponíveis em livros, teses, dissertações e, principalmente, de artigos científicos contidos em bases de dados eletrônicas – SciELO, Scopus, Web of Science e Google Scholar –, reunindo os estudos recentes e os de maior relevância, com proposições para o avanço do debate sobre a melhoria das práticas de governança corporativa, com foco nos fundos de pensão.

Os estudos de referência foram procurados com base no conjunto de palavras-chave extraídas das questões de pesquisa e com o uso da técnica de *snowballing* na busca de artigos clássicos e seminais de interesse deste estudo.

Além disso, a pesquisa teórica possibilitou identificar as principais técnicas utilizadas nas pesquisas empíricas sobre fundos de pensão e deu suporte para a elaboração do rol de questões e de indicadores utilizados na pesquisa documental, a partir da análise das principais características da estrutura de governança das EFPCs com patrocínio público no Brasil e no mundo.

No levantamento bibliográfico observou-se que, de modo geral, nas pesquisas empíricas sobre fundos de pensão têm-se adotado duas técnicas:

- a) consulta a dados secundários disponibilizados nos sítios eletrônicos das entidades de previdência; e
- b) entrevistas com dirigentes.

Neste trabalho, considerando a limitação dos recursos e a diversidade do público-alvo envolvido, entendeu-se adequado, para atendimento do objetivo principal e para resposta ao problema da pesquisa, o acesso a dados secundários disponíveis no sítio eletrônico dos fundos selecionados, particularmente no estatuto, no relatório anual de informações e nas demonstrações contábeis.

Com base no referencial teórico e a partir dos problemas de agência e dos principais desafios da governança corporativa das EFPCs, relacionados na seção 3.3, foi elaborado um rol de indicadores para categorização dos FPPs brasileiros, contribuindo para uma análise objetiva

sobre em que grupos e em que dimensão poderia se tornar significativo o papel do conselheiro independente, como mecanismo alternativo de governança para solucionar problemas de agência e/ou reforço da legitimidade organizacional.

O principal intuito do trabalho de pesquisa documental foi classificar os fundos de pensão em *clusters* em função dos tipos de problemas de agência que podem decorrer da sua constituição e/ou de seus processos de gestão, originados pela combinação de algumas características específicas e da observação de práticas que promovem a legitimidade junto às suas audiências.

Conforme ficou demonstrado nas seções 3.1.1 e 3.1.2, os problemas de agência podem surgir em decorrência do desequilíbrio de poder entre principais ou entre principais e agentes. No âmbito dos fundos de pensão, algumas variáveis podem ser consideradas para avaliar problemas de agência relacionados à estrutura de governança, tendo referência nos critérios legais e na forma com que as EFPCs buscam legitimidade junto a seus públicos de interesse em função do tipo de plano de aposentadoria predominante, do porte e da composição dos ativos. A partir destas características específicas procurou-se aprofundar a análise da estrutura de governança dos FPPs no Brasil.

No tocante à gestão dos investimentos da poupança previdenciária, buscou-se refinar a análise da composição das categorias de FPPs da amostra sob o prisma da legitimidade organizacional, com foco:

- a) no cumprimento da regulamentação;
- b) na adesão a códigos e programas de boas práticas;
- c) na formação da estrutura de governança;
- d) na transparência e simetria das informações;
- e) na representação dos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria; e
- f) no registro de matérias jornalísticas na mídia eletrônica sobre irregularidades na gestão dos fundos.

Tudo isso, para identificar a oportunidade, a amplitude e a relevância do papel do conselheiro independente como mecanismo alternativo para mitigação de conflitos de interesses, monitoramento da gestão, aconselhamento estratégico e/ou de legitimidade organizacional.

4.1 População, Amostra e Dados

Para atender ao objetivo geral desta pesquisa, de identificar o efeito predominante da participação de conselheiros independentes nos FPPs do Brasil, entre solução para o problema de agência ou reforço da legitimidade organizacional, definiu-se como população os FPPs em operação no Brasil.

A amostra foi composta por 76 FPPs que integravam o anexo III da Série de Estudos Número 6 da Previc (BRASIL, 2015b) e que disponibilizaram, em mídia eletrônica, as informações requeridas no conjunto de indicadores para avaliação do potencial de problemas de agência e de legitimidade organizacional. O APÊNDICE A apresenta a relação das fundações incluídas na amostra, detalhando nome, sigla e endereço eletrônico de cada entidade.

Na pesquisa documental, todos os dados sobre práticas de governança foram coletados junto ao sítio eletrônico dos fundos de pensão selecionados, e extraídos, notadamente, dos estatutos, dos relatórios anuais de informações do ano 2017 e das demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017, que representam as principais ferramentas de comunicação dessas entidades com seus participantes e assistidos. O período selecionado para análise das demonstrações financeiras concentra os eventos de provisão para perdas em investimentos na economia real, uma das principais questões analisadas neste estudo.

Os dados referentes à amostra de FPPs foram coletados durante os meses de novembro e dezembro/2018, tendo sido realizadas 2.356 observações, organizadas em quadros, tabelas e gráficos – APÊNDICES B a M –, para subsidiar a apresentação e a análise de conteúdo.

4.2 Definição de Categorias Analíticas para os Fundos de Pensão

Os conceitos e variáveis utilizados neste trabalho estão referenciados em dois campos teóricos: na teoria da agência e na teoria institucional.

De acordo com Babbie (1995), conceitos ou construtos representam modelos mentais que sintetizam observações e experiências com algo em comum. Os conceitos não existem no mundo real e não podem ser medidos diretamente. Entretanto, é possível medir as coisas que os conceitos sumarizam. No processo final de conceituação é possível especificar um conjunto de indicadores que demonstrarão a presença ou a ausência do conceito que se está estudando, ordenando os tipos de observações e medições que serão apropriadas para determinada pesquisa. A intercambialidade dos indicadores possibilita estudar e obter conclusões sobre

conceitos mesmo quando não se possa concordar em como tais construtos deveriam ser definidos.

Em outras palavras, a especificação de conceitos na prática da pesquisa social depende de definições nominais e operacionais. Uma definição nominal é aquela atribuída a um termo ou expressão. A especificação das definições nominais foca a estratégia observacional, mas não habilita a observar. Por isso, é preciso definir o que e como se pretende observar e quais as interpretações serão apresentadas para as observações. Todas essas especificações compõem o que se chama definição operacional do conceito, que explica as operações que serão empreendidas para medir o conceito (BABBIE, 1995).

Com base na revisão teórica e buscando dar suporte empírico ao estudo, definiu-se nominal e operacionalmente cada uma das variáveis deste estudo, compondo-se um rol de indicadores que permitiram formar categorias de fundos de pensão – *clusters* – para melhor encaminhar a análise do problema de pesquisa.

4.2.1 Os Problemas de Agência nos Fundos de Pensão – Definição Nominal e Operacional

Um tópico que pode ser investigado pelos estudiosos da governança é a interação entre as melhores práticas do CA e a configuração de outros mecanismos de governança. Uma perspectiva relativamente inexplorada na governança corporativa sugere que os mecanismos de governança interagem entre si, criando efeitos de substituição e complementaridade (CUOMO; MALLIN; ZATTONI, 2016; REDIKER; SETH, 1995; WARD; BROWN; RODRIGUEZ, 2009).

Nas situações em que os controles externos não estão disponíveis, a teoria da agência prevê uma ênfase maior do CA no monitoramento da gestão. Em outras palavras, as várias tecnologias de controle podem substituir umas às outras. Para as organizações, isso significa que, quando um mercado de controle corporativo não estiver disponível, uma ênfase maior recairá sobre os conselheiros independentes no conselho (MUSALEM; PALACIOS, 2004).

O alvo da governança corporativa é assegurar que os executivos persigam os interesses dos acionistas representados no CA. A teoria da agência objetiva lidar com os problemas que surgem com a separação entre propriedade e gestão ou no relacionamento entre controladores e minoritários, que se consolidam no construto denominado “problemas de agência” e ocasionados por diferenças de motivação e objetivos entre os atores da governança, assimetria de informação entre as partes relacionadas e preferências de risco. Reforçando menção anterior,

é a perspectiva teórica dominante aplicada aos estudos de governança corporativa (LYNALL; GOLDEN; HILLMAN, 2003; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

De acordo com a revisão bibliográfica, no ambiente dos fundos de pensão, diversas características poderiam dividir o conjunto das entidades em categorias sujeitas a problemas de agência em graus distintos, que compreendem, entre outros aspectos:

- a) a estrutura do corpo diretivo, incluindo a segregação de funções;
- b) as habilidades e competências necessárias dos administradores;
- c) esquemas de incentivo;
- d) os processos de tomada de decisão, incluindo gerenciamento de riscos;
- e) a gestão de ativos e passivos;
- f) as atividades de monitoramento e as funções de conformidade;
- g) mecanismos de influência direta do participante e de controle indireto via conselhos e comitês; e
- h) os meios pelos quais o corpo diretivo é responsável perante as partes interessadas – participantes e assistidos dos planos de previdência, empregadores, supervisores, reguladores, governo e contribuintes.

Nesse contexto, o tipo de plano de aposentadoria predominante na constituição de um fundo de pensão, se BD ou CD, pode ser considerado ponto de partida na definição operacional dos problemas de agência (DIAS, 2006; FONTES FILHO, 2004; MAROSSY; YERMO, 2002). A predominância de determinado tipo de plano de aposentadoria definirá a relação de agência, influenciando a composição da carteira de ativos de investimento nos fundos de pensão, dada a necessária busca de performance compatível com as obrigações atuariais e a adoção de outros mecanismos de governança.

Segundo Fontes Filho (2004), as duas principais modalidades de planos – BD e CD – têm natureza diferente. Do ponto de vista do participante (principal), o plano CD permite estabelecer comparações com investimentos financeiros equivalentes e, portanto, avaliar os esforços dos gestores. No plano BD, o participante tem menos interesse em avaliar os resultados financeiros, porque o processo é complexo, seu risco é menor – há corresponsabilidade do patrocinador – e porque o principal é o equilíbrio do plano, sujeito a variáveis de outra natureza. Ao contrário do participante, o patrocinador não tem risco financeiro associado aos planos CD, mas tem risco elevado no patrocínio de planos BD. Essa diferenciação ratifica a importância do indicador “tipo de plano predominante – BD ou CD” na avaliação da relação de agência dos

FPPs brasileiros. Adicionalmente, se observou o percentual de participação dos planos BD na constituição dos ativos de investimento dos FPPs da amostra.

Outro aspecto que influencia a relação de agência e a adoção de determinados mecanismos de governança nos fundos de pensão é o porte, definido em função do volume de ativos de investimento, o que caracteriza outra definição operacional para a análise do conceito “problema de agência” neste estudo.

De acordo com disposto na seção 3.3.1, a estrutura de governança, a escala de operação e a maior ou menor dependência de terceiros na gestão guardam estreita relação com o porte da EFPC e influenciam o seu processo decisório.

A partir da categorização por porte e, conseqüentemente, por complexidade da gestão, foi possível identificar, na composição da estrutura de governança, a existência de mecanismos internos mitigadores do problema de agência, considerados na definição operacional para a variável em questão:

- a) o tamanho do conselho deliberativo, ou seja, quantos integrantes compõem o conselho;
- b) se os conselheiros recebem remuneração para o exercício do cargo;
- c) a existência de comitês de assessoramento do conselho deliberativo, isto é, se o fundo possui comitê de investimentos ou comitê de plano de aposentadoria;
- d) se a diretoria executiva é composta de forma paritária entre representantes do patrocinador e dos beneficiários dos planos de aposentadoria; ou por especialistas de mercado, nomeados pelo conselho deliberativo;
- e) a existência do cargo de diretor de investimentos; e
- f) a existência de auditoria interna.

Na avaliação da estrutura de governança, os indicadores relacionados nos itens de “a” a “e” do parágrafo anterior contribuem para discriminar a qualidade do processo decisório e possibilitam avaliar, na amostra de FPPs, a maior ou menor relevância da adoção do conselheiro independente como mecanismo interno alternativo para solução dos problemas de agência.

Com relação à composição da carteira de investimentos, segundo observou De Conti (2016), o predomínio de planos BD nos fundos de pensão têm fomentado a alocação de recursos da poupança previdenciária em aplicações de maior risco, a exemplo de renda variável e investimentos estruturados. Apesar de que, no cenário de redução da taxa básica de juros da economia nacional, mesmo os fundos de menor porte e com outros tipos de planos de aposentadoria têm procurado diversificar a carteira de investimentos.

De qualquer sorte, a busca por melhor performance na gestão dos FPPs influencia a preferência de riscos, a dependência de terceiros na gestão de investimentos e pode ocasionar

perdas por escolhas não ótimas em investimentos financeiros na economia real. Daí, para efeito desta pesquisa, na definição operacional do construto “problema de agência” foram elencados os seguintes indicadores:

- a) existência de investimentos em renda variável e/ou estruturados na composição dos ativos e o nível de participação no total da carteira;
- b) provisões para perdas, registradas nas demonstrações contábeis dos anos 2015, 2016, 2017, nos ativos financeiros voltados para a economia real tais como: investimentos de renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados; e
- c) somatório das provisões para perdas em investimentos de renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados, registradas nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017.

Dentro do escopo da pesquisa e a partir desses indicadores, a ideia foi correlacionar o potencial de problemas de agência nos FPPs da amostra com o grau de legitimidade organizacional de cada um. Com base nessa correlação, segregar categorias de fundos e analisar os possíveis efeitos da adoção do conselheiro independente.

Desse modo, para subsidiar a geração de gráficos de dispersão com melhor visibilidade do posicionamento de cada fundo, facilitando a análise quantiquantitativa dos resultados obtidos nesta fase, optou-se pela atribuição de pesos para os indicadores de problemas de agência, de modo a distinguir:

- a) a classificação das EFPCs em diferentes perfis, conforme definido pela Previc (BRASIL, 2016f). A amostra de FPPs contemplou integrantes de perfil I – que reúne 13 fundos com maior complexidade em função do porte, potencial de crescimento e perfil de investimentos – e de perfil II – que congrega os 63 fundos restantes da amostra;
- b) o predomínio da administração de recursos financeiros oriundos de planos BD;
- c) as diferentes proporções do somatório de investimentos em renda variável e estruturados no total de ativos de investimento, usando como ponto de corte o índice de 10%, e atribuindo pesos distintos para resultados acima ou abaixo desse percentual;
- d) o registro de provisões de perdas em investimentos de renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados registradas nas demonstrações contábeis dos anos 2015, 2016, 2017; e
- e) a maior relevância da adoção de determinados mecanismos na composição da estrutura de governança dos FPPs em que predominam a administração de planos BD.

Para tanto, foram estabelecidos os seguintes critérios:

- a) com base na atual classificação dos fundos de pensão definida pela Previc (BRASIL, 2016f), atribuiu-se peso “3” para os FPPs enquadrados no perfil I e peso “1”, para os de perfil II;
- b) para o predomínio de recursos oriundos de planos BD, foi atribuído peso “5” e peso “4”, respectivamente, para os fundos de perfil I e II;
- c) para o predomínio de recursos oriundos de outros planos – contribuição variável, misto e/ou contribuição definida – foi definido peso “3” e “2” para fundos de perfil I e II, respectivamente;
- d) para participação do somatório dos investimentos estruturados e de renda variável em montante superior a 10% do total de ativos de investimento, atribuiu-se peso “5” para fundos de perfil I e peso “4”, para os de perfil II;
- e) a participação do somatório dos investimentos estruturados e de renda variável em montante inferior a 10% do total de ativos de investimento recebeu peso “3” e “2”, respectivamente, para fundos de perfil I e de perfil II;
- f) a não evidenciação de mecanismo de governança corporativa referido nos indicadores PA11 a PA16, recebeu o peso “2” para FPPs com predomínio de planos BD e peso “1” para aqueles em que predominam outros tipos de planos;
- g) para a evidência de registro de provisões para perdas de investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados, entre os anos 2015 e 2017, foi atribuído peso “5” para os dois tipos de perfis de FPPs, tendo em conta o alto impacto sobre o equilíbrio econômico-financeiro dos fundos de pensão; e
- h) por último, para os fundos sem valores aplicados em renda variável e/ou investimentos estruturados e para aqueles sem registro de perdas nos investimentos mencionados na alínea “g”, foi definido peso “0”.

O Quadro 5 apresenta, de forma sistematizada, os indicadores elencados como definição operacional para análise do conceito “problemas de agência” na amostra de FPPs brasileiros.

Quadro 5 – Indicadores para avaliação dos problemas de agência na amostra de FPPs do Brasil

| Indicadores | Critérios de Medida | Peso | Categorias |
|------------------------------------|---------------------|--------------|------------|
| PA1. Perfil atribuído pela Previc. | Perfil I | 3 | Perfil |
| | Perfil II | 1 | |
| | Perfil II | Divisor = 26 | |

Continua

Conclusão

| | Percentual | | | |
|---|---|--------------|------------------------------|---|
| PA2. Participação dos ativos vinculados a planos BD. | | | Constituição do Fundo | |
| PA3. Predomínio de tipo de plano de aposentadoria – BD ou outros, tais como CD, CV ou misto. | BD em FPP de Perfil I | 5 | | |
| | BD em FPP de Perfil II | 4 | | |
| | Outros em FPP de Perfil I | 3 | | |
| | Outros em FPP de Perfil II | 2 | | |
| PA4. Total de ativos de investimentos do fundo. | R\$ milhões | | Composição dos Investimentos | |
| PA5. Somatório de ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados. | R\$ milhões | | | |
| PA6. Proporção do somatório dos ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados no total de ativos do FPP. | Perfil I | >10% | | 5 |
| | | <10% | | 3 |
| | Perfil II | >10% | | 4 |
| | | <10% | | 2 |
| Qualquer perfil | = 0% | 0 | | |
| PA7. Somatório das provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. | R\$ milhões | | | |
| PA8. Registro de provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. | Sim | 5 | | |
| | Não | 0 | | |
| PA9. Tamanho do conselho deliberativo. | Número de Integrantes | | Estrutura de Governança | |
| PA10. Conselho deliberativo com seis integrantes. | Sim | 0 | | |
| | Não, para FPP com predomínio de plano BD | 2 | | |
| | Não, para FPP com predomínio de outros planos | 1 | | |
| PA11. Remuneração para conselheiros. | | | | |
| PA12. Comitês de assessoramento do conselho deliberativo – comitê de investimentos ou comitê de plano de aposentadoria. | | | | |
| PA13. Diretoria executiva composta de forma paritária ou por especialistas de mercado, nomeados pelo conselho deliberativo. | | | | |
| PA14. Diretor de investimentos. | | | | |
| PA15. Auditoria interna. | | | | |
| PA16. Somatório dos resultados obtidos nos indicadores PA1, PA3, PA6, PA8 e PA10 a PA15. | Numérico | 1 | Σ PPA | |
| PA17. Índice resultante da divisão do somatório de pontos computados (PA16) pelo total máximo de pontos para cada tipo de perfil de FPP. | Perfil I | Divisor = 30 | Índice PPA | |
| | Perfil II | Divisor = 26 | | |

Fonte: Elaborado pelo autor.

O indicador PA 16 representa o somatório dos resultados computados nos indicadores PA1, PA3, PA6, PA8 e PA10 a PA15. A divisão desse somatório pelo total máximo de pontos para cada tipo de perfil de FPP – 30, para os de perfil I e 26, para os de perfil II – possibilitou criar um índice denominado “Potencial de Problemas de Agência (PPA)” – PA 17, utilizado na configuração dos gráficos de dispersão. O índice estabelecido vai de zero a um, de modo que, quanto maior o resultado, maior o potencial de problemas de agência.

Na composição do índice PPA, a distribuição dos pesos entre as características mencionadas objetivou atribuir um peso relativo maior para o conjunto de indicadores de perfil, constituição, composição dos investimentos e registro de perdas em comparação com os seis indicadores vinculados à formação da estrutura de governança. Além disso, partindo do pressuposto de que nos fundos com baixo percentual ou sem recursos vinculados a planos BD e/ou com portfólio de investimentos de perfil conservador – de modo geral os jovens e de pequeno porte –, a estrutura de governança tende a ser enxuta, o peso para a formação da estrutura de governança correspondeu a 40% para os fundos com predomínio de planos BD e a apenas 23%, para os demais.

4.2.2A Legitimidade nos Fundos de Pensão – Definição Nominal e Operacional

Fontes Filho (2004) argumenta que as organizações, nos processos pelos quais buscam assegurar sua legitimidade, estão sujeitas a um conjunto de pressões advindas de seus grupos de interesse. Essas pressões não são apenas por recursos materiais ou financeiros, mas também simbólicos, e se somam àquelas exercidas pelos proprietários (principais) pelo uso dos mecanismos de agência de controle interno – monitoramento e incentivos – e de controle externo – mercado de capitais, de trabalho, pares e organizações associativas.

No plano institucional, o resultado das organizações não pode ser avaliado apenas por sua produção (*output*), mas pelo atendimento a um conjunto de expectativas gerais de todas as partes interessadas. A legitimidade, no cumprimento de regras, normas, leis, práticas profissionais correntes e conformidade às expectativas, principalmente quanto a um comportamento esperado, torna-se superior a critérios associados à própria eficiência dos processos. Neste ambiente, as organizações são modeladas segundo uma pressão social, resultando em um isomorfismo institucional em resposta a forças regulatórias e normativas similares, ou copiando estruturas adotadas por organizações bem-sucedidas em condições de incerteza (ORRÛ; BIGGART; HAMILTON, 1991).

De acordo com Suchman (1995), poder-se-ia imaginar a construção de indicadores de diferentes tipos de legitimidade e empregá-los para verificar os perfis de legitimidade de organizações, profissões ou setores específicos.

O Quadro 6, proposto por Mendonça e Amantino de Andrade (2002), oferece bases objetivas para a elaboração desses indicadores.

Quadro 6 - As ênfases na teoria institucional

| Ênfase/ Pressupostos | Regulória | Normativa | Cultural-Cognitiva |
|---------------------------------|------------------------|-------------------------------|---|
| Base de conformidade | Conveniência | Obrigação social | Aceito como verdade |
| Mecanismo | Coercitivo | Normativo | Mimético |
| Lógica | Instrumental | Adequação | Crença |
| Indicadores | Regras, leis e sanções | Certificação, qualificação | Predomínio, difusão |
| Bases da legitimidade | Legalmente sancionada | Moralmente governada | Culturalmente mantida, correto conceitualmente |

Fonte: Mendonça e Amantino-de-Andrade (2002).

Assim sendo, para compor a análise do problema desta pesquisa, estão relacionadas a seguir algumas definições operacionais para o conceito “legitimidade organizacional”, discriminadas nos três componentes básicos das instituições – regulatório, normativo e cultural-cognitivo – que dão origem a bases distintas para avaliação de legitimidade e de mecanismos de controle, respectivamente coercitivo, normativo e mimético (DIMAGGIO; POWELL, 1983; RUEF; SCOTT, 1998).

Pretende-se que tais indicadores, focados em examinar, entre outros aspectos, o cumprimento de regras, a gestão de ativos e a responsabilidade socioambiental, a composição da estrutura de governança, a prestação de contas e a transparência, possibilitem identificar o grau da adoção de práticas de governança que contribuem para a manutenção e o reforço da legitimidade dessas fundações perante seus vários tipos de audiência. E, do mesmo modo, contribuam para analisar a oportunidade e o grau de relevância da adoção do conselheiro independente como mecanismo alternativo de legitimidade organizacional nos FPPs do Brasil.

4.2.2.1 Legitimidade Regulatória

A definição nominal de legitimidade regulatória encontra-se bem detalhada na seção 3.2.2. Em resumo, trata-se de dimensão da legitimidade derivada da conformidade com regulamentos, regras, padrões e expectativas criadas por governos, agências reguladoras, associações profissionais e organizações influentes. Nesse âmbito, organizações legítimas são

aquelas que estão legalmente estabelecidas ou estão de acordo com as leis ou regimentos (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 1995, 2008; SCOTT et al., 2000).

A pesquisa de Lima et al. (2015) observou que as práticas obrigatórias foram cumpridas em quase sua totalidade pelos 140 fundos de pensão da amostra selecionada. A média de pontuação foi de 97,86%. Esse tipo de achado corrobora as assertivas que respaldam a teoria institucional acerca da legitimidade regulatória, ou seja, as organizações tendem a adotar práticas de governança por força de pressões advindas de institutos legais que têm o poder de impor sanções quando do seu descumprimento.

Fontes Filho (2004) já havia destacado no seu estudo o ambiente altamente regulado da previdência complementar fechada no Brasil, limitando o poder disciplinador das forças de mercado previsto pela teoria da agência.

Por conseguinte, para os fins desta pesquisa, com foco na gestão dos investimentos da poupança previdenciária, a título de definição operacional para o construto “legitimidade regulatória”, propõe-se investigar junto ao sítio eletrônico da Previc a ocorrência de infração praticada no regime de previdência complementar operado pelas EFPCs da amostra, por meio do indicador de registro de auto de infração ou de intervenção administrativa aplicada por aquele órgão regulador entre os anos 2016 e 2018.

O indicador proposto possibilitaria medir o grau de legitimidade regulatória da dinâmica de gestão de investimentos nos FPPs da amostra, dentro do período pesquisado.

4.2.2.2 Legitimidade Normativa

Ao reprisar o conceito apresentado na seção 3.2.2, tem-se como definição nominal que a legitimidade normativa deriva do cumprimento de normas e valores da sociedade ou do ambiente social influente para o negócio, apontando a organização como apropriada ou desejável perante tais normas ou valores e no seu campo organizacional (ALDRICH; FIOL, 1994; RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 1995, 2008; SCOTT et al., 2000; ZIMMERMAN; ZEITZ, 2002).

A educação formal, representada pela base de conhecimento produzida e disseminada pelos especialistas em uma área, e o crescimento das redes e associações de profissionais representam as mais elementares fontes desse tipo de isomorfismo (DIMAGGIO; POWELL, 1983).

Várias instituições que circundam e congregam o campo organizacional das EFPCs no Brasil – Previc, Abrapp, Sindicato Nacional das Entidades Fechadas de Previdência

Complementar (SINDAPP), Amec, Governo Federal – têm divulgado programas, manuais e códigos com recomendações de práticas voluntárias de boa governança, num esforço conjunto de oferecer alternativas para se aprimorar a performance da gestão dos fundos de pensão no Brasil e ampliar a transparência com as partes relacionadas.

O Governo Federal, através da Portaria SEPM 39, de 22/09/2005, instituiu o Programa de Pro-Equidade de Gênero e Raça (BRASIL, 2005) com o objetivo de difundir novas concepções na gestão de pessoas e na cultura organizacional, combater as dinâmicas de discriminação e desigualdade de gênero e raça praticadas no ambiente de trabalho, além de promover a igualdade de gênero e raça no que diz respeito às relações formais de trabalho e à ocupação de cargos de direção.

Com a edição do Decreto 7.397, de 22/12/2010 (BRASIL, 2010b), o Governo Federal instituiu a Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF), com a finalidade de promover a educação financeira e previdenciária e contribuir para o fortalecimento da cidadania, a eficiência e solidez do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e a tomada de decisões conscientes por parte dos consumidores.

Também em 2010, a Previc publicou o Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão (BRASIL, 2010a) e, em 2012, o Guia Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência (BRASIL, 2012a). O principal objetivo foi oferecer as bases para excelência na gestão das EFPCs, auxiliando os dirigentes no exercício de seu dever fiduciário e incorporando as melhores tecnologias de governança disponíveis no mundo para fundos de pensão, baseadas em fundamentos e diretrizes de supervisão e governança de instituições internacionais, além de ferramentas que propiciam a completa aderência à lei e aos princípios básicos de governança corporativa – isonomia, prestação de contas, transparência, prevenção de conflitos de interesse e sustentabilidade.

Por seu turno, a Abrapp tem exercido, há quatro décadas, o papel de centro de excelência técnica do sistema fechado de previdência complementar, desenvolvendo soluções, produtos e serviços que contribuam positivamente na gestão e no crescimento das EFPCs e para o desenvolvimento do mercado, quais sejam:

- a) acervo bibliográfico e jurídico, que contém o patrimônio histórico e cultural da Previdência Complementar em formato físico e digital - com cerca de 6 mil títulos, arcabouço normativo que regulamenta o setor e o maior banco de decisões judiciais colaborativo;

- b) canais de relacionamento, onde o destaque é a oferta das melhores práticas de atendimento de várias fundações no “Programa Portas Abertas” e contatos das instituições, empresas e consultorias que valorizam e constroem relacionamentos sólidos e de credibilidade com os fundos de pensão;
- c) capacitação e qualificação, promovendo encontros, seminários, congressos e a Universidade Corporativa da Previdência Complementar (UNIABRAPP);
- d) central de notícias;
- e) indicadores; e
- f) sistemas de gestão gratuitos, as melhores práticas e o compartilhamento colaborativo de experiências sobre os mais variados aspectos da gestão dos fundos de pensão.

Em 2016, consolidando os resultados desse trabalho associativo, ocorreu a publicação de dois códigos de autorregulação para adesão voluntária das EFPCs:

- a) a Abrapp, em conjunto com o Sindapp e o Instituto de Certificação Institucional e dos Profissionais de Seguridade Social (ICSS), publicou o Código de Autorregulação em Governança de Investimentos para as EFPCs (ABRAPP, 2016), cujo propósito é colaborar com o aperfeiçoamento das práticas de governança de investimentos, mitigar a percepção de riscos existentes e contribuir para o desenvolvimento sustentável da previdência complementar fechada do País, beneficiando todos os agentes que dela participam; e
- b) o Sindapp, com a colaboração da Abrapp, publicou o Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar (SINDICATO NACIONAL DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (SINDAPP), 2016), com o objetivo precípuo de promover junto às EFPCs o atendimento do contrato previdenciário em benefício e na proteção de participantes e assistidos de planos de aposentadoria.

De acordo com o conceito de *stewardship* (“tomar conta” ou “cuidar” no sentido de administrar, tradução nossa), a abordagem ativa dos fundos de pensão sobre os seus investimentos na economia real deve seguir alguns princípios básicos referenciados nas melhores práticas de governança corporativa divulgadas internacionalmente, tais como:

- a) implementar e divulgar um programa de *stewardship*;
- b) implementar e divulgar mecanismos de administração de conflitos de interesses;
- c) considerar aspectos ambientais, sociais e de governança (ASG) nos seus processos de investimento e atividades de *stewardship*;

- d) monitorar os emissores de valores mobiliários investidos e os investimentos estruturados;
- e) ser ativos e diligentes no exercício dos seus direitos de voto;
- f) definir critérios de engajamento coletivo; e
- g) dar transparência às suas atividades de *stewardship*.

Estes princípios estão condensados no Código Amec de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais *Stewardship*, lançado em 2016 (AMEC, 2016).

Para as EFPCs, o princípio da transparência às atividades de *stewardship* é de fundamental importância para o embasamento da relação de confiança entre gestores e beneficiários dos recursos da poupança previdenciária.

Além da natural indução promovida pelo fortalecimento do ambiente regulatório dos fundos de pensão no Brasil, todas essas iniciativas no esfera da autorregulação tem contribuído para fomentar a homogeneização das práticas de governança do segmento.

A partir dessas referências, a título de definição operacional do construto “legitimidade normativa” nos FPPs do Brasil e para o cumprimento dos objetivos específicos desta pesquisa, foram propostos os seguintes indicadores:

- a) adesão a programas de investimento responsável e a códigos de autorregulação, quais sejam: Princípios para Investimento Responsável (PRI) (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS, (ONU), 2006); Código de *Stewardship* da Amec (AMEC, 2016); Código de Autorregulação em Governança de Investimentos Abrapp/Sindapp/ICSS (ABRAPP, 2016); e/ou Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar Sindapp/Abrapp (SINDAPP, 2016);
- b) adesão a programas de responsabilidade socioambiental: PRI (ONU, 2006); Pacto Global (ONU, 2000); e/ou Programa Pró-Equidade de Gênero e Raça (BRASIL, 2005); e
- c) posse do selo Enef (BRASIL, 2010b).

4.2.2.3 Legitimidade Cultural-Cognitiva

Como definição nominal para a dimensão cultural-cognitiva de legitimidade tem-se a conformidade com modelos e padrões socialmente aceitos no ambiente organizacional (RUEF; SCOTT, 1998; SCOTT, 1995, 2008; SCOTT et al., 2000). Nessa dimensão, os públicos de

interesse da organização e a própria sociedade são o referencial para a adoção de procedimentos e de estruturas legitimadoras (SUCHMAN, 1995).

Licht (2011) destaca a proliferação de instrumentos de governança corporativa não formal e semiformal. Tais instrumentos implementam ou propõem a adoção de uma medida voluntária de governança que vai além dos requisitos legais formais – por exemplo, ocupar pelo menos metade (ou a maioria) do conselho com conselheiros independentes ou separar os cargos de presidente executivo e presidente do CA.

O que se tem observado é que a cultura e as normas sociais afetam a adoção e o cumprimento de tais medidas (LICHT, 2011), cuja legitimidade está pautada na expectativa de que suas práticas sejam justas e efetivas, reconhecidas pelos públicos de interesse da organização como solução apropriada para problemas relacionados à credibilidade (ROSSONI, 2009).

No âmbito desta pesquisa, a operacionalização do construto “legitimidade cultural-cognitiva” foca a seleção de indicadores que caracterizam práticas em quatro categorias que impactam a imagem organizacional dos FPPs no Brasil perante seus públicos de interesse (CRUZ-SUÁREZ; PRADO-ROMÁN; PRADO-ROMÁN, 2014; GRIGOLI; MILLS, 2014).

Quais sejam:

- a) composição da estrutura de governança;
- b) transparência e simetria de informações;
- c) representação de participantes e assistidos dos planos de aposentadoria administrados pelos FPPs; e
- d) presença negativa na mídia.

Quanto à composição da estrutura de governança dessas fundações, propõe-se a definição operacional do construto “legitimidade cultural-cognitiva” pelos seguintes indicadores:

- a) divulgação da formação e da experiência dos conselheiros;
- b) diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo;
- c) diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo; e
- d) divulgação da formação e da experiência dos diretores executivos.

No tocante à transparência e simetria de informações, a definição operacional para o referido construto engloba os seguintes indicadores:

- a) divulgação de manual de governança;
- b) divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos;

- c) divulgação dos atributos para a escolha dos gestores externos de ativos financeiros;
- d) divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo;
- e) reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias; e
- f) divulgação de relatório mensal sobre o desempenho dos investimentos.

Uma forma de reduzir o efeito carona provocado pela dispersão de participantes e assistidos dos planos de previdência administrados pelas fundações é o papel institucional exercido por entidades de representação de classe, a exemplo de associações de empregados e aposentados do patrocinador ou de participantes e assistidos do fundo de pensão. Desse modo, pesquisar a existência de associações da espécie foi incluído nesse rol de indicadores que definem operacionalmente o construto “legitimidade cultural-cognitiva” no âmbito dos FPPs do Brasil.

Por fim, e não menos importante, está proposto para definição operacional do construto “legitimidade cultural-cognitiva”, investigar a existência de registros na mídia eletrônica sobre irregularidades na gestão dos FPPs da amostra, no período de 2016 a 2018, com referência a falhas, fraudes, desvios ou atos de corrupção, que contrariem boas práticas e os princípios de governança corporativa: ética, equidade, conformidade, transparência e prestação de contas.

O levantamento das notícias foi efetuado durante os meses de novembro e dezembro/2018, mediante impositação da sigla da entidade e da expressão “fundo de pensão” no buscador do aplicativo Google. As evidências, limitadas a três registros recentes, estão catalogadas no APÊNDICE M.

Convém reforçar que, conforme discutido na seção 3.2.2, a mídia não só origina e reflete a legitimidade organizacional (BAUM; POWELL, 1995; DOWLING; PFEFFER, 1975), mas também influencia a opinião do público em geral (DEEPHOUSE, 1996), uma vez que informações sobre irregularidades e críticas corporativas podem se espalhar através das novas tecnologias de comunicação e das redes sociais, afetando a legitimidade organizacional (SCHNEIDER; SCHERER, 2013).

O Quadro 7 consolida os indicadores para avaliação dos construtos sobre legitimidade organizacional nos FPPs brasileiros incluídos na amostra desta pesquisa. Na composição dos resultados quantitativos, para esse conjunto de indicadores foi adotado o critério de medida binário. Para os indicadores L1 e L16, a atribuição de resposta “sim” correspondeu ao peso “0”, uma vez que se referem a eventos que contribuem para a perda de legitimidade. Por outro lado, para os indicadores de L2 a L15, a resposta “sim” correspondeu ao peso “1” e o “não”, ao peso

“0”, por caracterizarem práticas cuja presença contribui para a aquisição, manutenção ou resgate da legitimidade organizacional.

Quadro 7 – Conjunto de indicadores para avaliação da legitimidade na amostra de FPPs do Brasil

| Indicadores | Categorias | Tipos de Legitimidade | |
|---|---|-----------------------|--|
| L1. Registro de auto de infração ou de intervenção administrativa pela Previc. | Cumprimento de Regras | Regulatória | |
| L2. Adesão a programas de investimento responsável e a códigos de autorregulação: PRI, Código de <i>Stewardship</i> da Amec, Código de Autorregulação em Governança de Investimentos Abrapp/Sindapp/ICSS e/ou Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar Sindapp/Abrapp. | Adesão a Códigos e Programas de Boas Práticas | Normativa | |
| L3. Adesão a programas de responsabilidade socioambiental: PRI, Pacto Global e/ou Programa Pró-Equidade de Gênero e Raça. | | | |
| L4. Posse do selo Enef para educação financeira e previdenciária. | | | |
| L5. Divulgação da formação e da experiência dos conselheiros. | Estrutura de Governança | Cultural-Cognitiva | |
| L6. Diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo. | | | |
| L7. Diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo. | | | |
| L8. Divulgação da formação e da experiência dos diretores executivos. | | | |
| L9. Divulgação de manual de governança. | Transparência e Simetria de Informações | | |
| L10. Divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos. | | | |
| L11. Divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros. | | | |
| L12. Divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo. | | | |
| L13. Reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias. | | | |
| L14. Divulgação de relatório mensal sobre o desempenho dos investimentos. | Associação de Participantes e Assistidos | | |
| L15. Existência de associação dos participantes e assistidos do fundo de pensão ou de empregados e aposentados do patrocinador, que manifestam defesa dos interesses de beneficiários dos planos de aposentadoria. | | | |
| L16. Registros na mídia eletrônica sobre irregularidades na gestão. | Presença Negativa na Mídia | | |
| L17. Somatório dos resultados observados nos indicadores PA1 a PA16. | | | |
| L18. Índice de Legitimidade Organizacional (L) – divisão do somatório PA17 pelo total de 16 pontos possíveis. | | | |

Legendas: ASG = ambiental, social e governança; Amec = Associação de Investidores em Mercados de Capitais; Enef = Estratégia Nacional de Educação Financeira.

Fonte: Elaborado pelo autor.

O indicador L17 computa o somatório dos resultados observados nos indicadores L1 a L16. A divisão desse somatório pelo total máximo de 16 pontos possíveis possibilitou criar um “Índice de Legitimidade Organizacional” (L) para os FPPs da amostra (PA 18). O índice estabelecido vai de zero a um, de modo que, quanto maior o resultado, maior o nível de legitimidade organizacional apurado.

Reprisando menção anterior, a definição desses critérios teve o principal objetivo de refletir nos gráficos de dispersão o posicionamento de cada FPP da amostra, a partir da correlação do seu índice de legitimidade organizacional com o respectivo índice de potencial de problemas de agência.

4.3 Desenho da Pesquisa

A definição operacional para os conceitos de “problema de agência” e de “legitimidade organizacional” no ambiente dos fundos de pensão gerou indicadores para segregação da amostra de FPPs em *clusters* que possibilitassem avaliar a maior ou menor relevância do papel do conselheiro independente como mecanismo interno de governança para mitigação do problema de agência e/ou para reforço da legitimidade organizacional.

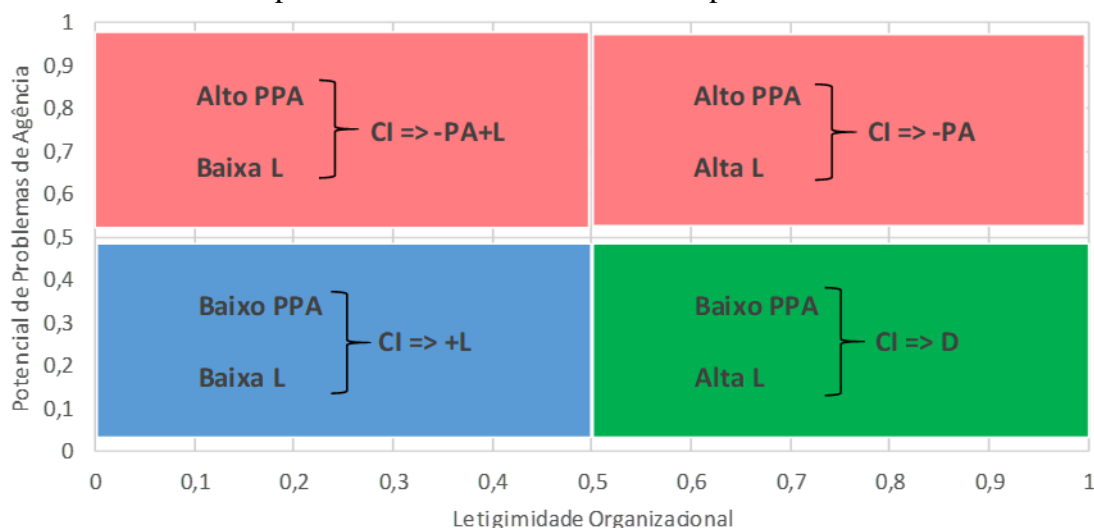
Para melhor visualizar o posicionamento dos FPPs nos gráficos de dispersão e facilitar a análise dos resultados, optou-se pela segmentação prévia da amostra em quatro categorias, com base nos perfis estabelecidos pela Previc (BRASIL, 2016f). Assim, na amostra com 76 FPPs, 13 fundos corresponderam ao perfil I e os demais 63, ao perfil II. Para refinar a segmentação do grupo de perfil II, formando grupos menores para análise, optou-se por dividir essa categoria em três novos grupos em função do porte de ativos de investimentos, com base nos parâmetros da Série de Estudos Número 6 da Previc (BRASIL, 2015b): fundos acima de R\$ 2 bilhões; entre R\$ 500 milhões e R\$ 2 bilhões; e fundos abaixo de R\$ 500 milhões.

Na elaboração dos gráficos de dispersão, trabalhou-se com as variáveis “legitimidade organizacional” e “potencial de problemas de agência” – eixos “x” e “y”, respectivamente –, como alternativa de representação dos dados observados para a amostra de FPPs e para identificar determinadas categorias de fundos como suporte para a análise do problema de pesquisa.

A Figura 1 esquematiza a organização dos *clusters* finais a partir da correlação do nível de potencial de problemas de agência e de legitimidade organizacional, e demonstra o efeito

predominante do conselheiro independente, como mecanismo alternativo de governança corporativa sobre cada um dos quatro *clusters* identificados.

Figura 1 – *Clusters* de fundos de pensão públicos em função do efeito predominante do conselheiro independente



Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. L = legitimidade. CI = conselheiro independente. -PA = mitiga problemas de agência. +L = aumenta a legitimidade. D = dispensável.
Fonte: elaborado pelo autor.

A Figura 1 demonstra que, para os FPPs posicionados na parte superior do gráfico – quadrantes preenchidos em vermelho –, o efeito da adoção do conselheiro independente estaria eminentemente relacionado à mitigação do problema de agência (-PA). Para os fundos situados na parte superior esquerda, o foco da adoção do mecanismo também abrangeria o reforço da legitimidade organizacional (-PA+L).

Para os FPPs localizados na parte inferior da Figura 1, com baixo potencial de problemas de agência, o efeito predominante do conselheiro independente estaria relacionado ao aumento da legitimidade (+L) para os fundos do lado esquerdo inferior – quadrante azul – e poderia ser considerado dispensável (D) como mecanismo alternativo para os fundos do quadrante verde – lado direito inferior – que apresentaram resultados de baixo potencial de problemas de agência e de alto índice de legitimidade em função das práticas de governança catalogadas de acordo com os indicadores deste estudo.

A consolidação das observações empíricas em tabelas e gráficos propiciou a análise qualitativa dos resultados, mediante cotejo com os pressupostos das teorias da agência e institucional, na busca pela resposta ao problema de pesquisa.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1 Resultados para os Indicadores de Potencial de Problemas de Agência na Amostra de Fundos de Pensão Públicos

5.1.1 Sobre a Predominância dos Planos BD

A Tabela 4 evidencia que em 58% da amostra de FPPs predomina a administração de planos de aposentadoria do tipo BD. O maior percentual se encontra no grupo II, composto por FPPs de perfil II com ativos superiores a R\$ 2 bilhões, com 67%; e o menor percentual, no grupo I, com 46%.

Pode-se observar no APÊNDICE B que, no grupo I, em apenas seis fundos predomina a administração de planos BD – Previ, Petros, Funcef, Real Grandeza Fundação de Previdência e Assistência Social (REAL GRANDEZA), Postalís e Caixa de Previdência e Assistência dos Servidores da Fundação Nacional de Saúde (CAPESESP) –, com percentual médio de 84% no total de recursos garantidores. Chama atenção o fato de que o somatório dos ativos de investimento dessas seis entidades representa cerca de 40% do montante dos fundos de pensão brasileiros, razão suficiente por terem sido alocados nesse tipo de perfil pela Previc.

Tabela 4 - Predominância do tipo de plano de aposentadoria nos FPPs da amostra por perfil Previc/porte

| Predomínio de Plano de Aposentadoria | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|--------------------------------------|----------|----|---------------------------|----|---|----|-----------------------------|----|---------|----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| BD | 6 | 46 | 14 | 67 | 12 | 63 | 12 | 52 | 44 | 58 |
| Outros | 7 | 54 | 7 | 33 | 7 | 37 | 11 | 48 | 32 | 42 |

Legenda: FPP = fundo público de pensão. BD = benefício definido. Outros = contribuição definida, contribuição variável e misto.

Fonte: elaborado pelo autor.

Em dois fundos do grupo I – Fundação Forluminas de Seguridade Social (FORLUZ) e Fundação Rede Ferroviária de Seguridade Social (REFER) –, apesar de administrarem planos BD, a participação média representa menos de 30% dos ativos de investimentos. Os cinco fundos mais jovens deste grupo, criados entre 2011 e 2013, a partir do novo marco regulatório para a previdência de servidores públicos federais – Fundação de Previdência Complementar

do Servidor Público Federal do Poder Executivo (FUNPRESP-EXE) e Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário (FUNPRESP-JUD) – e estaduais – Fundação de Previdência Complementar do Estado de São Paulo (SP-PREVCOM), Fundação de Previdência Complementar do Estado do Rio de Janeiro (RJPREV) e Fundação de Previdência Complementar do Estado do Espírito Santo (PREVES) – não administram planos BD.

O grupo II reúne 14 EFPCs (67%) em que prevalece a gestão de recursos vinculados a planos BD. Neste grupo, a média de 68,21% de participação do montante investido em planos BD é menor que a do grupo I (84%). Apenas um fundo do grupo II – Fundação Codesc de Seguridade Social (FUSESC) – não administra planos BD.

No grupo III, dentre os sete fundos com predomínio percentual da gestão de outros tipos de planos, a média para os recursos aplicados em planos BD é de 24,7%. Dois fundos – Fundação Banestes de Seguridade Social (BANESES) e Fundação Sanepar de Previdência e Assistência Social (FUSAN) – não administram esse tipo de plano de previdência.

Interessante observar que, a partir do grupo II (67%), a proporção de fundos com primazia de recursos oriundos de planos BD diminui de forma gradativa nos grupos com FPPs de menor porte – 63% e 52%, respectivamente. E, no grupo IV, aparecem 10 fundos que não administram planos BD.

5.1.2A Composição dos Ativos de Investimento

A Tabela 5 permite avaliar que o somatório dos ativos de investimento dos 76 FPPs da amostra representa 57% dos R\$ 841,9 bilhões aplicados por todo o segmento de previdência complementar fechada em 2017 (BRASIL, 2017d). Dos R\$ 480 bilhões investidos pelos FPPs da amostra, 74% estão concentrados nas 13 entidades de perfil I.

Tabela 5 – Composição dos ativos de investimento dos FPPs da amostra por perfil Previc/porte

| Composição dos Ativos de Investimento | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|---------------------------------------|----------|----|---------------------------|----|---|---|-----------------------------|---|---------|---------|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | | 76 FPPs |
| | R\$ mi | % | R\$ mi | % | R\$ mi | % | R\$ mi | % | | R\$ mi |
| Somatório dos Ativos de Invesmento | 356.696 | 74 | 99.579 | 21 | 19.152 | 4 | 4.660 | 1 | 480.087 | |

Continua

Conclusão

| Composição dos Ativos de Investimento | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total |
|---------------------------------------|----------|----|---------------------------|-----|---|-----|-----------------------------|-----|---------|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs |
| | R\$ mi | % | R\$ mi | % | R\$ mi | % | R\$ mi | % | R\$ mi |
| Somatório de RV+IE | 121.891 | 90 | 11.164 | 8,2 | 2.053 | 1,5 | 392 | 0,3 | 135.500 |

Legenda: FPP = fundo público de pensão. RV+IE = renda variável e investimentos estruturados.

Fonte: elaborado pelo autor.

De se notar que essa proporção cai para 21%, 4% e 1% para os demais grupos. Embora os grupos III e IV, que reúnem os fundos de menor porte, somem 42 EFPCs (55%), o montante de recursos investidos nesses dois grupos representa apenas 5% do total dos FPPs da amostra. Essa constatação reflete o desenho do atual sistema de previdência complementar fechada com elevado número de fundos de pequeno porte e de baixa escala em contraponto a um pequeno número de entidades que concentra parte significativa dos ativos de investimento.

Quando se analisa o volume de recursos aplicados em renda variável e em investimentos estruturados, relacionados na Tabela 5, nota-se que 90% do total está concentrado no grupo I, que detém 11 vezes mais recursos que o grupo II nessas categorias de investimento, que, por conseguinte, detém 5,4 vezes o volume do grupo III, e que, por sua vez, representa 5,2 vezes o montante do grupo IV.

Uma análise comparativa com todo o conjunto das 306 EFPCs do Brasil revela que dos R\$ 155,7 bilhões aplicados pelo segmento nesses dois tipos de investimentos voltados para a economia real, 87% estão sob gestão dos FPPs da amostra, sugerindo a relevância para o mercado acionário dos recursos administrados pelos fundos de pensão estatais, mormente os três de maior porte: Previ, Petros e Funcef.

Tabela 6 – Participação percentual do somatório de renda variável e investimentos estruturados no total de ativos dos FPPs da amostra por perfil Previc/porte

| Composição dos Ativos de Investimento | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total |
|---|----------|---|---------------------------|---|---|---|-----------------------------|---|---------|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs |
| | % | % | % | % | % | % | % | % | |
| Participação do Somatório de RV+IE no Total de Ativos de Investimento | 34,2 | | 11,2 | | 10,7 | | 8,4 | | 28,2 |

Legenda: FPP = fundo público de pensão. RV+IE = renda variável e investimentos estruturados.

Fonte: elaborado pelo autor.

Quanto à relação do somatório de recursos aplicados em renda variável e investimentos estruturados sobre os ativos de investimento, referência para análise da exposição em operações financeiras de maior risco, observa-se na amostra que o resultado de 34,2% para o grupo I é três vezes maior que a proporção dos grupos II e III, e quatro vezes maior que a do grupo IV (Tabela 6). Ainda que sob outro enfoque, volta a se verificar a questão da escala como característica marcante na amostra analisada. Os grupos integrados por fundos de menor porte ainda permanecem compondo a maior parte das suas carteiras com investimentos de renda fixa e de perfil conservador, conforme observado por De Conti (2016).

Ao se analisar o conteúdo dos APÊNDICES B, D, F e H, percebe-se que, no grupo I, o fundo que se destaca é a Previ com 48% do total dos recursos garantidores aplicados em renda variável e investimentos estruturados, e representando 63% de todo o montante aplicado nesse portfólio pelos FPPs da amostra.

A Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES (FAPES) é o maior desvio da média do grupo II, registrando 23% dos seus investimentos em renda variável e estruturados.

No grupo III, a fundação Prece Previdência Complementar (PRECE) e a Eletra – Fundação Celg de Seguros e Previdência (ELETRA) aparecem com 23% e 20%, respectivamente, mesmo administrando baixa proporção de recursos vinculados a planos BD (18% e 11%).

E, por fim, no grupo IV, tem-se o Instituto Geiprev de Seguridade Social (GEIPREV), a Fundação Assistencial dos Empregados da Cesan (FAECES) e a Fundação Casan de Previdência Complementar (CASANPREV), com portfólio de renda variável e investimentos estruturados somando, respectivamente, 48%, 30% e 21%. Ressalte-se que, a Casanprev é constituída 100% por planos do tipo CD, apontando o uso de uma política de investimentos arrojada em relação aos FPPs de mesma característica.

O ponto de reflexão para esses casos dos grupos III e IV refere-se a qual seria o nível de eficiência e eficácia na gestão dessas políticas arrojadas de investimento frente à limitada estrutura de governança e gestão.

Ao se comparar a quantidade de FPPs com predominância de recursos administrados em planos BD com o montante de investimentos em renda variável e estruturados superior a 10% dos recursos garantidores do fundo (Tabela 7), é possível notar que no grupo I essa relação é de 83%, diminuindo para 57%, 50% e 33% para os grupos II, III e IV, respectivamente. Essa constatação sugere que, na amostra de FPPs, mesmo para aqueles com predominância de

investimentos oriundos de planos BD, a exposição em ativos de renda variável e de maior risco diminui na medida da redução do porte da EFPC.

Tabela 7 – Participação dos investimentos em renda variável e estruturados superior a 10% do total de ativos nos FPPs da amostra com predomínio de recursos oriundos de planos BD por perfil Previc/porte

| Grupo de perfil Previc | | FFP com predominância de recursos oriundos de planos BD e com RV+IE > 10% dos Ativos (a) | FFP com predominância de recursos oriundos de planos BD (b) | a/b % |
|------------------------|--|--|---|-------|
| Grupo I | Perfil I | 5 | 6 | 83 |
| Grupo II | Perfil II Ativos > R\$ 2 bilhões | 8 | 14 | 57 |
| Grupo III | Perfil II Ativos > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | 6 | 12 | 50 |
| Grupo IV | Perfil II Ativos < R\$ 500 milhões | 4 | 12 | 33 |
| Total | | 23 | 44 | 52 |

Legenda: FPP = fundo público de pensão. BD = benefício definido. RV+IE = renda variável e investimentos estruturados.

Fonte: elaborado pelo autor.

Nesse mesma análise, observou-se, dentre os 32 FPPs com participação de recursos em planos BD inferior a 50%, apenas nove fundos com montante de investimentos em renda variável e estruturados superior a 10% do total dos recursos garantidores, quais sejam:

- a) grupo II – Fundação Eletrobras de Seguridade Social (ELETROS), Instituto Infraero de Seguridade Social (INFRAPREV), Fundação Celesc de Seguridade Social (CELOS) e Fusesc;
- b) grupo III – Fusan, Prece, Fundiágua Fundação de Previdência Complementar (FUNDIÁGUA) e Eletra; e
- c) grupo IV – Casanprev.

5.1.3 As Perdas nos Investimentos em Papéis da Economia Real

Na avaliação de perdas por escolhas não ótimas, o levantamento de dados na amostra de FPPs coletou informações nas demonstrações financeiras dos anos 2015 a 2017 sobre provisões para perdas de investimentos em créditos privados e depósitos, direitos creditórios, renda variável e investimentos estruturados, que representaram os papéis de maior risco e complexidade na escolha e gestão do investimento. Os dados foram coletados junto aos relatórios anuais de informações e demonstrações financeiras dos fundos de pensão. Apesar do

cuidadoso processo de conferência das informações coletadas, a coleta manual, baseada na leitura e interpretação de relatórios e demonstrações contábeis com as mais variadas formatações, pode ter gerado alguma inconsistência. A Tabela 8 apresenta o montante das provisões para perdas no portfólio de investimentos selecionado.

Tabela 8 – Somatório das provisões para perdas em investimentos* nos FPPs da amostra por perfil Previc/porte

| Somatório das Provisões para Perdas em Investimentos* | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|---|----------|------|---------------------------|-----|---|-----|-----------------------------|-----|---------|-----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| | 8.956 | 91,8 | 557 | 5,7 | 230 | 2,4 | 11 | 0,1 | 9.754 | 100 |

Legenda: FPP = fundo público de pensão. (*) Provisão para perdas de investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados entre os anos 2015 e 2017.

Fonte: elaborado pelo autor.

A Tabela 9 evidencia, por grupo, o número de fundos com registro de provisões para perdas nos investimentos relacionados. Ao todo são 13 FPPs, com maior concentração de frequência nos grupos I e III. Contudo, o montante de provisões para perdas no referido portfólio concentra-se 91,8% no grupo I (Tabela 8), que detém a maior participação no volume de recursos garantidores dos FPPs da amostra (74%, conforme Tabela 5). Nada obstante, conforme constam nos registros para o indicador PA7 dos APÊNDICES B, D, F e H, para nove fundos, o montante das provisões para perdas é representativo em comparação com o patrimônio de cada EFPC, indo de 1,4% na Petros até 51% no Postalís.

Tabela 9 – FPPs com registro de provisões para perdas em investimentos* por perfil Previc/porte

| FPPs com Registro de Provisões para Perdas em Investimentos* | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|--|----------|------|---------------------------|------|---|------|-----------------------------|-----|---------|----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| | 5 | 38,5 | 2 | 15,3 | 5 | 38,5 | 1 | 7,7 | 13 | 17 |

Legenda: FPP = fundo público de pensão. (*) Provisão para perdas de investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados entre os anos 2015 e 2017.

Fonte: elaborado pelo autor.

É oportuno destacar que, dentre os cinco fundos do grupo III, a Fundiágua concentra 78% do montante de provisões para perdas nos investimentos relacionados. Outro aspecto relevante é que em 10 FPPs (77%) predominam recursos oriundos de planos BD. Dos cinco fundos integrantes do grupo I – Previ, Petros, Funcef, Postalís e Refer – quatro administram, predominantemente, recursos oriundos de planos BD e detêm carteiras de investimentos com mais de 10% de participação do somatório de renda variável e de investimentos estruturados.

5.1.4 Características da Estrutura de Governança

A Tabela 10 traz a compilação dos dados relacionados nos APÊNDICES B, D, F e H, referentes aos indicadores PA10 a PA12, que tratam da composição do conselho deliberativo, por grupo de perfil Previc/porte.

Tabela 10 – Composição do conselho deliberativo na amostra de FPPs por perfil Previc/porte

| Estrutura de Governança | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|-------------------------------------|----------|-----|---------------------------|-----|---|-----|-----------------------------|----|---------|----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| PA10. CD com seis integrantes | 13 | 100 | 20 | 95 | 17 | 89 | 13 | 57 | 63 | 83 |
| PA11. Remuneração para conselheiros | 12 | 92 | 15 | 71 | 12 | 63 | 8 | 35 | 47 | 62 |
| PA12. Comitê de Investimentos | 12 | 92 | 21 | 100 | 19 | 100 | 16 | 70 | 68 | 89 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. CD = conselho deliberativo.

Fonte: elaborado pelo autor.

5.1.4.1O Tamanho do Conselho Deliberativo

Na pesquisa sobre a composição do conselho deliberativo nos FPPs do Brasil, observou-se que 100 % das EFPCs da amostra atendem ao preceito legal de representação paritária entre patrocinadores e beneficiários dos planos de aposentadoria. Todavia, conforme demonstra a Tabela 10, dentre os 34 FPPs de maior porte (grupos I e II), apenas um – Fundação Libertas de Seguridade Social (LIBERTAS) – optou por limitar a formação do conselho deliberativo abaixo de seis membros permitido na LC 108 (BRASIL, 2001a), enquanto nos dois grupos de menor porte, esse número aumenta para 12, sendo 10 entre os FPPs de perfil II com ativos inferiores a R\$ 500 milhões.

Para o caso da Caixa de Previdência e Assistência dos Funcionários do Banpará (CAFBEF), nota-se que o estatuto do fundo prevê a composição do conselho deliberativo com seis integrantes, mas as informações atuais do sítio eletrônico evidenciam apenas cinco, sem apontar a vacância de um cargo.

Cabe registrar ainda que, para 12 fundos, a formação do conselho deliberativo com quatro membros está inferior ao mínimo de cinco integrantes recomendado pelo IBGC no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2015).

Ademais, o referido código recomenda a formação do CA com um número ímpar de conselheiros – no mínimo cinco e, no máximo, onze integrantes. O número ímpar de conselheiros possibilita elidir o mecanismo do voto de qualidade ao presidente do conselho deliberativo, característica ainda presente na legislação dos fundos de pensão no Brasil.

Outro aspecto considerável para este estudo, diz respeito à escolha do líder do principal órgão de governança dos FPPs no Brasil. Pelo requisito legal, cabe ao patrocinador a indicação do conselheiro presidente, que terá, além do seu, o voto de qualidade. Essa característica do regulamento brasileiro para o Regime Fechado de Previdência Complementar evidencia a predominância do poder do patrocinador nas decisões do conselho deliberativo, sem qualquer correlação com os tipos de planos administrados pelos fundos.

5.1.4.2A Remuneração dos Conselheiros

Segundo se observa na Tabela 10, 47 FPPs adotam a remuneração para membros do conselho deliberativo. Ou seja, os estatutos de 29 fundos (38%) vetam a remuneração para conselheiros.

Em todos os grupos há fundos que não remuneram integrantes do principal órgão de governança. Mas é pertinente observar que o percentual dessa ocorrência aumenta na medida da redução do porte ou da complexidade dos grupos, saindo de 8% para o grupo I e aumentando para 29%, 37% e 65%, respectivamente, para os grupos II, III e IV. Tais resultados confirmam estudos anteriores sobre a importância da escala no desenvolvimento da governança nos fundos de pensão.

Embora 22 EFPCs (69%) nessa condição estejam entre as de menor porte (grupos III e IV), ainda assim, dentre as 34 de maior porte (grupos I e II), sete entidades não remuneram seus conselheiros.

Sob esse aspecto, é necessário refletir que os representantes dos empregados, escolhidos para conselheiros, possuem deveres fiduciários com o fundo e com o patrocinador, tendo mais

incentivos para atuar de acordo com os interesses do patrocinador e não de acordo com os interesses dos participantes, uma vez que seus proventos advêm da relação de trabalho com o empregador estatal que patrocina o plano e para onde retornarão os nomeados conselheiros após o término de seu mandato na entidade de previdência.

Assim, competiria formular a seguinte questão: se há deveres fiduciários dos conselheiros junto a uma determinada EFPC, considerando o princípio da equidade (*fairness*) que embasa as melhores práticas de governança corporativa, não deveria estar prevista para todos uma remuneração compatível ao desempenho de seu papel no monitoramento da gestão e na assessoria estratégica?

No contexto da teoria da agência, o sistema de remuneração é um mecanismo clássico de governança para alinhamento do interesse dos gestores ao dos principais na busca da maximização de resultados, ratificado por várias comprovações empíricas em estudos acadêmicos desde a publicação do estudo seminal de Jensen e Meckling (1976).

Ora, nesse plano, pode-se inferir a potencialização de conflitos de agência nos 29 FPPs da amostra, que não atribuem remuneração aos membros do conselho deliberativo, o que poderia contribuir para limitar o grau de independência nas decisões de gestão e de investimentos, especialmente quando se tratar de conselheiros selecionados com base em seu nível de relacionamento junto a alguma entidade de classe ou ao empregador, em vez de seu conhecimento e experiência em questões de previdência complementar e/ou de investimentos financeiros.

5.1.4.3O Comitê de Investimentos

Conforme mencionado na seção 3.3.2.4.1, a presença de áreas especialistas para gerenciar as atividades do fundo de pensão indica a possibilidade de obter melhores resultados econômico-financeiros.

No que diz respeito ao acionamento de comitês de apoio ao conselho deliberativo, os dados da Tabela 10 demonstram um alto índice de adoção desse mecanismo de governança pelos FPPs da amostra (89%). Nos grupos II e III a frequência atinge 100% e, para o grupo I, 92%. Não foi localizada informação específica apenas para a fundação Preves.

No grupo IV, que reúne os fundos de menor porte, cuja política de investimentos, no geral, privilegia a renda fixa e/ou a gestão de recursos de forma terceirizada, é onde se encontra o menor índice de divulgação do uso de comitê de investimentos (70%). Ainda assim, para esse

grupamento, é o indicador que obteve o maior percentual na análise das características do conselho deliberativo na amostra de FPPs.

5.1.4.4 Os critérios de Formação da Diretoria Executiva e o Poder do Patrocinador

Quando comparada à paridade numérica entre representantes do patrocinador e dos participantes na composição do conselho deliberativo – observada em 100% dos casos –, a representação dos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria diminui na formação da diretoria executiva. Os dados da Tabela 11 indicam que no conjunto dos 76 FFP da amostra, em apenas 37 (49%) verifica-se a presença de diretores eleitos pelos beneficiários dos planos ou de profissionais de mercado especialistas, nomeados pelo conselho deliberativo paritário.

Tabela 11 – A formação da diretoria executiva na amostra de FPPs por perfil Previc/porte

| Estrutura de Governança | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|--|----------|----|---------------------------|----|---|----|-----------------------------|----|---------|----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| PA13. DE paritária ou com especialistas* | 10 | 77 | 12 | 57 | 8 | 42 | 7 | 30 | 37 | 49 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. DE = diretoria executiva. (*) Diretoria executiva com a presença de diretores eleitos pelos beneficiários dos planos de aposentadoria ou de profissionais de mercado especialistas, sem vínculos com o patrocinador, nomeados pelo conselho deliberativo paritário.

Fonte: elaborado pelo autor.

Nesse quesito, observou-se ainda, que a participação percentual de diretores executivos eleitos pelos beneficiários dos planos ou de especialistas de mercado sem vínculo com o patrocinador diminui na medida em que se reduz a complexidade dos grupos. Durante o processo de coleta de dados sobre a formação da diretoria executiva, a análise qualitativa dos critérios para composição da diretoria executiva possibilitou observar que para 70 FPPs da amostra (92,11 %), os estatutos exigem que todos os membros dos órgãos de governança sejam empregados do patrocinador. A exceção compreende apenas seis fundos que já admitem, para composição da diretoria executiva, a indicação de profissionais de mercado, sem vínculos com o patrocinador ou com os planos de aposentadoria:

- na Petros, o presidente executivo e o diretor de investimentos;
- na Prece, o diretor de investimentos;
- na Fundação de Previdência Complementar dos Empregados ou Servidores da Finep, do Ipea, do CNPQ, do Inpe e do Inpa (FIPECQ), todos os quatro integrantes da diretoria;

- d) na Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Nordeste do Brasil (CAPEF) e na Fundação de Previdência da Casa da Moeda do Brasil (CIFRÃO), embora não indiquem a ocupação de diretoria específica, os estatutos preveem que dois diretores possam ser especialistas sem vínculos com o patrocinador ou com o plano de aposentadoria; e
- e) na Sociedade de Previdência Complementar do Centro de Informática e Automação do Estado de Santa Catarina (DATUSPREV), o presidente executivo e o diretor administrativo e financeiro, indicados pelo patrocinador.

5.1.4.5O Diretor de Investimentos

Os dados da Tabela 12 sugerem que o acionamento da área e do cargo de diretor de investimentos, indicando maior qualificação das decisões executivas, está relacionado com o porte dos fundos de pensão da amostra. Ao se comparar esses dados com os da Tabela 5 da seção 5.1.2, é possível inferir que as EFPCs de menor porte e com prevalência de investimentos em renda fixa, tendem a minimizar sua estrutura de gestão, optando por não acionar o cargo de diretor de investimentos. Essa dedução é ratificada mediante o refinamento da pesquisa, comparando-se o perfil de investimentos de cada EFPC da amostra com a existência do cargo de diretor de investimentos.

Tabela 12 – A presença do diretor de investimentos na amostra de FPPs por perfil Previc/porte

| Estrutura de Governança | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|------------------------------------|----------|----|---------------------------|----|---|----|-----------------------------|-----|---------|----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| PA14. Com diretor de Investimentos | 10 | 76 | 7 | 33 | 3 | 16 | 0 | 0 | 20 | 26 |
| PA14. Sem diretor de investimentos | 3 | 24 | 14 | 67 | 16 | 84 | 23 | 100 | 56 | 74 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. DE = diretoria executiva.

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise qualitativa dos dados colecionados nos APÊNDICES B, D, F e H, permite constatar que no grupo I, dos três fundos sem diretor de investimentos, apenas a Capesesp administra 100% de recursos oriundos de planos BD. Apesar disso, esta entidade não possui valores aplicados em renda variável ou investimentos estruturados, o que também ocorre no

fundo SP-Prevcom, constituído apenas com planos CD. Nesse grupo, a fundação Refer, embora com poupança previdenciária composta em apenas 8% por recursos de planos BD, é a única em que a área específica e o cargo de diretor de investimentos poderiam ser mais requeridos como mecanismos de governança, exclusivamente em função do montante dos recursos garantidores – R\$ 5,1 bilhões –, dos quais R\$ 281 milhões compõem o portfólio de renda variável e investimentos estruturados.

Para o grupo II, uma análise detida do APÊNDICE D, revela que, dos 14 FPPs que não possuem diretor de investimentos, oito administram recursos advindos preponderantemente de planos BD, mas apenas quatro detêm portfólio de aplicações em renda variável e investimentos estruturados superior a 10% dos recursos garantidores. Dos outros seis fundos do grupo, com baixa participação de planos BD na composição dos ativos, apenas três tem exposição maior que 10% em investimentos no mercado acionário, apesar de todos do grupo administrarem montantes expressivos nesse portfólio.

Conforme consta no APÊNDICE F, dos 16 FPPs sem diretor de investimentos no grupo III, 11 tem elevada participação de recursos oriundos de planos BD (média de 89,64%) e apenas cinco detêm portfólio de investimentos em renda variável e estruturados superior a 10% dos ativos. No lado oposto desse subgrupo, Fundação de Previdência dos Empregados da CEB (FACEB), Fundação de Previdência dos Empregados da Saneago (PREVSAN) e Fundação Ceal de Assistência Social e Previdência (FACEAL) detêm pequeno montante aplicado nesse portfólio, com R\$ 28 milhões, R\$ 3 milhões e R\$ 4 milhões, respectivamente. Nos cinco fundos em que prepondera recursos de planos CD, apenas dois administram portfólio de renda variável e de investimentos estruturados superior a 10% do total da carteira.

Entretanto, chama atenção o fato de ser este o grupo com maior quantidade de fundos com registro de provisões para perdas em papéis de maior risco entre os anos 2015 e 2017. Dos sete fundos com registro de perdas, seis não possuem diretor de investimentos. E, conforme consta no APÊNDICE F, as fundações Eletra, Fundação São Francisco de Seguridade Social (SÃO FRANCISCO) e Fundiágua apresentaram perdas representativas em relação ao patrimônio.

Por fim, no grupo IV, todos os 23 FPPs não possuem diretor de investimentos. Ao se aprofundar a análise dos dados do APÊNDICE H, é possível constatar que em 12 fundos há alta predominância de recursos em planos BD (média de 95,75%). Nesse subgrupo apenas quatro detêm montante de investimentos em renda variável e estruturados superior a 10% dos ativos, mas todos com pequenos volumes (abaixo de R\$ 15 milhões); e, em três fundos não há investimentos nesse portfólio.

Dos 11 FPPs restantes, 10 não administram planos BD e um tem apenas 5% de recursos oriundos desse tipo de plano. Nesse subgrupo, apenas uma entidade investe montante superior a 10% dos seus ativos em renda variável e investimentos estruturados; em quatro, o montante nesse portfólio é pouco expressivo (inferior a R\$ 10 milhões); e, cinco fundos não investem no mercado acionário ou em projetos estruturados.

A análise desse grupamento reforça a característica dos pequenos fundos de pensão no Brasil, com estruturas de governança enxutas e carteiras com hegemonia de investimentos com perfil conservador, focados em renda fixa e, preferentemente, títulos públicos.

Em suma, tem-se que, dos 56 FPPs sem diretor de investimentos, 19 aplicam mais de 10% dos seus recursos garantidores em papéis da economia real. Apenas 13 têm a obrigação fiduciária de alcançar retornos compatíveis com os compromissos atuariais dos planos BD. Tais resultados ratificam a inferência de que a adoção de mecanismos que reforçam a estrutura de governança nos fundos de pensão, em particular o cargo de diretor de investimentos, guarda relação direta com o porte e a preferência de riscos nos investimentos.

Por último, convém salientar que para todos os 20 fundos que possuem o cargo de diretor de investimentos, a nomeação do candidato teve a decisão majoritária do patrocinador do fundo, seja por indicação direta ou pelo seu poder preponderante nas decisões do conselho, conforme previsto na legislação atual (BRASIL, 2001a).

5.1.4.6A Auditoria Interna

Os dados da Tabela 13 possibilitam inferir que a presença de auditoria interna na amostra de FPPs guarda relação direta com o porte da entidade, uma vez que o acionamento desse tipo de mecanismo tem alto impacto nos custos de administração.

Tabela 13 – Existência de auditoria interna na amostra de FPPs por perfil Previc/porte

| Estrutura de Governança | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|-------------------------|----------|----|---------------------------|----|---|---|-----------------------------|---|---------|----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| PA15. Auditoria Interna | 9 | 69 | 9 | 43 | 0 | 0 | 0 | 0 | 18 | 24 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência.

Fonte: elaborado pelo autor.

No grupo I, os quatro fundos sem auditoria interna são os de menor porte. Nos grupos III e IV não aparecem fundos com auditoria interna. Apenas no grupo II, que reúne fundos de médio porte, nota-se 43% de presença dessa área de assessoria ao CA.

Conforme comentado, a adoção desse mecanismo interno de governança não obrigatório por lei, pode impactar a taxa de administração paga pelos beneficiários dos planos de aposentadoria por envolver estrutura adequada e pessoal especializado, podendo implicar custos de agência não compatíveis com os benefícios que se espera desse mecanismo de *compliance*.

A auditoria interna é um órgão fundamental no monitoramento da gestão, cuja implementação depende de uma análise aprofundada para se encontrar a medida ótima de sua eficiência, que deve ser definida, minimamente, no estudo da relação entre o porte, os riscos dos investimentos, as despesas administrativas e a rentabilidade da EFPC.

5.2 Resultados para os Indicadores de Legitimidade Organizacional na Amostra de Fundos de Pensão Públicos

5.2.1 Legitimidade Regulatória

No que tange à legitimidade regulatória, compete às EFPCs do Brasil adotarem 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. Além disso, a regulamentação condiciona, para todos os níveis da administração do fundo, a apresentação de competências técnica e gerencial compatíveis com a exigência legal e estatutária e com a complexidade das funções exercidas, mantendo-se conselheiros, diretores e empregados atualizados em todas as matérias pertinentes às suas responsabilidades.

A Tabela 14 apresenta a frequência, por grupo de FPPs, dos resultados para o indicador de legitimidade regulatória (L1).

De acordo com os resultados catalogados no APÊNDICE K e compilados na Tabela 14, observou-se, para o período 2016/2018, alta incidência no descumprimento de regras na gestão de investimentos, com autos de infração distribuídos entre os fundos dos grupos I, II e III, na proporção de 31%, 19% e 16%, respectivamente. Note-se que não houve registro de infrações para os 23 fundos integrantes do grupo IV.

Tabela 14 – Resultados para o indicador de legitimidade regulatória na amostra de FPPs por perfil Previc/porte

| Legitimidade Regulatória – Indicador L1 | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|---|----------|----|---------------------------|----|---|----|-----------------------------|-----|---------|----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Fundos sem auto de infração | 9 | 69 | 17 | 81 | 16 | 84 | 23 | 100 | 65 | 86 |
| Fundos com auto de infração | 4 | 31 | 4 | 19 | 3 | 16 | 0 | 0 | 11 | 14 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. L1 = registro de auto de infração ou de intervenção administrativa pelo Previc.

Fonte: elaborado pelo autor.

A análise qualitativa dos documentos consultados para levantamento dos dados propiciou conferir que a principal causa das autuações efetuadas pela Previc foi a aplicação irregular de recursos garantidores sem a avaliação adequada dos riscos, tendo culminado até com a intervenção nos fundos Postalis, Eletroceee e Serpros – Fundo Multipatrocinado (SERPROS). Mas, também ocorreram autuações e multas em razão do descumprimento de deveres fiduciários pelo presidente executivo e por conselheiros deliberativos no caso da Petros.

Tais ocorrências, por um lado, evidenciaram fragilidades no processo decisório dos FPPs, no papel de monitoramento dos conselhos deliberativos e fiscal das entidades, e na atuação dos *gatekeepers* do regime fechado de previdência complementar no Brasil. Por outro lado, serviram de oportunidade para o exercício do *enforcement* legal, mediante apuração e julgamento dos casos, com atribuição de penas compatíveis, e do aprendizado na busca de melhoria do arcabouço jurídico e da estrutura de governança dessas entidades vinculadas ao poder estatal, como ocorreu em outros momentos da história do segmento.

Algumas das entidades relacionadas sofreram mais de uma autuação no período pesquisado (APÊNDICE K), a exemplo da Funcef, Petros e Refer, com seis, quatro e três autuações, respectivamente.

Para os 11 casos, houve aplicação de multas para todos os envolvidos, desde técnicos na área de gestão de investimentos até conselheiros deliberativos, cumuladas com penas desde suspensão por 180 dias até inabilitação por seis anos.

5.2.2 Legitimidade Normativa

A Tabela 15 apresenta a frequência, por grupo de FPPs, dos resultados para os indicadores de legitimidade normativa (L2, L3 e L4).

No bloco de indicadores de legitimidade normativa, a análise indicou que a frequência de adesão a códigos e programas de boas práticas (indicador L2) está concentrada nos fundos de maior porte. Mesmo assim, embora o nível de vínculos espontâneos a códigos de autorregulação e a programas de investimento responsável corresponda a 54% nas fundações integrantes do grupo I e a 86%, nas do grupo II, ainda é baixa a certificação nesses dois grupos em programas de responsabilidade socioambiental (indicador L3) e de educação financeira e previdenciária (indicador L4) – em torno de 30% e 15%, respectivamente.

Tabela 15 – Resultados para os indicadores de legitimidade normativa na amostra de FPPs por perfil Previc/porte

| Indicadores de Legitimidade | | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|-----------------------------|----|----------|----|---------------------------|----|---|----|-----------------------------|----|---------|----|
| | | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Normativa | L2 | 7 | 54 | 18 | 86 | 8 | 42 | 6 | 26 | 39 | 51 |
| | L3 | 4 | 31 | 6 | 29 | 1 | 5 | 0 | 0 | 11 | 14 |
| | L4 | 2 | 15 | 3 | 14 | 0 | 0 | 1 | 4 | 6 | 8 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. L2 = adesão a programas de investimento responsável e a códigos de autorregulação, tais com PRI, Código de *Stewardship* da Amec, Código de Autorregulação em Governança de Investimentos da Abrapp/Sindapp/ICSS e/ou Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar Sindapp/Abrapp. L3 = adesão a programas de responsabilidade socioambiental, tais com PRI, Pacto Global e/ou Programa Pró-Equidade de Gênero e Raça. L4 = Posse do selo Enef para educação financeira e previdenciária.

Fonte: elaborado pelo autor.

Para os grupos III e IV é possível notar uma queda acentuada nas proporções para os três indicadores de legitimidade normativa.

Durante o levantamento desses dados, verificou-se, de modo geral, para os fundos de menor porte, a replicação de texto na política de investimentos declarando que o fundo observa princípios de responsabilidade socioambiental na escolha de seus investimentos, sem detalhar critérios para atendimento desse compromisso. Essa característica corrobora observações de estudos anteriores sobre a influência do campo organizacional, em particular a consultoria na uniformização de processos e documentos, evidenciando o isomorfismo normativo.

Na leitura dos relatórios anuais de informações, observou-se, para a quase totalidade da amostra, a descrição de ações pontuais de responsabilidade socioambiental e de educação financeira e previdenciária. Todavia, o consumo de estrutura da gestão para o alcance de certificações em programas específicos e a composição dos investimentos poderiam ser explicações para que essas iniciativas do campo organizacional tenham a adesão concentrada em entidades de maior porte, conforme demonstram os resultados da Tabela 15.

5.2.3 Legitimidade Cultural-Cognitiva

Para os indicadores de legitimidade cultural-cognitiva, a análise dos resultados sobre práticas relacionadas à estrutura de governança – Tabela 16 – indicou que, no geral, é baixa a evidência dada pelos FPPs para a composição dos conselhos deliberativos, em especial quanto às informações sobre a formação e a experiência dos conselheiros (indicador L5), o que, por consequência, dificultou avaliar com precisão a diversidade de conhecimentos entre os conselheiros (indicador L6).

Tabela 16 – Resultados para os indicadores de legitimidade cultural-cognitiva na amostra de FPPs quanto à estrutura de governança por perfil Previc/porte

| Indicadores de Legitimidade Cultural-Cognitiva | | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|--|----|----------|----|---------------------------|----|---|----|-----------------------------|----|---------|----|
| | | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Estrutura de Governança | L5 | 2 | 15 | 4 | 19 | 1 | 5 | 0 | 0 | 7 | 9 |
| | L6 | 2 | 15 | 4 | 19 | 1 | 5 | 0 | 0 | 7 | 9 |
| | L7 | 5 | 38 | 12 | 57 | 14 | 74 | 14 | 61 | 45 | 59 |
| | L8 | 8 | 62 | 5 | 24 | 2 | 11 | 3 | 13 | 18 | 24 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. L5 = divulgação da formação e da experiência dos conselheiros. L6 = diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo. L7 = diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo. L8 = divulgação da formação e da experiência dos diretores executivos.

Fonte: elaborado pelo autor.

Apenas sete fundos, ou seja, 9% do total, divulgam de forma circunstanciada a *expertise* dos conselheiros deliberativos, possibilitando avaliar se, além de representarem paritariamente o patrocinador e os participantes e assistidos dos fundos de pensão, reúnem competência compatível com a função exercida e se há multidisciplinaridade de conhecimentos e experiências na formação do conselho.

Embora possa parecer acessória, a divulgação detalhada dos atributos de cada conselheiro deliberativo não seria prática onerosa para as fundações e, por certo, contribuiria para ampliar a legitimidade organizacional.

A diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo (L7) é o indicador que apresentou uma das melhores frequências na avaliação das práticas de legitimidade, com índice total de 59%. Para os fundos do grupo III, a frequência atingiu 74%. Tais resultados denotam maior presença da mulher no principal órgão de governança dos FPPs. Conforme descrito na

seção 3.2.3, conselheiros do sexo feminino enviam um sinal positivo ao público em relação ao comportamento ético de uma organização.

Nada obstante, não se comprovou se esses resultados decorrem de políticas específicas para esse fim, seja por parte do patrocinador na indicação de seus representantes ou nos processos de eleição dos representantes de beneficiários dos planos de aposentadoria.

A divulgação de informações sobre a formação e a experiência dos diretores executivos (indicador L8) fecha esse bloco de indicadores de legitimidade cultural-cognitiva. Esse indicador, embora com baixa frequência total (24%), apresentou desempenho melhor que os indicadores L5 e L6, voltados para os conselheiros deliberativos (frequência total de 9%), com destaque para os FPPs do grupo I, dos quais oito (62%) detalham a *expertise* de seus diretores. Para os grupos II, III e IV, as frequências são menores, correspondendo a 24%, 11% e 13%, respectivamente, o que derrubou o índice total.

Uma inferência que se pode fazer da diferença dos índices de frequência na divulgação da formação e experiência de conselheiros e diretores nos sítios eletrônicos dos FPPs é o viés de valorização da gestão, a quem cabe as decisões do dia a dia e a administração da política de investimentos e dos passivos, uma forma de enfatizar para os públicos de audiência dos fundos o potencial de quem é responsável direto por cumprir os objetivos de rentabilização da entidade e de assegurar o pagamento dos benefícios previdenciários.

Contribuindo para a análise da legitimidade cultural-cognitiva, com o maior bloco de observações nesta pesquisa, a categoria “transparência e simetria de informações” reuniu a maior quantidade de indicadores. Isso em função da relevância que o tópico ocupa tanto entre os princípios, quanto na definição de práticas de governança.

Tendo uma base de participantes e assistidos tão dispersa, o que se pode esperar de organizações como os fundos de pensão é o exercício amplo e persistente da transparência e da prestação de contas, o que justifica o foco nesses indicadores no âmbito desta pesquisa.

O detalhe é que, de acordo com a Tabela 17, para esse conjunto de observações não se obteve na amostra de FPPs bons resultados de frequência. Todas as frequências totais para os seis indicadores do bloco ficaram abaixo de 50%. O de melhor resultado total, com frequência de 47%, foi o referente à divulgação de relatório mensal sobre o desempenho dos investimentos, puxado pelo índice dos fundos integrantes dos grupos I (69%) e II (76%). Tal prática, embora de interesse para os beneficiários dos planos de aposentadoria, ainda não está consolidada no conjunto dos FPPs, particularmente nos de menor porte (grupos III e IV).

Tabela 17 – Resultados para os indicadores de legitimidade cultural-cognitiva na amostra de FPPs quanto à transparência e simetria de informações por perfil Previc/porte

| Indicadores de Legitimidade Cultural-Cognitiva | | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|--|-----|--------------|----|-------------------------------|----|---|----|---------------------------------|----|---------|----|
| | | FPP Perfil I | | FPP Perfil II > R\$ 2 bilhões | | FPP Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | FPP Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Transparência e Simetria de Informações | L9 | 7 | 54 | 9 | 43 | 7 | 37 | 0 | 0 | 23 | 30 |
| | L10 | 6 | 46 | 10 | 48 | 7 | 37 | 10 | 43 | 33 | 43 |
| | L11 | 7 | 54 | 4 | 19 | 10 | 53 | 11 | 48 | 32 | 42 |
| | L12 | 3 | 23 | 2 | 10 | 5 | 26 | 2 | 9 | 12 | 16 |
| | L13 | 6 | 46 | 6 | 29 | 7 | 37 | 3 | 13 | 22 | 29 |
| | L14 | 9 | 69 | 16 | 76 | 7 | 37 | 4 | 17 | 36 | 47 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. L9 = divulgação de manual de governança. L10 = divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos. L11 = divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros. L12 = divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo. L13 = reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias. L14 = divulgação de relatório mensal sobre desempenho dos investimentos.

Fonte: elaborado pelo autor.

Os outros dois indicadores com melhor desempenho geral no bloco foram os relacionados à divulgação de informações sobre a remuneração de conselheiros e diretores executivos (L10), com 43% de frequência total, e dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros (L11), que atingiu resultado total de 42%.

Para o indicador L10, o que, de fato, se observou durante a análise qualitativa dos relatórios anuais de informações e das demonstrações contábeis de 33 fundos da amostra, foi a discriminação em despesas administrativas dos gastos com a folha de pagamento de dirigentes. Por outro lado, não foram identificadas descrições de políticas de remuneração para conselheiros e/ou diretores que abordassem critérios para remuneração fixa ou a existência de remuneração variável, aspectos que carecem de maior *disclosure* nesse tipo de investidor institucional.

Quanto à divulgação dos critérios para seleção e avaliação dos gestores externos de ativos financeiros, pôde-se observar, na leitura das políticas de investimentos, a inclusão de um texto padrão qualificando o tópico e visando atender ao disposto na Resolução CMN 4.661 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018), conforme tratado na seção 3.3.1.

Tal constatação, reforça a percepção de influência do isomorfismo normativo, decorrente da atuação de redes profissionais que perpassam as organizações e por meio das quais modelos de soluções são difundidos. Entretanto, em que pese a menção para tais atributos nas políticas de investimento de algumas fundações, ainda não se pode considerar uma prática efetiva que confira legitimidade organizacional. Faltam detalhes de quais atributos qualitativos

e quantitativos devem ser considerados no processo de escolha e avaliação do administrador de ativos financeiros segundo o perfil de investimento do fundo de pensão, evidenciando pouca transparência nesse quesito.

Em seguida, no bloco dos indicadores da Tabela 17, em ordem decrescente de frequência total, estão os relativos à divulgação do manual de governança (L9), com 30% de frequência, e à realização de reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias dos fundos de pensão (L13), com 29% de frequência observada.

As observações para o indicador L9, ausentes apenas para os FPPs do grupo IV, permitiram conferir soluções de vários níveis de complexidade. No levantamento dos dados, pôde-se ver desde um conjunto completo de códigos e manuais de governança, a exemplo da Previ, o maior fundo de pensão da amostra, contendo seis documentos – Guia Previ de Melhores Práticas de ASGI em Investimentos, Política de Alçadas de Investimentos, Código Previ de Melhores Práticas de Governança Corporativa, Guia Previ de Melhores Práticas de Governança Corporativa para Conselheiros, Guia de Orientação ao Síndico e Código Previ de Governança Corporativa em Empreendimentos de Base Imobiliária – até um manual de governança bem objetivo, mas completo, da fundação Faceal, a de menor porte na amostra a disponibilizar esse tipo de documento.

O fato é que, mesmo em se tratando de um mecanismo de transparência para se formalizar valores, princípios e critérios de governo de uma organização, como referência para as partes relacionadas, pode-se inferir que ainda é pouco valorizado na busca de legitimidade pelas fundações da amostra. Ressalte-se que se trata de documento cuja recomendação está na origem da implementação dos princípios de transparência pela Previc, conforme consta da Resolução CGPC nº 13 (BRASIL, 2004), detalhada na seção 2.1.1.

Agora, quanto ao indicador L13, que se refere à realização de reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias, observou-se o uso da prática de forma esparsa em todos os grupos da amostra. Donde se pode inferir que, apesar da baixa frequência total verificada (29%), é um mecanismo de transparência que não está limitado ao porte da entidade e que depende da iniciativa dos dirigentes e/ou da demanda efetiva dos participantes dos planos de aposentadoria.

Por fim, fechando o bloco, as observações para o indicador L12, relativo à divulgação das atas de reunião do conselho deliberativo, com o resultado total de 16%, são as de menor frequência no conjunto dos indicadores selecionados para avaliar as práticas de transparência e simetria de informações em prol da legitimidade organizacional.

Assim como no caso da divulgação do manual de governança, que estabelece princípios e regras de atuação dos principais órgãos de governança corporativa, a publicação de atas das reuniões do conselho deliberativo, órgão responsável pelo monitoramento da gestão e pela definição da estratégia organizacional de uma EFPC, é prática que reforça o relacionamento transparente com os detentores da poupança previdenciária.

Durante a pesquisa documental, foi possível identificar em vários relatórios anuais de informações uma síntese das atividades do conselho deliberativo e a publicação de suas principais decisões, o que pode ser reconhecido uma prática de valor no processo de transparência e de prestação de contas. Contudo, ainda que mediante acesso restrito, conforme se verificou em sete dos 12 fundos que divulgam as referidas atas, a verificação esparsa dessa prática em entidades de todos os grupos da amostra, evidencia que a disseminação do uso é viável e depende da vontade política dos administradores.

Tendo em conta a característica de dispersão dos participantes e assistidos nos fundos de pensão, descrita na seção 3.3.2.2, e o denominado “efeito carona”, que resulta do custo elevado para o participante individual acompanhar e influenciar a gestão do fundo, buscou-se por meio do indicador de legitimidade cultural-cognitiva L15, identificar o grau de associação dos participantes e assistidos dos FPPs da amostra.

Embora exista uma associação nacional dos participantes dos fundos de pensão, a Anapar, uma associação específica dos participantes de um determinado fundo ou, até mesmo, dos empregados e aposentados do patrocinador que manifeste defesa dos interesses dos beneficiários dos planos de previdência, pode representar um instrumento poderoso para o monitoramento e influência desse público na gestão das EFPCs.

Os resultados na Tabela 18 revelaram frequência total de 32%, alavancada pelos grupos I e II, de maior percentual.

Tabela 18 – Resultados para o indicador de legitimidade cultural-cognitiva na amostra de FPPs sobre associações que manifestam defesa dos interesses de beneficiários dos planos de aposentadoria por perfil Previc/porte

| Indicador de Legitimidade Cultural-Cognitiva | Grupo I | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | | | |
|--|---------|-------------------------------|----|---|---|---------------------------------|---|---------|----|---------|---|
| | | FPP Perfil II > R\$ 2 bilhões | | FPP Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | FPP Perfil II < R\$ 500 milhões | | | | | |
| | | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Associações L15 | 6 | 46 | 15 | 71 | 3 | 16 | 0 | 0 | 24 | 32 | |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. L15 = existência de associação dos participantes e assistidos do fundo de pensão ou de empregados e aposentados do patrocinador, que manifestam defesa dos interesses de beneficiários dos planos de aposentadoria.

Fonte: elaborado pelo autor.

Tais resultados corroboram observações do estudo de Fontes Filho (2004) sobre a concentração nos fundos de maior porte e tempo de existência das associações em prol dos interesses de participantes e assistidos dos planos de aposentadoria que, em princípio, poderiam mitigar o efeito carona, absorver e diluir possíveis custos de monitoramento da gestão dos respectivos fundos e de proteção dos interesses comuns.

Para o último indicador de legitimidade cultural-cognitiva elencado nesta pesquisa, que buscou identificar, na mídia eletrônica, a presença de notícias sobre irregularidades na gestão dos FPPs da amostra, os resultados indicaram a ocorrência para 18 fundos (24%) dos 76 pesquisados, conforme demonstra a Tabela 19.

Tabela 19 – Resultados para o indicador de legitimidade cultural-cognitiva na amostra de FPPs quanto à presença negativa na mídia por perfil Previc/porte

| Indicador de Legitimidade Cultural-Cognitiva – Indicador L16 | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|--|--------------|----|-------------------------------|----|---|----|---------------------------------|-----|---------|----|
| | FPP Perfil I | | FPP Perfil II > R\$ 2 bilhões | | FPP Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | FPP Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Sem Registro de Notícias Negativas | 7 | 54 | 13 | 62 | 15 | 79 | 23 | 100 | 58 | 76 |
| Com Registro de Notícias Negativas | 6 | 66 | 8 | 38 | 4 | 21 | 0 | 0 | 18 | 24 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. L16 = registros na mídia eletrônica sobre irregularidades na gestão.

Fonte: elaborado pelo autor.

No exame das matérias capturadas com o uso do buscador da internet, chama a atenção o fato de que as notícias negativas, narrando algum tipo de suposição ou constatação de irregularidade na gestão de algum FPP da amostra, contemplaram mais entidades que aquelas relacionadas com grandes provisões para perdas em investimentos ou com as autuações e intervenções efetuadas pela Previc, conforme catalogado neste estudo, reforçando o conceito apresentado na seção 3.2.2, de que a mídia está na origem da legitimidade organizacional pelo seu poder de monitorar os fatos e influenciar a opinião do público.

Desse modo, conforme detalhados no APÊNDICE M, as notícias negativas veiculadas na mídia eletrônica, envolvendo as fundações Celos, Cibrius – Instituto Conab de Seguridade Social (CIBRIUS), Fapes, Fundação Banrisul de Seguridade Social (FUNDAÇÃO BANRISUL), Metrus Instituto de Seguridade Social (METRUS), Nucleos Instituto de Seguridade Social (NUCLEOS), Prece, Sociedade de Previdência Complementar da Dataprev

(PREVDATA), e RJPrev, podem ter servido de alerta e sensibilização para que as partes interessadas aprofundassem o monitoramento das suposições ou dos fatos relatados.

Entretanto, foi possível observar que escaparam do monitoramento da mídia eletrônica as ocorrências de irregularidades na gestão de investimentos e que culminaram nas autuações dos fundos Eletra, Fusc e São Francisco, além das perdas em investimentos da economia real dos fundos Fipeq, Fundação BRDE de Previdência Complementar (ISBRE) e, até mesmo, Geiprev, cuja provisão para perdas nesse portfólio representou 15% dos ativos de investimento.

5.3 Análise Global dos Resultados

A motivação desta pesquisa surgiu da dissonância entre a proposta legislativa do Senado Federal brasileiro, que consta no Projeto de Lei 268/2016 (BRASIL, 2016b), e a posição da Abrapp, entidade que representa os fundos de pensão no País, sobre a introdução de conselheiros independentes no conselho deliberativo dessas entidades com patrocínio estatal.

Assim, o objetivo geral desta pesquisa é identificar o efeito predominante da participação do conselheiro independente nos FPPs do Brasil, entre solução para o problema de agência ou legitimidade para o modelo de governança desse tipo de investidor institucional.

A definição das variáveis para o estudo – e sua operacionalização – utilizou um referencial multiteórico de governança corporativa, com ênfase nas teorias da agência e institucional e no conhecimento específico da dinâmica dos fundos de pensão.

Por sua vez, a reforma proposta para o arcabouço legal dos FPPs no Brasil teve origem na CPI dos Fundos de Pensão 2014/2015 (BRASIL, 2016a), que comprovou irregularidades envolvendo fraude financeira, negligência na contratação e gestão de investimentos, além de gestão temerária mediante decisões unilaterais por parte de administradores, com impacto negativo no equilíbrio financeiro e atuarial de algumas entidades.

O processo de investigação no Congresso Nacional brasileiro foi bem difundido pelos principais meios de comunicação do País, tendo em conta o grande porte das fundações investigadas, os valores envolvidos e o interesse público do assunto.

Diante desses fatos, entendeu-se oportuno avaliar neste estudo, para uma amostra de 76 FPPs do Brasil, a forma de constituição, a composição dos investimentos, a ocorrência e o montante de provisões para perdas financeiras vis-à-vis a existência de mecanismos e práticas de governança corporativa para mitigação de problemas de agência e/ou para manutenção e reforço da legitimidade junto aos seus públicos de interesse.

E, a partir desse conjunto de informações, interpretar o efeito do conselho independente como mecanismo de governança corporativa nos FPPs, uma vez que, de acordo com a revisão teórica desta pesquisa, vários mecanismos e práticas de governança – alternativos e substituíveis – contribuem para a criação de freios e contrapesos dentro de uma organização.

A teoria da agência postula a adoção de mecanismos internos e externos de governança que podem mitigar conflitos de interesses nos casos de separação entre propriedade e gestão e na relação entre acionistas controladores e minoritários. Nesse contexto, o CA é a chave para se gerar um processo de governança eficaz e a seleção de conselheiros é o ponto de partida na criação de uma estrutura de governança efetiva.

Para que isso ocorra – dizem os estudiosos da teoria da agência –, os conselheiros devem ser fortes, capazes e independentes para questionar e investigar um problema em potencial antes que ele se torne um problema real, evitando que o CA seja um órgão de gerenciamento de crises após danos terem sido causados.

De outra parte, os especialistas da teoria institucional argumentam que as preocupações de legitimidade surgem quando as rotinas falham e uma transgressão ou crise acontece. É num cenário de busca e sustentação da legitimidade que as organizações são direcionadas a incorporar práticas e procedimentos institucionalizados e legitimados em outras organizações.

A seguir, são destacados e discutidos, de forma integrada, os resultados mais significativos deste trabalho.

Começando pela análise das provisões para perdas nos ativos financeiros de renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados, portfólio essencial para a rentabilização dos fundos de pensão e para o fomento do mercado de capital brasileiro, pôde-se constatar que a ocorrência desses eventos, no período de 2015 a 2017, envolveu 13 FPPs – cinco de perfil I Previc e oito do perfil II – representando 17% da amostra selecionada e um número três vezes superior ao conjunto de EFPCs investigadas na CPI dos Fundos de Pensão 2014/2015 (BRASIL, 2016a).

Conforme se apurou para o indicador de potencial de problemas de agência PA7 (seção 5.1.3), no período de 2015 a 2017, o somatório das provisões para perdas naqueles investimentos, voltados para fomentar a economia real e considerados de maior risco, resultou em R\$ 9,7 bilhões.

Não por acaso, a referida CPI mirou os fundos Previ, Petros, Funcef e Postalís. Pelo que se observou na análise da composição dos ativos dos fundos que compõem a amostra, o montante de provisões para perdas nos investimentos mencionados concentrou-se 92% nesse grupo investigado, que, além disso, detém 66% de participação no volume de ativos financeiros

dentre os 76 FPPs da amostra e 38% do montante investido por todo o segmento de previdência complementar fechada do Brasil.

Tabela 20 – Diagnóstico dos FPPs da amostra com registro de provisões para perdas em ativos financeiros de maior risco* por grupo de perfil Previc/porte

| FPP | GR | BD | Perdas R\$ milhões | %P/RG | AUT | NN | PA10 | PA11 | PA13 | PA14 | PA15 |
|---------------|-----|-----|--------------------------|-------|-------|-----|------|------|------|------|------|
| Previ | I | Sim | 704 | 0,4 | Não | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Petros | I | Sim | 968 | 1,4 | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Funcef | I | Sim | 3.737 | 6,2 | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Postalís | I | Sim | 3.461 | 51 | Sim** | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Refer | I | Não | 86 | 1,7 | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Não | Sim |
| Eletoceee | II | Sim | 10 | 0,2 | Sim** | Sim | Sim | Não | Sim | Não | Sim |
| Serpros | II | Sim | 547 | 10 | Sim** | Sim | Sim | Sim | Não | Sim | Não |
| Fipecq | III | Sim | 6 | 0,5 | Não | Não | Sim | Sim | Sim | Sim | Não |
| Isbre | III | Sim | 4 | 0,4 | Não | Não | Sim | Não | Não | Não | Não |
| Fundiágua | III | Não | 179 | 22 | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Não | Não |
| São Francisco | III | Sim | 21 | 3 | Sim | Sim | Sim | Não | Não | Não | Não |
| Eletra | III | Não | 20 | 3 | Sim | Sim | Sim | Não | Não | Não | Não |
| Geiprev | IV | Sim | 11 | 15 | Não | Não | Sim | Sim | Não | Não | Não |

Fonte: elaborado pelo autor.

Legenda: (*) Provisões para perdas em ativos financeiros de maior risco = renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados, no período de 2015 a 2017. (**) = com intervenção da Previc. FPP = fundos de pensão públicos. GR = Grupo. BD = predominância de recursos oriundos de planos BD. % P/RG = percentual das provisões para perdas sobre os recursos garantidores do fundo. AUT = autuação Previc. NN = notícias negativas na mídia eletrônica. PA10 = conselho deliberativo com seis integrantes. PA11 = remuneração para conselheiros. PA13 = diretoria executiva composta de forma paritária ou por especialistas. PA14 = diretor de investimentos. PA15 = auditoria interna. PPA = índice de potencial de problemas de agência. L = índice de legitimidade organizacional.

Outro ponto de atenção na análise dessas perdas é que, para nove fundos (69%), o montante das provisões correspondeu a percentual representativo do total de recursos garantidores da entidade, começando em 1,4% para o caso Petros até 51%, no Postalís (Tabela 20).

Entretanto, o aspecto marcante e que converge para o escopo desta pesquisa, é que nos quatro grandes fundos investigados pela CPI dos Fundos de Pensão 2014/2015 (BRASIL, 2016a) e que administram predominantemente planos BD, estão presentes os principais mecanismos internos, considerados pela literatura especializada e pelos códigos de governança locais para o segmento, fundamentais para a eficácia da estrutura de governança, quais sejam:

CA e diretoria executiva compostos de forma paritária entre patrocinador e beneficiários dos planos de aposentadoria; CA completo, com o número máximo de seis integrantes previstos na regulamentação; remuneração para conselheiros; comitê de investimentos; diretor de investimentos e auditoria interna. Isso sem contar o conselho fiscal, existente em todos os FPPs por força da legislação em vigor (BRASIL, 2001a).

Além do que, todas essas fundações estão sujeitas ao controle de outros mecanismos externos de governança tais como a auditoria independente, a fiscalização da Previc e dos demais *gatekeepers* envolvidos no sistema brasileiro de previdência complementar fechada e no monitoramento de organizações estatais.

De modo diverso, o exame das características da estrutura de governança dos oito FPPs de perfil II Previc, listados nos grupos II, III e IV, e que completam, junto com a fundação Refer do grupo I, o conjunto dos 13 FPPs da amostra com perdas nos investimentos objetos desta análise inicial, sinaliza uma carência dos mecanismos internos mitigadores de problemas de agência mencionados anteriormente, sendo que:

- a) quatro fundos (50%) não remuneraram a função de conselheiro de administração;
- b) cinco fundos (63%) não possuem diretoria executiva composta de forma paritária ou com profissionais de mercado sem vínculo com o patrocinador;
- c) seis fundos (75%) não possuem o cargo de diretor de investimentos; e
- d) sete fundos (88%) não possuem auditoria interna.

É importante comentar que a falta desses mecanismos aumenta na medida da diminuição do porte dos fundos analisados.

A análise detalhada dos APÊNDICES B, D, F e H, permite observar que na constituição desses oito FPPs de perfil II Previc, em apenas dois (25%) – Eletra e Fundiágua – não predomina a gestão de recursos oriundos de planos BD, embora, quanto à composição dos investimentos, desses oito, apenas a Eletrocee detém aplicações em renda variável e investimentos estruturados com participação inferior a 10% do total da carteira.

O levantamento sobre autos de infração aplicados pela Previc entre os anos 2016/2018 (APÊNDICE K) indicou que, dos 13 FPPs com registro de perdas naqueles investimentos, nove foram autuados por terem aplicado recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo CMN, sendo que em três casos – Postalís, Eletrocee e Serpros – ocorreu a intervenção da Previc na gestão do fundo. Administradores dos nove FPPs autuados foram punidos com multa pecuniária, suspensões e inabilitação por prazo de até seis anos para alguns casos.

Se por um lado, tais ocorrências evidenciaram fragilidades no processo decisório dos FPPs, por outro, serviram de oportunidade para o exercício do *enforcement* legal pela Previc e de aprendizado na busca de melhoria do arcabouço jurídico e da estrutura de governança dessas entidades vinculadas ao poder estatal.

De se ressaltar que, em 2018, na busca por maior interlocução com organismos e agências internacionais para desenvolvimento de ações e projetos conjuntos, perseguindo melhores práticas globais e capacitação de equipes, o Brasil se integrou à Iops, tendo sido eleito membro do comitê executivo para o mandato 2019/2020.

Estudiosos das relações de agência preconizam que os principais dependem de dois mecanismos para proteger seus interesses e direitos: a lei, definindo obrigações fiduciárias e o tratamento dos conflitos; e a estrutura de governança, alinhando interesses e possibilitando que os investidores exerçam poder de controle sobre os gestores.

A propósito, desde 2016, enquanto se discutem no âmbito do Congresso Nacional reformas na legislação para os FPPs, a Previc vem promovendo ajustes na regulamentação para todo o segmento com vistas a aperfeiçoar o processo decisório, reduzir os riscos de potenciais conflitos de interesse e robustecer os controles internos. Cabe aqui lembrar as principais ações:

- a) instituição de processo para habilitação de dirigentes mediante certificação de conhecimentos;
- b) criação do rol de Entidades Sistemicamente Importantes, relacionadas na seção 2.1.1, com regras específicas e rigorosas de supervisão, para as quais poderá ser exigido maior nível de governança, sem onerar as pequenas fundações;
- c) entrevista prévia na Previc para o gestor de investimentos das ESIs; e
- d) auditoria independente para a qualidade da governança, de acordo com o porte e a relevância do fundo de pensão, em especial quanto ao processo decisório, observância das regras de conformidade e sobre a mitigação do nível de risco, com início previsto para 2019.

Nesse mesmo foco, o CMN, guardião das regras de investimentos financeiros no País, editou a Resolução CMN 4.661 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018) com medidas para corrigir os recentes desvios apurados na gestão de investimentos pelos FPPs.

A nova regulamentação sobre investimentos elevou as exigências referentes à transparência, governança e gestão de riscos. As obrigações relacionadas à seleção de gestores e demais prestadores de serviços e à análise de riscos de investimentos foram aprimoradas,

reforçando-se os princípios ambientais, sociais e de governança na análise de risco. Percebe-se que o intuito do regulador foi clarificar as responsabilidades da fundação ao contratar terceiros para fazer a gestão de recursos financeiros e dos contratados para os serviços.

O dever fiduciário dos gestores, diretores e conselheiros envolvidos no processo de assessoramento e decisão de investimentos tornou-se mais claro.

Os limites de instrumentos de renda fixa de emissão de companhias abertas, a exemplo das debêntures, dos certificados de recebíveis imobiliários (CRI) ou do agronegócio (CRA), foram harmonizados. No segmento de investimentos estruturados, o certificado de operações estruturadas (COE) sem capital protegido passou a ter limite de 10%. O limite para o segmento imobiliário passou de 8% para 20% do patrimônio de cada plano de benefícios das EFPCs.

O limite de aplicação em fundos de investimento em participação (FIP), principal origem das perdas recentes dos FPPs, foi reduzido de 20% para 15% dos ativos de cada plano de benefícios. Só serão autorizados novos investimentos em FIP classificados pela CVM como “Entidades para Investimento” e exigida a participação do gestor com no mínimo 3% do capital subscrito do fundo, de modo a garantir o alinhamento de interesses.

Quanto ao segmento imobiliário, a nova regulamentação restringiu novas aplicações diretas em imóveis, passando a ser obrigatório o uso de fundos imobiliários para garantir transparência na gestão e maior liquidez.

Por fim, essa nova regulamentação dispõe sobre os controles de riscos que as fundações precisam ter, abordando os riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal, atuarial, sistêmico e outros inerentes a cada operação.

Os avanços da nova regulamentação sobre investimentos e o aumento na obrigatoriedade de controle de riscos exigirão ajustes na estrutura de gestão das fundações, a um custo maior, o que poderá estimular a concentração no segmento, uma vez que os fundos de pequeno porte, diante das novas condicionantes, podem ser tornar inviáveis financeiramente, a depender da conjuntura econômica nacional e das limitações à política de investimentos, forçando-os a migrar para outros modelos, de associação ou de parceria para reduzir custos.

Todo esse esforço dos órgãos reguladores evidencia o peso da regulamentação do segmento no Brasil, corroborando achados de estudos anteriores sobre a forte presença do isomorfismo coercitivo.

O sistema de fundos de pensão tem uma longa história no País, com um avanço regulatório reconhecido internacionalmente, com boa avaliação no relatório Melbourne Mercer Global Pension Index (AUSTRALIAN CENTRE FOR FINANCIAL STUDIES, 2016) e representado por uma entidade de classe atuante, que completa 40 anos de existência. Tais

fatores contribuíram para alinhar as EFPCs brasileiras na abordagem a problemas comuns, uma das características desse campo organizacional.

Por outro lado, foi possível observar neste estudo que o Brasil tem vindo a reboque da vanguarda de outros de países nos avanços da legislação e na incorporação das melhores práticas de governança corporativa, particularmente no segmento de previdência complementar.

Ressalte-se que, em 2006, na legislação do segmento empresarial brasileiro foi incorporado o mecanismo do conselheiro independente e definido critérios sobre a independência do CA. E, em 2016, o País editou seu Código Brasileiro de Governança Corporativa das Companhias Abertas (IBGC, 2016).

No campo da previdência complementar fechada não tem sido diferente. Em 2004, vários países já adotavam o critério de comprovação do nível de conhecimento e de experiência ao perfil do cargo de gestão na escolha de administradores dos fundos de pensão (IOPS, 2008), mecanismo que só veio a ser implementado no Brasil em 2016 (BRASIL, 2015c).

Em 2008, a Iops já indicava o conselheiro independente como mecanismo necessário para o fortalecimento da governança dos fundos de pensão. Em 2009, foi a vez da OCDE referendar a inclusão de profissionais independentes para os órgãos de governança do segmento, apoiada no pressuposto de que a boa governança de um fundo de pensão deve ser baseada no risco dos ativos investidos e a divisão de responsabilidades na estrutura de governança deve refletir a natureza e a extensão dos riscos que cada plano de aposentadoria representa.

Por oportuno, convém registrar que, durante a realização deste estudo, a Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) da Câmara dos Deputados aprovou alterações na proposta do PLP 268/2016 (BRASIL, 2016b), retirando do texto que irá ao plenário da Câmara a criação da figura dos conselheiros independentes, que passariam a integrar tanto os conselhos deliberativos quanto os conselhos fiscais dos fundos de pensão. Esse encaminhamento, caso aprovado pelo plenário, manteria a configuração atual dos conselhos deliberativos dos FPPs.

Todavia, o que poderia ser destacado como um avanço para a legislação atual é o fato de que o texto substitutivo à proposta original do PLP 268/2016 (BRASIL, 2016b) propõe retirar a garantia do voto de desempate ao presidente do colegiado deliberativo e a previsão de que a presidência deva ser exercida por um representante do patrocinador, definindo que caberia aos conselheiros definirem seu presidente.

Note-se que, passados 10 anos desde as manifestações da Iops e da OCDE sobre a presença de uma voz independente nos CAs dos fundos de pensão, esse tema ainda se encontra em debate no Brasil, com a perspectiva de não ser incorporado no marco regulatório no caso de aprovação do texto substitutivo aprovado na CCJ, o que evidencia a força do contexto institucional para o segmento no País, mas, de qualquer forma, não inviabiliza o debate entabulado neste estudo.

De acordo com o que se observou nos desvios recentes ocorridos nos FPPs brasileiros, e em outros escândalos empresariais na recente história da governança corporativa, os mecanismos fundamentais definidos pela teoria da agência para o monitoramento da gestão e proteção dos principais – minoritários e dispersos, no caso dos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria – não foram suficientes e eficazes para evitar os custos residuais decorrentes de falhas no processo decisório e na gestão dos investimentos, que impactaram os resultados dos fundos de pensão cuja característica comum é o patrocínio estatal.

Este é o pano de fundo para a discussão da origem das falhas no processo de governança desse tipo de investidor institucional e que mecanismos e práticas poderiam ser aprimorados ou incorporados, a exemplo do conselheiro independente, para mitigar problemas de agência e aumentar a legitimidade dos FPPs perante seus públicos de audiência.

Hess e Impavido (2003) argumentam que, além da separação entre propriedade e controle, outros problemas podem afligir a relação de agência: incerteza, conflitos de interesses, contratos incompletos e agentes imperfeitos.

Assim, cabe refletir e avaliar se a origem desses desvios repousa em algum aspecto específico ou num conjunto que engloba: fragilidades e lacunas do arcabouço legal e regulatório, falha na atuação dos *gatekeepers* do sistema, falhas no processo decisório decorrentes de limitações técnicas ou do viés de conduta de conselheiros e gestores; e deficiências na estrutura de governança.

Parafrazeando Rossoni (2009), a crise de legitimidade provocada pelos recentes desvios ocorridos nos FPPs brasileiros não pode ser resolvida apenas no escopo explicativo da teoria da agência. Como explicar as perdas nos investimentos dos grandes fundos que possuem um bom arcabouço de mecanismos de governança corporativa?

Segundo Jackson e Moerke (2005), eventos da espécie geram um questionamento da legitimidade fundamental das organizações além das falhas financeiras isoladas.

O fato é que as características das recentes perdas verificadas nos investimentos dos FPPs no Brasil corroboram achados de outros estudos seminais e recentes, compilados na

bibliografia desta pesquisa, que evidenciaram o poder do patrocinador público sobre a gestão da poupança previdenciária.

O clássico estudo de Romano (1993) ratificou a tese de que os FPPs enfrentam pressão política sobre sua tomada de decisão. Os resultados da sua pesquisa evidenciaram que fundos com CA politizados apresentaram um desempenho bem inferior ao dos independentes.

Souto e Musalem (2012) asseveram que uma boa estrutura de governança para fundos de pensão pode impedir a utilização abusiva dos ativos de investimento e que os problemas típicos de agência são exacerbados sempre que a fundação tem o patrocínio de organização estatal, porque têm seus conselheiros e diretores advindos de instituições estatais e selecionados de acordo com a afiliação política e não com base em critérios adequados.

Bradley, Pantzalis e Yuan (2016) refizeram estudos sobre os efeitos da composição do CA de FPPs nos EUA na tendência de inclinar a carteira de investimentos do fundo para ações de companhias locais politicamente conectadas. A pesquisa constatou que, em relação ao portfólio de mercado, os fundos de pensão avaliados detinham nos seus ativos 26% a mais de ações de empresas locais.

Sobre as regras atuais de governança para os FPPs no Brasil, convém destacar que, a legislação vigente – LC 108 (BRASIL, 2001a) – possibilita ao patrocinador público do fundo de pensão nomear o presidente do conselho deliberativo e que o voto deste prevaleça em caso de impasse; e, ainda, essa mesma lei permite que o estatuto do fundo defina a composição da diretoria, além do que a nomeação do diretor de investimentos também será efetuada pelo patrocinador estatal.

Apesar de critérios bem definidos para constituição da estrutura de governança e para ocupação dos cargos em cada órgão, o parágrafo 2º do artigo 11º da LC 108 (BRASIL, 2001a) proporciona flexibilidade, mediante autorização do órgão regulador, para se prever outra composição, respeitado o número máximo de conselheiros e a participação paritária entre representantes dos patrocinadores e dos participantes e assistidos.

Entretanto, os estatutos dos FPPs brasileiros ainda privilegiam os requisitos previstos na lei, que limitam a ocupação dos cargos nos órgãos de governança a pessoas com vínculo fiduciário ao patrocinador, que, de modo geral, elaboram esses contratos de forma a ter entre os gestores do fundo seus próprios executivos e funcionários.

Fink (2006) aponta que os conselhos socialmente homogêneos geram um viés de julgamento, típico de grupos unificados, que pode promover o excesso de otimismo e confiança

nos pontos de vista do grupo. O pensamento de grupo aumenta a coesão; porém, muitas vezes o grupo permanece cego às desvantagens de suas decisões.

No levantamento de dados para estudo do potencial de problemas de agência na amostra de FPPs, a análise qualitativa dos estatutos possibilitou identificar que, para 70 fundações (92,11%), os critérios para composição da diretoria executiva exigem que todos os membros dos órgãos de governança sejam empregados do patrocinador, sugerindo que o sistema de previdência complementar fechada no Brasil ainda se mostra pouco permeável à entrada de administradores externos aos quadros dos patrocinadores, corroborando o estudo de Fontes Filho (2004).

De outra parte, a presença de diretores eleitos pelos beneficiários dos planos ou profissionais de mercado especialistas, nomeados pelo conselho deliberativo paritário, foi observada em apenas 37 FPPs da amostra (49%).

O vínculo de administradores dos FPPs a obrigações contratuais e fiduciárias junto ao patrocinador gera uma tensão óbvia entre os deveres desses indivíduos. Em outras palavras, as disposições do marco regulatório atual permitem que os fundos tenham gestores não neutros, em vez de fiduciários neutros, escolhidos pelos empregados ou independentes, sem vínculos com o patrocinador.

Dias (2006) já havia observado que esse regulamento não só cria uma situação conflitante para o gestor do fundo de pensão, mas permite ao patrocinador estatal comprometer a fidelidade do administrador para a satisfação dos seus interesses. Por vezes, num cenário simples de decisão, os gestores podem ver vantagens ao lado do patrocinador ou dos participantes. Todavia, é importante lembrar que o patrocinador tem o poder de contratar, demitir, de controlar promoções, aumentos de salários e outros incentivos dos gestores, que podem levá-los a assumir o lado dos patrocinadores. Como resultado, é razoável acreditar que, diante de uma decisão conflitante, os gestores prefeririam votar em apoio aos interesses do patrocinador e não em apoio aos interesses dos participantes.

O fato de serem, em geral, provenientes dos quadros dos patrocinadores, para lá retornando depois de concluído seu mandato no fundo de pensão, contrapõe-se às exigências singulares de conhecimentos e experiência no segmento de previdência complementar fechada, típicos de um gestor especialista.

Esses dados empíricos sobre a composição da diretoria executiva, somados à limitação do poder de voto no conselho deliberativo, evidenciam que, no geral, os participantes e assistidos dos planos de aposentadoria têm influência limitada sobre a governança dos FPPs no País, contrariando pressupostos da teoria da agência quanto à independência do conselho de

administração na tomada de decisões, em particular para os fundos com predominância de planos BD.

A propósito, ao longo deste estudo, a análise qualitativa da governança dos FPPs no Brasil – organizações não mercantilistas, com vínculo estatal e atuando em mercados não competitivos – possibilitou identificar a prevalência de algumas características institucionais que moldam a relação principal-principal e a agente-principal, e que confrontam pressupostos da teoria da agência comumente verificados no ambiente empresarial, quais sejam:

- a) a distribuição não equitativa de poder para os requerentes residuais;
- b) a dupla obrigação fiduciária enfrentada pelos gestores vinculados ao patrocinador;
- c) os gestores eleitos e os conselheiros não são removíveis;
- d) o papel delimitador do mercado não afeta o comportamento dos gestores; e
- e) o sistema de remuneração dos gestores não estimula a maximização dos resultados.

E é nesse contexto, que o papel do conselheiro independente é posto em debate como solução para os problemas de agência nos FPPs do Brasil, uma vez que se trata de mecanismo consagrado nos códigos de governança das principais economias do mundo, inclusive no Brasil, para aumentar a capacidade do CA de monitorar a alta gerência nos ambientes de agência decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão ou da relação entre controladores e minoritários.

Entretanto, a questão que se apresenta, em linha com a observação de Fontes Filho (2004), é se essa prática, adequada a corporações de países com origem anglo-saxônica, é útil para essas organizações, especialmente em país e em determinado segmento com outra influência cultural e legal, como é o caso do Brasil.

Ringe (2017) complementa essa visão ao sustentar que a independência é uma ferramenta para resolver um problema específico, ou seja, em um nível geral e abstrato, é um instrumento processual para proteger grupos fracos dentro da organização e para mitigar os custos de agência, devendo ser projetada para determinado ambiente corporativo e para uma finalidade específica.

Essa fundamentação teórica reforça a importância de se investigar e se delimitar a adequação do mecanismo “conselheiro independente” nos fundos de pensão, de modo específico naqueles com patrocínio estatal.

De acordo com a teoria da agência (FAMA; JENSEN, 1983b; SHLEIFER; VISHNY, 1997), nas situações em que o acionista majoritário controla o CA, a influência e a autoridade do conselho diminuem, tendendo a gerar maiores custos de agência para acionistas minoritários.

Nesse âmbito, o principal papel do CA é defender os acionistas minoritários do oportunismo do controlador, por meio de conselheiros externos não diretamente ligados à gestão da organização e aos seus controladores.

Ora, o que não se pode perder de vista é que um determinado mecanismo ou prática de governança para gerar um comportamento desejado dos administradores deve ser implantado a um custo razoável. O que implicaria soluções customizadas para os potenciais problemas de agência de cada tipo de organização ou para um conjunto de organizações dentro de um campo organizacional, conforme se propôs avaliar neste estudo para os FPPs no Brasil.

Sob este aspecto, faz sentido a ponderação da Abrapp sobre o conteúdo do PLP 268/2016 (BRASIL, 2016b). Embora a favor de se ampliar os mecanismos de transparência e de controle, além de apoiar a total vedação ao exercício de atividades político-partidárias na administração das EFPCs e o reforço na estrutura de governança, com a exigência de auditoria interna e de comitê de investimentos, a Abrapp alerta para que a solução respeite o tamanho dos ativos de cada fundo de pensão.

Por outro lado, diante das evidências reunidas nesta pesquisa, a posição contrária da Abrapp, quanto à introdução de conselheiros independentes no conselho deliberativo dos FPPs, pode ser considerada um contrassenso.

Neste contexto, é oportuno retomar a visão da Iops de que o dever de prestação de contas no ambiente dos fundos de pensão pode ser reforçado por uma voz independente e que o papel de um representante eleito pelos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria é diferente daquele de um conselheiro independente, que não mantém vínculos com o patrocinador (IOPS, 2008).

A Iops ressalta que um conselheiro independente é designado para trazer ao conselho de administração ou deliberativo uma visão independente sobre questões de estratégia, desempenho e prestação de contas, enquanto um representante eleito atua como a voz dos membros dos planos de previdência administrados pelo fundo. A Organização argumenta que, na condição de minoritários, a representação dos participantes nos órgãos de governança é adequada e necessária. Mas, por outro lado, não assegura que o representante eleito terá a formação e a competência necessárias para o papel de promover e zelar pela otimização da performance do fundo de pensão diante de um mercado financeiro cada vez mais complexo (IOPS, 2008).

Nota-se no aprendizado da Iops, reforçado por vários estudos acadêmicos referenciados neste estudo, que o conselheiro independente estaria menos suscetível a problemas de

autointeresse e menos sujeito à influência dos controladores e gestores para questionar e investigar um problema em potencial antes que ele se torne um problema real.

Zattoni e Cuomo (2010) alertam que conselheiros independentes podem agir de forma preventiva para evitar decisões ruins ou ilegais, sendo feito em primeira instância, enquanto outros mecanismos de controle corporativo – órgãos de fiscalização ou, até mesmo, os tribunais – só entram em ação após alegações de má conduta da administração.

Ainda assim, caberiam algumas reflexões sobre a pertinência, a relevância e a abrangência do papel do conselheiro independente para o aprimoramento da eficiência e da eficácia da estrutura organizacional dos FPPs do Brasil:

- a) do ponto de vista do direcionamento estratégico, num cenário de inflação e juros básicos da economia ajustados aos padrões das economias desenvolvidas, a atuação do conselheiro independente seria essencial para assegurar rentabilidade compatível com as obrigações intergeracionais dos planos de aposentadoria?
- b) no âmbito da legitimidade organizacional, a presença de conselheiros independentes no conselho deliberativo dos FPPs, melhoraria a percepção de monitoramento, responsabilidade corporativa e transparência com as partes relacionadas, tornando os participantes e assistidos dos planos de aposentadoria seguros e confiantes na gestão?
- c) o conselheiro independente poderia ter efeitos distintos nas entidades em função de características específicas de cada uma, tais como porte, maturidade, tipos de planos de aposentadoria, natureza dos ativos, quantidade de participantes dos planos, dentre outros?
- d) haveria mecanismos de governança corporativa alternativos ou substitutos ao conselheiro independente para mitigação dos problemas de agência e reforço da legitimidade organizacional?
- e) em que nível as melhores práticas de governança estão incorporadas na cultura da entidade, indo além de obedecer a regras, mas estando um passo à frente, com uma visão apurada de longo prazo, de modo a gerar segurança para os associados, em especial nos momentos turbulentos da conjuntura político-econômica?

Na busca de respostas para essas questões foram desenvolvidas as análises previstas nos objetivos específicos deste trabalho e que possibilitaram identificar sobre quais categorias de FPPs a adoção do conselheiro independente seria apropriada como mecanismo de mitigação de problemas de agência ou como reforço para a legitimidade organizacional.

De acordo com a revisão teórica deste estudo, o risco residual nos fundos de pensão muda de uma parte para outra, de acordo com a estrutura contratual dos planos de aposentadoria. Os fundos que administram recursos oriundos predominantemente de planos BD são os que mais necessitam adaptar suas carteiras de investimento a eventuais alterações no mercado, visto que possuem um passivo rígido e devem buscar rentabilidade e liquidez compatíveis com suas obrigações atuariais, tendendo a assumir maiores riscos.

Do ponto de vista dos participantes e assistidos de planos BD, que tradicionalmente demonstram uma posição passiva em seu acompanhamento por terem assegurada uma soma predefinida de dinheiro como benefício de aposentadoria, o monitoramento da gestão dos fundos torna-se ainda menos efetivo em função da complexidade das regras atuariais e do efeito carona, característico da dispersão dos detentores da poupança previdenciária.

Essas características do sistema justificam e requerem uma regulamentação que assegure aos beneficiários dos planos de aposentadoria proteção adequada contra os conflitos de interesses e problemas relacionados, além de uma estrutura de governança compatível com os incentivos e os riscos das partes interessadas.

Dada a relevância de se investigar a origem e a aplicação dos recursos que constituem os fundos de pensão para alocação dos riscos residuais e para a definição da estrutura de governança, os resultados desta pesquisa indicaram que em 58% dos FPPs da amostra predomina a administração de planos de aposentadoria do tipo BD.

No tocante à composição dos investimentos, o primeiro destaque é a concentração de 74% dos recursos garantidores nos fundos do grupo I, formado por 13 FPPs de perfil I Previc, enquanto os grupos II, III e IV participam da composição dos investimentos com 21%, 4% e 1%, respectivamente. O segundo destaque é que 92% do montante de recursos do grupo I são oriundos de planos BD.

Analisando por outro ângulo, os grupos III e IV, que reúnem os 42 FPPs de menor porte (55% da amostra), detêm apenas 5% do montante de recursos investidos, o que sinaliza um problema de escala no sistema brasileiro de previdência complementar fechada, que deve ser considerado em qualquer discussão sobre o aprimoramento do modelo de governança.

Refinando a análise da composição dos recursos garantidores sob o aspecto da exposição em operações financeiras de maior risco, observou-se que a relação do somatório de recursos aplicados em renda variável e investimentos estruturados sobre os ativos de investimento resultou, para o grupo I, em 34,2%, que é três vezes maior que a proporção apurada para os grupos II e III (11,2% e 10,7%), e quatro vezes maior que a do grupo IV (8,4%).

Outra constatação que se extraiu da análise da composição dos ativos de investimento da amostra de FPPs, é que, mesmo para aqueles com predominância de investimentos oriundos de planos BD, a exposição em ativos de maior risco diminui na medida da redução do porte da EFPC. Tal relação é 80% no grupo I, diminuindo para 57%, 50% e 33% para os grupos II, III e IV, respectivamente.

Por sua vez, a análise dos indicadores sobre a composição da estrutura de governança confirma, por meio da visão consolidada trazida pela Tabela 21, a influência da escala na adoção dos mecanismos mitigadores de problemas de agência elencados nesta pesquisa. Com exceção do comitê de investimentos, as frequências verificadas para cada mecanismo de governança relacionado sofrem uma redução percentual na medida da diminuição do porte e da complexidade da gestão dos fundos da amostra.

Tabela 21 - Composição da estrutura de Governança na Amostra de FPPs por Perfil Previc/Porte

| Estrutura de Governança | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|--|----------|-----|---------------------------|-----|---|-----|-----------------------------|----|---------|----|
| | Perfil I | | Perfil II > R\$ 2 bilhões | | Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| PA10. CD com seis integrantes | 13 | 100 | 20 | 95 | 17 | 89 | 13 | 57 | 63 | 83 |
| PA11. Remuneração para conselheiros | 12 | 92 | 15 | 71 | 12 | 63 | 8 | 35 | 47 | 62 |
| PA12. Comitê de Investimentos | 12 | 92 | 21 | 100 | 19 | 100 | 16 | 70 | 68 | 89 |
| PA13. DE paritária ou com especialistas* | 10 | 77 | 12 | 57 | 8 | 42 | 7 | 30 | 37 | 49 |
| PA14. Com diretor de Investimentos | 10 | 76 | 7 | 33 | 3 | 16 | 0 | 0 | 20 | 26 |
| PA15. Auditoria Interna | 9 | 69 | 9 | 43 | 0 | 0 | 0 | 0 | 18 | 24 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. CD = conselho deliberativo. DE = diretoria executiva.

Fonte: elaborado pelo autor.

Outra evidência de destaque nesse conjunto de indicadores é que, em relação a fundos que não remuneram conselheiros, que somam na amostra 29 FPPs, apesar da concentração da frequência ocorrer nos grupos III e IV (76%), dentre os 34 FPPs de maior porte (grupos I e II) há sete que não pagam honorários para seus conselheiros, dos quais, quatro administram recursos oriundos predominantemente de planos BD.

De acordo com a teoria da agência, além dos incentivos advindos dos deveres fiduciários e do capital de reputação, o conselheiro de administração deve ter incentivos financeiros

adequados para o efetivo cumprimento de seu papel. Segundo estudiosos do segmento, além de influenciar os níveis de motivação, os sistemas de remuneração fornecem orientação implícita aos administradores dos fundos de pensão sobre as prioridades de suas organizações. Ambachtsheer (2016) alerta que a remuneração competitiva se encontra entre os fatores críticos de sucesso dos fundos de pensão na atualidade. Do mesmo modo, a OCDE prevê que uma compensação adequada pode fornecer os incentivos certos para um bom desempenho (OECD, 2009).

Durante a análise qualitativa dos relatórios anuais de informações, pôde-se observar ainda que, de modo geral, a estrutura de gestão dos fundos de pequeno porte não ultrapassa 10 profissionais, corroborando achados de estudos anteriores sobre a dependência de serviços terceirizados e das limitações na adoção de práticas voluntárias de governança cujo custo seja incompatível com a rentabilidade do fundo.

Ao encerrar a primeira parte desta análise consolidada sobre a constituição, a composição dos investimentos, as provisões para perdas no portfólio de maior risco e sobre a estrutura de governança dos 76 FPPs da amostra, a Tabela 22 apresenta um quadro-resumo dos índices PPA apurados na forma definida no indicador PA17 (Quadro 5 da seção 4.2.1).

Tabela 22 – Distribuição dos FPPs da amostra por faixa de índice de “potencial de problemas de agência” e por perfil Previc/porte

| Categorias | Total do Grupo | Baixo | | Médio-baixo | | Médio-alto | | Alto | |
|------------------|----------------|--------|---|---------------|----|---------------|----|--------|----|
| | | < 0,25 | | ≥ 0,25 < 0,50 | | ≥ 0,50 < 0,75 | | ≥ 0,75 | |
| | | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Grupo I | 13 FPPs | 0 | 0 | 8 | 62 | 5 | 38 | 0 | 0 |
| Grupo II | 21 FPPs | 0 | 0 | 14 | 67 | 7 | 33 | 0 | 0 |
| Grupo III | 19 FPPs | 1 | 5 | 6 | 32 | 9 | 47 | 3 | 16 |
| Grupo IV | 23 FPPs | 2 | 9 | 9 | 39 | 11 | 48 | 1 | 4 |
| Totais | 76 FPPs | 3 | 4 | 37 | 49 | 32 | 42 | 4 | 5 |

Legenda: Índice “PPA” = índice de potencial de problemas de agência. FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência.

Fonte: elaborado pelo autor.

O resumo com a distribuição dos índices revelou a existência de 32 fundos com médio-alto potencial de problemas de agência (42%) e quatro (5%) com alto potencial, indicando para essas duas categorias, de acordo com a teoria da agência, a necessidade de ampliação de mecanismos e práticas que contribuam para alinhar os interesses dos gestores aos dos principais, reforçar a equidade de representação das partes interessadas e intensificar o monitoramento da gestão.

Por outro lado, resultaram 37 fundos (49%) com médio-baixo potencial de problemas de agência e três (4%) com baixo potencial. A leve preponderância de índices PPA abaixo de

0,50 no conjunto da amostra (53%) foi influenciada pelos resultados dos grupos I e II, cujos índices estão concentrados em médio-baixo – 62% e 67%, respectivamente. O grupo III, com 47%, e o grupo IV, com 48%, têm seus índices de PPA concentrados em médio-alto. O grupo III é o que apresenta maior proporção de fundos com alto índice de PPA (16%), enquanto, os grupos I e II não têm representante nessa faixa e o grupo IV, apenas 4%.

Numa análise circunstanciada dos APÊNDICES B, D, F e H, pode-se observar nos grupos I e II o total de 22 fundos com características que minimizam o potencial de conflitos de agência e favorecem o monitoramento da gestão.

Entretanto, nos grupos III e IV há 20 fundos com médio-alto e quatro com alto índice de PPA, revelando que, embora haja no conjunto destes dois grupos uma superioridade de fundos que administram planos BD e com obrigações atuariais de potencializar retornos para suas carteiras de investimento em aplicações de maior risco, as estruturas de governança não apresentam, na mesma proporção dos grupos I e II, um conjunto de mecanismos internos de governança que contribuam para mitigar problemas de agência, segundo os indicadores desta pesquisa.

Por fim, observou-se que em todos os grupos há casos de fundos com baixo PPA, com índices entre 0,23 e 0,30. Em consonância com os critérios adotados para pesar os indicadores, esse conjunto de 10 fundos com os menores potenciais de problemas de agência têm, no geral, características parecidas, ou seja, administram recursos oriundos predominantemente de planos CD, com reduzida exposição em investimentos de maior risco – seis casos com baixo volume e quatro com nenhum estoque –, complementados por uma boa estrutura de governança.

No grupo II, o fundo Eletros é a única exceção para essa categoria, apresentando carteira de investimentos de porte médio, composta 42% de recursos oriundos de planos BD, com 15% de seus ativos investidos em renda variável e projetos estruturados, balanceados por uma boa estrutura de governança que o inseriu no grupo de baixo índice de PPA, com resultado de 0,27.

Para complementar a busca de resposta para o problema objeto de estudo, na segunda parte da pesquisa documental trabalhou-se com 16 indicadores para se avaliar a presença de práticas voluntárias de governança que influenciam a legitimidade organizacional – regulatória, normativa e cultural-cognitiva – e operacionalizam princípios de conformidade, transparência e de prestação de contas.

A escolha desse rol de indicadores partiu da premissa de que, no geral, com uma base dispersa de participantes e assistidos, o que se pode esperar dos fundos de pensão é o exercício

amplo e persistente da transparência e da prestação de contas, contribuindo para a simetria de informações e o aumento da confiança na gestão.

A base de conformidade e a lógica de avaliação para as três ênfases de legitimidade foram norteadas, respectivamente, pelas definições de Mendonça e Amantino-de-Andrade (2002), que apontam:

- a) a conveniência e a instrumentalização, para a legitimidade regulatória;
- b) a obrigação social e a certificação, para a normativa; e
- c) a aceitabilidade e a confiança, para a cultural-cognitiva.

De acordo com a literatura em governança corporativa, as organizações, enquanto agentes racionais, buscam responder a determinado conjunto de regras, diante da possibilidade, por um lado, de punições e sanções para o caso de descumprimento e, por outro lado, de gozar das prerrogativas e da legitimidade que o atendimento a tais preceitos possa gerar.

Para avaliar a adoção e a divulgação das práticas de governança legalmente impostas, o estudo de Lima et al. (2015) focou a análise dos estatutos, cujos resultados variaram entre 93% e 100% de práticas atendidas pelas 140 EFPCs da amostra daquela pesquisa, explicando o isomorfismo coercitivo.

Com o mesmo intuito de investigar o atendimento a pressões coercitivas do ambiente, mas, com foco diferente do trabalho de Lima et al. (2015), optou-se, nesta pesquisa, por avaliar a legitimidade regulatória da amostra de FPPs sob o prisma da gestão dos investimentos. Para isso, foram pesquisadas as ocorrências de infrações aplicadas pela Previc, no período de 2016 a 2018.

Os resultados indicaram 14% de incidência do descumprimento de regras na gestão de investimentos entre os FPPs da amostra, cuja principal causa foi a aplicação irregular de recursos garantidores sem a avaliação adequada dos riscos. Ao todo foram 11 entidades objeto de autos de infração, distribuídos entre os fundos dos grupos I, II e III, na proporção de 31%, 19% e 16%, respectivamente. Para os 23 FPPs de menor porte, que integram o grupo VI, verificou-se 100% de legitimidade regulatória para a gestão de investimentos.

A implementação e a gestão da política de investimentos nos fundos de pensão exigem dos principais agentes de governança a maior qualificação técnica possível para mitigar a incidência de custos residuais com perdas por escolhas não ótimas, conforme preconiza a teoria da agência.

Esse número de falhas na gestão de investimentos dos FPPs traz à reflexão se a escolha dos administradores tem, de fato, observado os requisitos individuais de conhecimento e competência necessários à definição da política, à seleção e à gestão dos investimentos e sobre

a diversidade de conhecimentos e experiências nos principais órgãos de governança dessas entidades.

A base teórica deste trabalho possibilitou elucidar que especialistas detêm conhecimento abstrato desenvolvido para a tomada efetiva de decisões em um domínio particular. De modo que, altos níveis de experiência dos membros do grupo têm efeitos positivos na qualidade da tomada de decisões, na medida em que membros do grupo, especializados, também têm níveis altos de influência nas decisões do grupo. E a experiência estratégica dos conselheiros pode ampliar os efeitos da independência do conselho.

A esse respeito, os resultados desta pesquisa para os indicadores referentes à divulgação de informações sobre a formação e a experiência de conselheiros deliberativos (L5 e L6) e de diretores executivos (L8) indicaram frequência total de apenas 9% e 24%, respectivamente. Ainda que o resultado geral para a divulgação da *expertise* dos gestores tenha figurado mais que o dobro do obtido para os integrantes do conselho deliberativo, o conjunto revelou baixa legitimidade cultural-cognitiva e baixo isomorfismo mimético para essa prática de transparência, mecanismo indispensável para que as partes interessadas possam perceber a adequada formação técnica dos integrantes dos principais órgãos de governança nos FPPs.

Por outro lado, conforme consta da Tabela 23, no conjunto dos 10 indicadores de legitimidade cultural-cognitiva que operacionalizam os princípios de transparência e prestação de contas sobre a estrutura de governança (L5 a L10) e sobre a gestão de investimentos (L11 a L14), o resultado para o indicador da diversidade de gênero no conselho deliberativo (L7) apresentou o melhor desempenho, com 59% de frequência geral, indicando que em 45 FPPs o conselho deliberativo conta com a presença de mulheres. Para os fundos do grupo III, a frequência para esse indicador atingiu 74%.

Para os outros nove indicadores apresentados na Tabela 23, os resultados totais para a amostra de FPPs ficaram abaixo dos 50% de frequência. Chama a atenção o fato de que, embora apresentando baixo isomorfismo mimético, as práticas voluntárias relacionadas à gestão de investimentos – indicadores L11 a L14 – foram encontradas em fundações de todos os grupos da amostra, o que indica não sofrerem a influência das limitações de escala decorrentes do menor porte de ativos.

De fato, a divulgação do manual de governança (L9), de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos (L10), dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros (L11) e das atas de reunião do conselho deliberativo (L12), implica vontade política dos administradores e

investimentos na atualização tecnológica para disponibilização em ambiente eletrônico, passível de se encaixar no orçamento de todos os portes de fundações, conforme demonstram os casos catalogados nos APÊNDICES C, E, G e I.

Tabela 23 – Resultados para os Indicadores de Legitimidade Cultural-Cognitiva na Amostra de FPPs por Perfil Previc/Porte

| Indicadores de Legitimidade Cultural-Cognitiva | | Grupo I | | Grupo II | | Grupo III | | Grupo IV | | Total | |
|---|-----|--------------|----|-------------------------------|----|---|----|---------------------------------|----|---------|----|
| | | FPP Perfil I | | FPP Perfil II > R\$ 2 bilhões | | FPP Perfil II > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | | FPP Perfil II < R\$ 500 milhões | | | |
| | | 13 FPPs | | 21 FPPs | | 19 FPPs | | 23 FPPs | | 76 FPPs | |
| | | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Estrutura de Governança e Gestão de Investimentos | L5 | 2 | 15 | 4 | 19 | 1 | 5 | 0 | 0 | 7 | 9 |
| | L6 | 2 | 15 | 4 | 19 | 1 | 5 | 0 | 0 | 7 | 9 |
| | L7 | 5 | 38 | 12 | 57 | 14 | 74 | 14 | 61 | 45 | 59 |
| | L8 | 8 | 62 | 5 | 24 | 2 | 11 | 3 | 13 | 18 | 24 |
| | L9 | 7 | 54 | 9 | 43 | 7 | 37 | 0 | 0 | 23 | 30 |
| | L10 | 6 | 46 | 10 | 48 | 7 | 37 | 10 | 43 | 33 | 43 |
| | L11 | 7 | 54 | 4 | 19 | 10 | 53 | 11 | 48 | 32 | 42 |
| | L12 | 3 | 23 | 2 | 10 | 5 | 26 | 2 | 9 | 12 | 16 |
| | L13 | 6 | 46 | 6 | 29 | 7 | 37 | 3 | 13 | 22 | 29 |
| | L14 | 9 | 69 | 16 | 76 | 7 | 37 | 4 | 17 | 36 | 47 |

Legenda: FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. L5 = divulgação da formação e da experiência dos conselheiros. L6 = diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo. L7 = diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo. L8 = divulgação da formação e da experiência dos diretores executivos. L9 = divulgação de manual de governança. L10 = divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos. L11 = divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros. L12 = divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo. L13 = reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias. L14 = divulgação de relatório mensal sobre desempenho dos investimentos.

Fonte: elaborado pelo autor.

Além da questão da escala definida pela realidade econômico-financeira de cada EFPC, outra possível explicação para a baixa frequência verificada nessas práticas de legitimidade cultural-cognitiva pesquisadas é a fraca atuação das entidades representativas dos participantes e assistidos dos fundos de pensão ou dos empregados e aposentados dos patrocinadores. Conforme consta da seção 5.2.3, foram identificadas 24 organizações associativas de empregados, aposentados e pensionistas do patrocinador e de participantes e assistidos dos fundos de pensão (32% de frequência total) que explicitam nas suas ações a representação de participantes e assistidos dos respectivos fundos de pensão. Desse conjunto de associações, 88% estão concentradas nos grupos I e II, que reúnem fundos de maior porte e, no geral, com mais tempo de existência, corroborando achados de Fontes Filho (2004).

Por último, e não menos importante, para o conjunto de indicadores de legitimidade normativa, os resultados indicaram que na amostra de FPPs a frequência de adesão a códigos e programas de boas práticas está concentrada nos de maior porte. Mesmo assim, embora o nível

de vínculos espontâneos a códigos de autorregulação e a programas de investimentos responsável corresponda a 54% nas fundações integrantes do grupo I e a 86%, nas do grupo II, caracterizando o isomorfismo normativo, ainda é baixa a certificação em programas de responsabilidade socioambiental e de educação financeira e previdenciária para os dois grupos, correspondendo a cerca de 30% e 15%, respectivamente.

Nesse bloco, observou-se novamente, para os grupos III e IV, uma queda acentuada nas proporções para os três indicadores de legitimidade normativa.

A baixa frequência verificada para os indicadores de certificação sugere um baixo isomorfismo normativo para os grupos de menor porte, que poderia ser explicado pelas limitações de escala frente ao consumo de estrutura exigido em processos de certificação de qualquer área, ou ainda, pelo desinteresse em aderir a práticas de governança que não alavancariam a legitimidade para fundos de menor porte e com perfil conservador de investimentos.

Fazendo um balanço dos resultados para os indicadores de legitimidade organizacional, observa-se que, nas três ênfases e nas categorias da legitimidade cultural-cognitiva (exceção para a categoria “transparência e simetria de informações”), há pelo menos um indicador com frequência geral superior a 50%, sugerindo, no tocante ao isomorfismo normativo e cognitivo, alguns avanços nos FPPs do Brasil na adesão a práticas voluntárias, que se somam a outras consolidadas no segmento, para melhoria da governança corporativa. Quais sejam:

- a) legitimidade regulatória – cumprimento de regras – indicador L1: 86% atenderam aos requisitos legais na gestão de investimentos;
- b) legitimidade normativa – adesão a códigos e programas de boas práticas – indicador L2: 51% aderiram a programas de investimento responsável e/ou a códigos de autorregulação;
- c) legitimidade cultural-cognitiva – estrutura de governança – indicador L7: 59% apresentam diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo; e
- d) legitimidade cultural-cognitiva – presença na mídia – indicador L16: 74% dos fundos não têm menção a irregularidades na gestão.

Num grupo intermediário de isomorfismo mimético, com frequência total se aproximando de 50%, mas que ainda carecem de avanços, dada sua importância no processo de legitimação, estão as práticas analisadas pelos indicadores:

- a) L10, sobre a divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos (43%);

- b) L11, sobre a divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros (42%); e
- c) L14, a respeito da divulgação de relatório mensal sobre desempenho dos investimentos (47%).

Com baixo grau de isomorfismo, o balanço alerta para algumas práticas, primordiais para a mitigação de problemas de agência e para a alavancagem da legitimidade organizacional, cujos resultados indicam baixa frequência total e necessitam de maior foco por parte dos dirigentes, dos públicos de audiência desses fundos – em particular dos participantes e assistidos dos planos de aposentadoria e suas entidades representativas –, das organizações do campo organizacional e dos formuladores de políticas para o segmento. Quais sejam:

- a) legitimidade normativa – adesão a códigos e programas de boas práticas – indicadores L3 – adesão a programas de responsabilidade socioambiental, com 14%; e L4 – posse do selo Enef, com 8%;
- b) legitimidade cultural-cognitiva – estrutura de governança – indicadores L5 – divulgação da formação e da experiência dos conselheiros e L6 – diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo, ambos com 9%; e L8 – divulgação da formação e experiência dos diretores executivos, com 24%; e
- c) legitimidade cultural-cognitiva – transparência e simetria de informações – indicador L9 – divulgação de manual de governança, com 30%; L12 – divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo, com 16%; e L13 – reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias, com 29%; e
- d) legitimidade cultural-cognitiva – associação e representatividade – indicador L15 – existência de associação dos participantes e assistidos do fundo de pensão ou de empregados e aposentados do patrocinador, que manifestam defesa dos interesses de beneficiários dos planos de aposentadoria, com 32% de frequência total.

A Tabela 24 apresenta um quadro-resumo dos índices de legitimidade organizacional apurados para os 76 FPPs da amostra, calculados na forma definida no indicador L18 do Quadro 7, apresentado na seção 4.2.2.3.

O resumo ajuda a observar que, segundo os critérios desta pesquisa, os índices para a amostra de FPPs se concentram abaixo de 0,50, reunindo 81,6% do total de fundos entre média-baixa e baixa legitimidade organizacional. Os 18,4% restantes figuram no nível médio-alto, uma vez que nenhum fundo atingiu índice superior a 0,75.

Tal resultado sugere que a configuração dos sítios eletrônicos e a elaboração dos relatórios anuais de informações de grande parte dos FPPs da amostra tem dado baixa ênfase

na adoção e divulgação das práticas voluntárias legitimadoras pesquisadas neste estudo, que operacionalizam princípios de conformidade, responsabilidade corporativa, prestação de contas e transparência.

Tabela 24 – Distribuição dos FPPs da amostra por faixa de índice “legitimidade organizacional” e por perfil Previc/porte

| Categorias | Total do Grupo | Baixo | | Médio-Baixo | | Médio-Alto | | Alto | |
|------------------|----------------|--------|------|---------------|------|---------------|------|--------|---|
| | | ≤ 0,25 | | > 0,25 ≤ 0,50 | | > 0,50 ≤ 0,75 | | > 0,75 | |
| | | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % | Freq. | % |
| Grupo I | 13 FPPs | 2 | 15 | 7 | 54 | 4 | 31 | 0 | 0 |
| Grupo II | 21 FPPs | 2 | 9 | 13 | 62 | 6 | 29 | 0 | 0 |
| Grupo III | 19 FPPs | 3 | 16 | 12 | 63 | 4 | 21 | 0 | 0 |
| Grupo IV | 23 FPPs | 7 | 30 | 16 | 70 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Totais | 76 FPPs | 14 | 18,4 | 48 | 63,2 | 14 | 18,4 | 0 | 0 |

Legenda: Índice “L” = índice de legitimidade organizacional. FPP = fundo de pensão público. Freq. = frequência. Fonte: elaborado pelo autor.

Dentre os FPPs do grupo I, que corresponde ao perfil I Previc, considerada a categoria de maior relevância no conjunto da amostra, aparecem com índices altos de legitimidade organizacional as fundações Real Grandeza (0,75), Previ e Funpresp-Jud (0,63). No lado oposto do grupo, com menor evidência de práticas de legitimação junto aos seus públicos de audiência, encontram-se RJPrev e Postalis (0,25), Capesesp (0,31), Funcef e Refer (0,38).

A fundação Real Grandeza, quinta maior em ativos dentre os FPPs brasileiros, pode ser considerada, segundo os indicadores elencados neste estudo, o *benchmark* da amostra de FPPs por adotar todos os mecanismos que mitigam problemas de agência e 12 das 16 práticas voluntárias de governança corporativa promotoras de legitimidade organizacional.

No grupo II, destacam-se com melhor desempenho os fundos Economus Instituto de Seguridade Social (ECONOMUS) e Libertas, ambos com índice de 0,69, e, com piores resultados, Serpros e Fundação Bannisul, com 0,25.

Dentro do grupo III, os melhores índices ficaram com Fipeccq (0,69) e Faceal (0,63). E, com menor desempenho, aparecem Isbre e Prevsan, ambos com índice de 0,19, além da fundação Fundiágua, com o pior índice de legitimidade apurado em toda a amostra de FPPs, com 0,06.

Completando o conjunto da amostra, no grupo IV, que reúne os 23 fundos de menor porte, todos obtiveram índices de legitimidade inferior a 0,50, sendo o grupo com a maior quantidade de entidades com baixa evidência de práticas de legitimação, seis com índice 0,25 e uma com índice 0,19.

De acordo com o desenho desta pesquisa e com apoio na base teórica, todo o trabalho de definição de indicadores, levantamento e análise dos dados empíricos mirou identificar o efeito predominante da adoção do conselheiro independente na amostra de FPPs do Brasil, entre solução para o problema de agência ou simples reforço na legitimidade do modelo de governança desse tipo de investidor institucional.

O caminho trilhado pela pesquisa documental propiciou a definição de índices para se avaliar o potencial de problemas de agência e o grau de legitimidade organizacional da amostra de FPPs e, desse modo, construir uma matriz para se visualizar o efeito preponderante do papel do conselheiro independente, segundo o desenho da pesquisa.

As Figuras 2 e 3 apresentam duas visões esquemáticas do resultado consolidado desta análise.

Inicialmente, de acordo com a metodologia adotada e com o principal intuito de facilitar a interpretação dos resultados no cruzamento dos índices de “potencial de problemas de agência” e de “legitimidade organizacional”, foram desenvolvidos, para cada um dos quatro grupos de FPPs, tabelas e gráficos de dispersão disponíveis no APÊNDICE J.

Figura 2 – Resumo do Efeito Predominante do Conselheiro Independente na Amostra de FPPs por Grupo de Perfil Previc/Porte

| Resultado dos Índices | Alto PPA e Baixa L | | Alto PPA e Alta L | | Baixo PPA e Baixa L | | Baixo PPA e Alta L | | Total de FPP |
|--|--------------------|----|-------------------|-----|---------------------|----|--------------------|------|--------------|
| | -PA+L | | -PA | | +L | | D | | |
| | Freq | % | Freq | % | Freq | % | Freq | % | |
| Grupo I | 4 | 31 | 1 | 8 | 5 | 38 | 3 | 23 | 13 |
| Grupo II – Ativos > R\$ 2 bilhões | 6 | 28 | 1 | 5 | 10 | 48 | 4 | 19 | 21 |
| Grupo III – Ativos > R\$ 500 milhões < R\$ 2 bilhões | 9 | 47 | 3 | 16 | 6 | 32 | 1 | 5 | 19 |
| Grupo IV – Ativos < R\$ 500 milhões | 12 | 52 | 0 | 0 | 11 | 48 | 0 | 0 | 23 |
| Total de FPPs | 31 | 41 | 5 | 6,5 | 32 | 42 | 8 | 10,5 | 76 |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. L = legitimidade organizacional. CI = conselheiro independente. -PA+L = mitiga problemas de agência e aumenta a legitimidade organizacional. -PA = mitiga problemas de agência. +L = aumenta a legitimidade organizacional. D = dispensável. Freq. = frequência.

Fonte: elaborado pelo autor.

A Figura 2 apresenta as frequências, por grupo e consolidadas para as quatro novas categorias que resultaram da análise do efeito predominante do conselheiro independente na conjunção dos índices PPA e L de cada fundo da amostra.

Para 52,5% dos casos, os resultados sugerem que o efeito predominante da adoção do conselheiro independente na amostra de FPPs seria o reforço da legitimidade organizacional, uma vez que para oito fundos (10,5%), com baixo potencial de problemas de agência e alta legitimidade – Real Grandeza, Preves e Funpres-Jud, do grupo I; Fundação Banco Central de

Previdência Privada (CENTRUS), Economus, Previnorte Fundação de Previdência Complementar (PREVINORTE) e Libertas, do grupo II; e Faceal, do grupo III –, o conselheiro independente poderia ser considerado um mecanismo dispensável e para outros 32 FPPs (42%), a adoção se daria como um mecanismo alternativo para incremento da legitimidade, cujo reforço também poderia ocorrer mediante incorporação de outras práticas de natureza normativa e/ou cultural-cognitiva, relacionadas nos indicadores deste estudo, ponderados os custos de governança relativos.

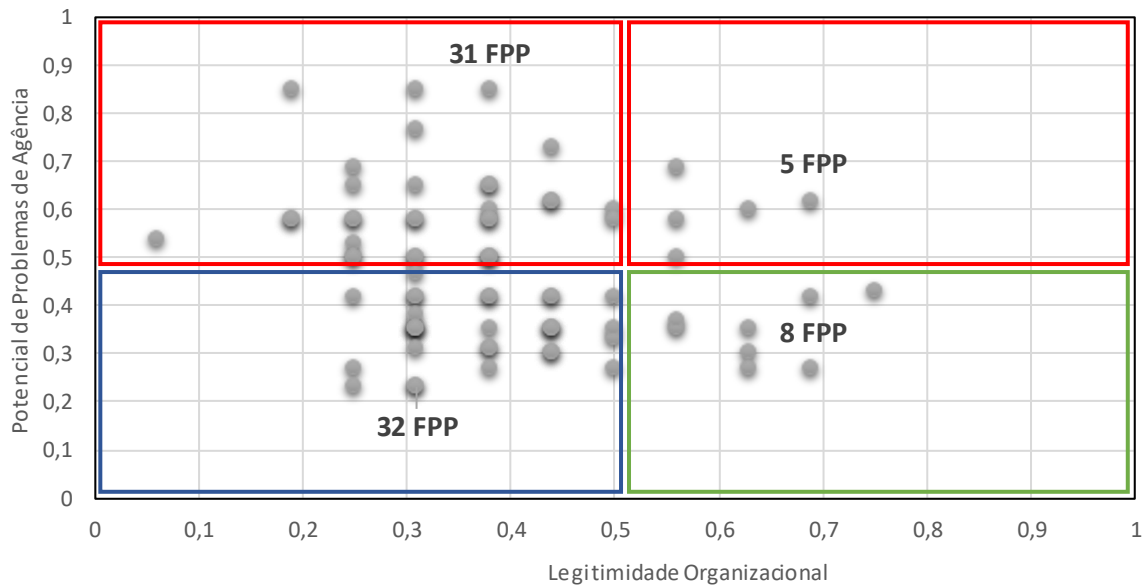
Entretanto, para 36 fundos com alto potencial de problemas de agência (47,5%), dos quais 31 estão conjugados com baixa legitimidade organizacional, a presença de um conselheiro independente e especialista teria efeito predominante na mitigação do potencial de problemas de agência, reforçando o monitoramento da gestão e o aconselhamento estratégico, contribuindo para melhoria do processo decisório e para o aumento da transparência e da prestação de contas, que poderia se refletir no aumento da legitimidade organizacional, mesmo para os cinco fundos que detêm bom resultado nessa variável.

Essa categoria engloba 24 FPPs distribuídos igualmente nos grupos III e IV, que reúnem os fundos de menor porte. Tal evidência torna complexo, do ponto de vista gerencial, o debate em torno da proposta do Senado Federal sobre a introdução de conselheiros independentes nos FPPs, haja vista a baixa economia de escala dos fundos pequenos e os custos de governança desse mecanismo vis-à-vis outros mecanismos alternativos de mitigação de problemas de agência e de aumento da legitimidade organizacional. E, ao mesmo tempo, válida a posição da Abrapp sobre a importância de que qualquer alteração legislativa para a melhoria da governança dos FPPs respeite o tamanho dos ativos de cada entidade.

A Figura 3 enriquece a demonstração do resultado global da pesquisa por meio do gráfico de dispersão, onde se pode ver a distribuição nos quadrantes – quatro clusters – dos 76 FPPs da amostra.

Conforme se previa, a plotagem da conjunção dos índices PPA e L no gráfico de dispersão consolidado (Figura 3), gerou várias sobreposições que dificultam nominar e identificar cada um dos 76 fundos. Razão pela qual foram elaborados gráficos, que constam no APÊNDICE J, para cada um dos quatro grupos definidos originalmente, onde se pode conferir o exato posicionamento de todos os FPPs.

Figura 3 – Efeito predominante do conselheiro independente na amostra de fundos de pensão públicos



Fonte: elaborado pelo autor.

De qualquer forma, ao se analisar a Figura 3, nota-se bem evidente a maior concentração de fundos em dois quadrantes à esquerda, cuja característica comum é o baixo índice de legitimidade organizacional para 63 FPPs, ou seja, 83% da amostra; divididos em dois *clusters*, sendo 31 FPPs com índice PPA igual ou superior a 0,50 e 32 FPPs com índice PPA inferior a 0,50.

E, por último, nos dois *clusters* da direita do gráfico (Figura 3), 13 FPPs (17%) que apresentaram alto índice de legitimidade organizacional, sendo um *cluster*, com cinco fundos, que apresentam índice PPA igual ou superior a 0,50 e outro, com oito fundos, com índice PPA abaixo de 0,50.

A análise da conjugação dos índices de potencial de problemas de agência e de legitimidade organizacional, apresentados nas Figuras 2 e 3, possibilitam concluir que o efeito predominante da introdução do conselheiro independente nos FPPs do Brasil seria o reforço da legitimidade organizacional enquanto mecanismo alternativo de governança, o que responde o problema da pesquisa.

Do ponto de vista gerencial, uma contribuição deste trabalho seria apresentar alternativas para o caso da adoção do conselheiro independente para complementar a estrutura de governança dos FPPs com alto potencial de problemas de agência, como solução para mitigar conflitos e proteger os interesses dos principais minoritários, intensificar o monitoramento da gestão e aprimorar o aconselhamento estratégico.

Para esse fim, é preciso ter presente o alerta da Abrapp sobre a heterogeneidade do segmento e que não seria razoável engessar todas as entidades em mesma sistemática, para não gerar custos desnecessários e afrontar a boa governança comprovada em várias entidades (ABRAPP, 2017).

Trata-se de consideração relevante, confirmada por este estudo ao perscrutar a composição da estrutura de governança da amostra de EFPCs com patrocínio público no País. E, ao mesmo tempo, um desafio para os legisladores na formulação de propostas de ajustes impondo práticas de governança para todos os FPPs no Brasil.

Desse modo, respaldado no referencial teórico e nos resultados empíricos deste estudo, a título de proposta para o desenvolvimento do modelo de governança dos FPPs, a partir de uma visão crítica e adaptada dos pressupostos da teoria da agência, vislumbra-se a formação de conselho deliberativo tripartido, conforme recomendam a Iops e a OCDE, nas seguintes condições:

- a) para os FPPs com ativos de investimento superiores a R\$ 2 bilhões, poderia ser ampliado de seis para nove o número de membros, mantendo-se a configuração paritária atual entre patrocinador e beneficiários dos planos de aposentadoria e se adicionando três conselheiros independentes especialistas no segmento de pensões;
- b) para os FPPs com ativos de investimentos inferiores a R\$ 2 bilhões, poderia ser adotado número ímpar para o conselho deliberativo, limitado a cinco membros, sendo um conselheiro independente especialista e, da mesma forma, preservando para os demais a configuração paritária atual entre patrocinador e beneficiários dos planos de aposentadoria;

Note-se que, ao limitar a seis o número de integrantes dos conselhos deliberativos dos FPPs, a legislação brasileira fixa um número inferior à média internacional para os fundos de grande porte, entre os quais, Previ, Petros, Funcef e Postalis, e não acompanha recomendação presente no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2015), sobre a adoção do número ímpar de integrantes, para se evitar o empate em votações e o recurso ao voto de qualidade do presidente do conselho. Conforme mencionado na seção 3.3.2.4.1, os resultados do estudo de Souto e Musalem (2012), sobre a composição da estrutura de governança de 83 FPPs em 68 países, revelaram que a média de composição do CA ficou em 9,6 membros e a mediana, em 9 membros.

O referido código brasileiro complementa que o tamanho do conselho pode variar conforme o setor de atuação, o porte, a complexidade das atividades e o estágio do ciclo de vida

da organização (IBGC, 2015), alternativa que seria de se considerar na discussão sobre a introdução do conselheiro independente para os FPPs de grande porte no Brasil, uma vez que os fundos de menor porte, conforme evidenciado neste estudo, tendem a ajustar o tamanho de seus conselhos para um número menor do que seis integrantes.

Na forma proposta, essa alternativa de solução, para dotar os FPPs no Brasil com voz e visão independentes sobre questões de estratégia, desempenho e prestação de contas, estaria mais alinhada às recomendações de âmbito nacional e internacional para composição do conselho de administração, de modo específico quanto ao número ímpar para o total de membros, ao tamanho ajustado ao porte e à complexidade do negócio e à equidade de representação das partes interessadas.

No que tange à composição da diretoria executiva, poderiam ser consideradas pelos formuladores de políticas para o segmento as seguintes ações para modernização da estrutura de governança dos FPPs:

- a) induzir a contratação de gestores profissionais de mercado e independentes, em especial para a função de diretor de investimentos;
- b) possibilitar a adoção de mandato indeterminado para os integrantes da diretoria executiva, que poderiam ser substituídos por decisão do conselho deliberativo segundo o critério exclusivo de avaliação de desempenho; e
- c) induzir o desenvolvimento de sistema de remuneração variável para gestores, atrelado ao desempenho de longo prazo dos fundos de pensão.

Além disso, tendo em conta o baixo isomorfismo normativo e mimético verificado nesta pesquisa para práticas de governança corporativa voluntárias – importantes e legítimas – relacionadas aos princípios de prestação de contas e transparência, pelo simples fato de que seu descumprimento não implica sanções para os gestores dos fundos, seria de se tornar obrigatórias:

- a) a divulgação do manual de governança, que consta entre as recomendações da Resolução CGPC nº 13 (BRASIL, 2004);
- b) a divulgação detalhada da composição da remuneração dos conselheiros e diretores executivos;
- c) a divulgação da formação e experiência dos conselheiros e diretores executivos;
- d) a publicação de atas do conselho deliberativo;
- e) a adoção de comitês de assessoramento do conselho, de modo específico o de investimentos;

- f) a divulgação dos processos de seleção e avaliação de gestores externos de investimento;
- e
- g) a divulgação mensal do relatório sobre o desempenho dos investimentos.

Por fim, os resultados deste estudo corroboraram achados de outras pesquisas sobre a relevância de se promover processo de fusões no segmento para solucionar, no médio e longo prazos, o problema de escala, fator que tem limitado o avanço da governança corporativa nos fundos de pensão do Brasil.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo tomou como ponto de partida a dissonância entre a proposta legislativa do Senado Federal brasileiro, conforme Projeto de Lei 268/2016 (BRASIL, 2016b), e a posição da Abrapp, entidade que representa os fundos de pensão no País, sobre a introdução de conselheiros independentes no conselho deliberativo dessas entidades com patrocínio estatal.

Diante disso, o objetivo principal desta pesquisa foi identificar o efeito predominante da introdução do conselheiro independente nos FPPs do Brasil, entre solução para o problema de agência ou legitimidade para o modelo de governança desse tipo de investidor.

Com aporte nas teorias da agência e institucional, a pesquisa documental, realizada junto aos 76 FPPs da amostra, investigou a forma de constituição, a composição dos investimentos e a ocorrência de provisões para perdas financeiras vis-à-vis a existência de mecanismos e práticas de governança corporativa para mitigação de problemas de agência e para manutenção e reforço da legitimidade junto aos seus públicos de interesse.

Em resposta ao problema da pesquisa, as análises desenvolvidas, em particular mediante a conjugação dos índices de potencial de problemas de agência e de legitimidade organizacional, apresentados nas Figuras 2 e 3 da seção 5.3, possibilitaram concluir que o efeito predominante da introdução do conselheiro independente nos FPPs do Brasil seria o reforço da legitimidade organizacional enquanto mecanismo alternativo de governança.

Cerca de 83% da amostra, que engloba 63 FPPs, apresentou legitimidade organizacional abaixo do índice médio de 0,50, evidenciando baixo isomorfismo normativo e mimético para práticas de governança corporativa voluntárias relacionadas a princípios de prestação de contas e de transparência, segundo critérios desta pesquisa.

Para 36 FPPs (47,5% da amostra), as características de constituição, composição de ativos de investimento e da estrutura de governança indicaram potencial de problemas de agência acima do índice médio de 0,50, sugerindo que a adoção de conselheiros independentes e especialistas teria efeito predominante na mitigação de conflitos de agência, reforçando o monitoramento da gestão e o aconselhamento estratégico, contribuindo para melhoria do processo decisório e para o aumento da transparência e da prestação de contas, que poderia se refletir no aumento da legitimidade organizacional.

Adicionalmente, os achados empíricos desta pesquisa sobre a avaliação da variável problemas de agência na amostra de FPPs possibilitaram concluir que:

- a) apesar do esforço empreendido nas últimas duas décadas para migração do sistema previdenciário do regime BD para o CD, em 58% dos FPPs analisados ainda predomina a gestão de recursos oriundos de planos BD, cujos riscos atuariais e de solvência exigem maior competência técnica na gestão e melhor estrutura de governança;
- b) 55% da amostra, ou seja, 23 fundos com patrimônio inferior a R\$ 500 milhões e 19 entre R\$ 500 milhões e R\$ 2 bilhões, detêm apenas 5% do montante de recursos investidos, sinalizando um problema de escala no sistema brasileiro de previdência complementar fechada, que deve ser considerado em qualquer discussão sobre o aprimoramento do modelo de governança;
- c) em contraponto, dos R\$ 480 bilhões investidos pelos FPPs da amostra, 74% estão concentrados nas 13 entidades de perfil I, os quais reúnem 90% do montante de recursos aplicados em renda variável e em investimentos estruturados;
- d) dos R\$ 155,7 bilhões aplicados em renda variável e em investimentos estruturados pelo segmento de EFPCs no Brasil, 87% estão sob gestão dos FPPs da amostra, apontando a relevância para o mercado acionário dos recursos administrados pelos fundos de pensão estatais, mormente os três de maior porte: Previ, Petros e Funcef, que somam R\$ 117,2 bilhões de poupança previdenciária (75% de todo o segmento);
- e) entre os anos 2015 e 2017, o montante de provisões para perdas em investimentos de maior risco, representados por aplicações em créditos privados e depósitos, direitos creditórios, renda variável e investimentos estruturados correspondeu a R\$ 9,7 bilhões, com 92% concentrado em cinco FPPs de perfil I: Previ, Petros, Funcef, Postalís e Refer. Dos 13 FPPs com perdas nesse portfólio, 10 (77%) administram recursos oriundos predominantemente de planos BD;
- f) ao longo do estudo, o exame da composição dos ativos de investimentos e da presença de mecanismos mitigadores de problemas de agência na estrutura de governança, reforçaram, sob vários enfoques, as limitações de escala na amostra de FPPs; e
- g) corroborando o estudo de De Conti (2016), no geral, os grupos integrados por fundos de menor porte, com estrutura de gestão enxutas, permanecem compondo suas carteiras com investimentos de perfil conservador, focadas em renda fixa e com hegemonia de títulos públicos.

Do mesmo modo, os resultados da análise descritiva da variável legitimidade organizacional revelaram que:

- a) sob a ênfase regulatória, no período de 2016 a 2018, houve 100% de isomorfismo na gestão de investimentos para os 23 fundos com patrimônio inferior a R\$ 500 milhões; o

que não ocorreu para os grupos I, II e III, cuja legitimidade regulatória correspondeu a 69%, 81% e 84%, respectivamente, em decorrência dos autos de infração aplicados pela Previc pelo descumprimento de regras na gestão de investimentos, evidenciando fragilidades no processo decisório dos FPPs, no papel de monitoramento dos conselhos deliberativos e fiscal das entidades, e na atuação dos *gatekeepers* do regime fechado de previdência complementar no Brasil;

- b) quanto à legitimidade normativa, observou-se a influência do porte na adesão a programas de investimento responsável e a códigos de autorregulação, indicando maior isomorfismo normativo para os FPPs com patrimônio superior a R\$ 2 bilhões. A adesão a programas de responsabilidade socioambiental e de educação financeira e previdenciária sinalizou baixo isomorfismo normativo para todos os grupos de FPPs;
- c) de modo geral, foi observado baixo isomorfismo cultural-cognitivo para os indicadores de transparência relacionados à formação da estrutura de governança e à gestão de investimentos;
- d) embora o resultado geral tenha apontado baixo isomorfismo mimético, práticas voluntárias relacionadas à gestão de investimentos – divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros (L11), divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo (L12), reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias (L13) e divulgação de relatório mensal sobre desempenho dos investimentos (L14) – foram encontradas em fundações de todos os grupos da amostra, sugerindo não sofrerem a influência das limitações de escala;
- e) sobre a relevância do associativismo na defesa dos interesses dos beneficiários dos planos de aposentadoria, dentre os FPPs da amostra verificaram-se apenas 24 associações que explicitam nas suas ações a defesa dos interesses de participantes e assistidos de determinada fundação, concentradas nos fundos de maior porte, corroborando os achados de Fontes Filho (2004);
- f) por último, pôde-se comprovar a importância da mídia eletrônica como fonte de legitimação, haja vista as evidências coletadas sobre o monitoramento da administração dos FPPs.

As recentes falhas na gestão de investimentos nos grandes FPPs brasileiros tornaram evidente o fato de que os participantes dos planos de aposentadoria, enquanto pequenos investidores, carecem de auxílio adicional para terem seus interesses preservados, além do que

tem sido proporcionado pela legislação, pela estrutura de governança e pela atuação dos *gatekeepers* no monitoramento da gestão.

A opção pela renda variável e pelo investimento em infraestrutura dos casos com grandes provisões para perdas poderia ser explicada não somente por questões econômico-financeiras, isto é, pela atratividade financeira diante da queda da taxa de juros básica da economia nacional, mas, sobretudo, pela variável cognitiva correlacionada a uma sensibilidade dos administradores dos FPPs para com projetos de interesse governamental.

A dupla obrigação fiduciária enfrentada pelos profissionais indicados pelo patrocinador na composição dos órgãos de governança dos FPPs no Brasil, parece contrastar com o suposto dever de lealdade, imposto pelos princípios da teoria da agência, aos participantes e beneficiários dos planos de aposentadoria, detentores da poupança previdenciária.

As características comuns dos investimentos com provisões para perdas e a quantidade de profissionais dos FPPs envolvidos em descumprimento de regras na aplicação dos recursos garantidores dos planos de aposentadorias – desde técnicos a diretores e conselheiros deliberativos – sugerem:

- a) a predominância do poder do patrocinador estatal na gestão dos investimentos;
- b) limitações na formação técnica dos gestores e conselheiros; e
- c) falta de independência do conselho deliberativo nas decisões estratégicas e no monitoramento da gestão.

No geral, a análise revelou que os participantes e assistidos dos planos de aposentadoria têm influência limitada sobre a governança dos FPPs no País, contrariando pressupostos da teoria da agência quanto à independência do conselho deliberativo na tomada de decisões.

Há de se buscar o aperfeiçoamento no contrato entre patrocinadores, participantes e gestores dessas entidades de modo que se alcance a mais eficiente estrutura de governança e uma alocação de risco de acordo com o interesse de todos, sem perder de vista a sustentabilidade necessária para o cumprimento das obrigações intergeracionais, sobretudo para os fundos que administram planos BD.

Os resultados das pesquisas bibliográfica e documental deste estudo propiciaram o entendimento de que um adequado ambiente regulatório e uma boa estrutura de governança pode impedir a utilização inapropriada dos ativos dos fundos de pensão com patrocínio estatal.

Os achados empíricos deste estudo também possibilitaram concluir que o problema de escala restringe a adequada formação da estrutura de governança e a qualidade do processo decisório dos FPPs. Os fundos pequenos são menos propensos a desenvolver estruturas e processos de governança consistentes com o tamanho e a missão da entidade.

Destarte, a consolidação no segmento de previdência complementar fechada seria um passo fundamental para melhorar a governança dos FPPs, diante de potenciais problemas legais e de logística. Uma outra fonte adicional de redução de custos na gestão dessas fundações seria a gestão compartilhada de ativos e de atividades administrativas, a exemplo dos centros de serviços compartilhados utilizados no contexto empresarial.

A adoção do conselheiro independente especialista – assim entendido como um profissional de mercado escolhido pelos conselheiros paritários do patrocinador e dos beneficiários dos planos aposentadoria, sem vínculos com o patrocinador e outras partes relacionadas e com notório conhecimento e experiência no segmento de pensões e na gestão de investimentos – poderia mitigar as prováveis causas de falhas e desvios na gestão dos fundos de pensão observadas neste estudo e objeto de estudos anteriores no âmbito das teorias da agência e institucional.

Nada obstante, é preciso ter presente que qualquer comportamento desejado dos agentes e, por conseguinte, uma estrutura de governança adequada, deve ser pactuada a um custo razoável e compatível com o ambiente econômico e institucional de cada organização.

O que impõe o discernimento de não se conceber o papel do CA ou do conselho deliberativo exclusivamente com a abordagem original da teoria da agência e que o mecanismo do conselheiro independente, embora central na independência do conselho, guarda estreita relação com outros aspectos da governança corporativa.

Nesse contexto, os estudos avaliados na revisão bibliográfica desta pesquisa demonstraram que a qualificação técnica e a experiência profissional são diferenciais para a eficácia e a efetividade do conselheiro, seja afiliado ou independente. Além do que, sob o aspecto das relações sociais, a heterogeneidade individual, o tempo de permanência no cargo e os laços com os principais executivos ou com o patrocinador, no caso dos fundos de pensão, são fatores que influenciam o grau de independência do CA.

Para os FPPs no Brasil, a adoção de algumas práticas de governança legitimadoras pode ter menor custo se comparadas com a adoção do conselheiro independente ou com a implantação de auditoria interna, mecanismos elencados no PLP 268/2016 (BRASIL, 2016b).

A esse respeito, a imposição por força de instituto legal de outras práticas de governança, que atualmente figuram como recomendações nos códigos, guias e manuais divulgados no País para o segmento, aliado a uma atuação efetiva dos órgãos de controle e fiscalização, poderia contribuir para elevação do nível de governança corporativa nos fundos de pensão.

De qualquer forma, há de se considerar que a adoção do conselheiro independente, por si só, não será a panaceia para os desafios de governança dos FPPs brasileiros, mormente na forma proposta pelo Senado Federal brasileiro, que, para não alterar o limite de seis integrantes do conselho deliberativo, propõe a redução do número de representantes vinculados ao patrocinador e aos participantes dos planos de benefício, para incluir conselheiros independentes.

Sob essa ótica, o conselheiro independente representaria apenas mais um fator num conjunto de alternativas possíveis, que se vislumbrou ao longo deste estudo, e cujo debate pode ser aprofundado em pesquisas futuras, a título de contribuição para a melhoria da governança corporativa nos FPPs no Brasil.

Reconhecendo as limitações deste estudo quanto ao tempo e aos recursos disponíveis, convém registrar que a coleta de dados secundários de forma não automatizada pode implicar falha na identificação, localização e captura das informações desejadas. O trabalho de pesquisa documental compreendeu a busca por práticas de governança divulgadas em mídia eletrônica pelos fundos de pensão. Desse modo, podem ter ocorrido situações em que os sítios eletrônicos e documentos consultados não tenham sido atualizados tempestivamente com informações sobre as práticas de governança elencadas nos roteiros de pesquisa deste estudo ou com acesso restrito para alguns dados.

A propósito, outro ponto observado no levantamento de dados foi a inexistência de padrões de divulgação de informações nos sítios eletrônicos, nos relatórios anuais e nas demonstrações contábeis. Foram identificadas entidades de mesmo porte com diversas informações disponíveis e outras com informações limitadas.

Sob esse aspecto, em especial quanto às respostas para a maioria dos indicadores de legitimidade organizacional, uma pesquisa direta junto às fundações da amostra poderia certificar o cumprimento de determinada prática de governança não identificada nas buscas em mídia eletrônica. Ainda assim, conforme observado em outros estudos, restaria a limitação decorrente do baixo índice de retorno dos questionários de pesquisa.

É preciso frisar que os indicadores propostos, embora possam refletir problemas de agência e a legitimidade organizacional dos FPPs da amostra, na realidade, não abarcam essas variáveis em sua total amplitude. Todavia, mesmo sabendo dessas limitações, seguiu-se estudos anteriores (FONTES FILHO, 2004; LIMA et al., 2015; ROSSONI, 2009; SCOTT et al., 2000), buscando operacionalizar as variáveis selecionadas por meio de suas origens, visto que tal esforço pode contribuir para maior compreensão dos fenômenos observados e para o propósito desta pesquisa.

A adoção de pesos na configuração dos índices de potencial de problemas de agência e de legitimidade organizacional também pode ser reconhecida no rol de limitações deste trabalho por terem atendido exclusivamente a premissas do autor a partir da interpretação das definições nominais para as variáveis de pesquisa.

Durante o desenvolvimento deste estudo algumas lacunas foram identificadas e poderiam ser completadas mediante trabalhos futuros, tais como:

- a) pesquisar junto aos participantes dos FPPs da amostra a percepção da relevância do conselheiro independente como mecanismo de monitoramento e/ou de assessoria estratégica;
- b) realizar estudo de múltiplos casos com ênfase no processo decisório dos conselhos deliberativos dos FPPs no Brasil;
- c) avaliar o impacto na taxa de administração dos FPPs brasileiros do custo de implantação dos mecanismos de governança corporativa relacionados na proposta legislativa do Senado Federal: conselheiro independente, diretor de investimentos e auditoria interna; e
- d) avaliar a relação do uso de práticas voluntárias de governança com o retorno nos investimentos.

Outra iniciativa seria a de se ampliar a quantidade de indicadores para avaliação do potencial de problemas de agência e de legitimidade organizacional no âmbito dos FPPs, de modo especial pela incorporação de outras práticas voluntárias ainda não disseminadas, consolidar os índices propostos neste estudo e repetir a pesquisa em anos seguidos para se avaliar, sistematicamente, o nível de evolução da governança corporativa neste tipo de investidor institucional, em função do perfil de constituição, da maturidade, do porte e da complexidade na gestão dos investimentos da poupança previdenciária.

Por fim, subproduto das reflexões reunidas neste trabalho, restou a convicção de que, apesar da força do contexto institucional para esse tipo de investidor no Brasil, o acesso e a discussão sobre políticas e práticas de governança corporativa adotadas por outras organizações e em países de diferentes economias e culturas proporcionam lições valiosas e ideias para o desenvolvimento e a reforma do sistema de previdência complementar fechada do Brasil, de modo particular para a governança dos FPPs, cujo interesse abrange todos os brasileiros.

REFERÊNCIAS

- ABI-RAMIA, Marcelo; BOUERI, Rogério; SACHSIDA, Adolfo. Economias de escala e escopo na previdência complementar fechada brasileira. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 19, n. 3, p. 481–505, 2015. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-80502015000300481&lng=pt&nrm=iso&tlng=en. Acesso em: 20 out. 2017.
- ADAMS, Renné B.; FERREIRA, D. A theory of friendly boards. **Journal of Finance**, Chicago, v. 62, n. 1, p. 217–250, 2007. Disponível em: <http://personal.lse.ac.uk/ferreird/1970.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.
- ADAMS, Renée B.; HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. **Journal of Economic Literature**, Pittsburgh, v. 48, n. 1, p. 58–107, 2010. Disponível em: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.48.1.58>. Acesso em: 08 jan. 2018.
- AGUILERA, Ruth V.; CUERVO-CAZURRA, Alvaro. Codes of good governance worldwide: what is the trigger? **Organization Studies**, Thousand Oaks, v. 25, n. 3, p. 415–443, 2004. Disponível em: <http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0170840604040669>. Acesso em: 17 nov. 2017.
- ALDRICH, Howard E.; FIOL, C. Marlene. Fools rush in? The institutional context of industry creation. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 19, n. 4, p. 645–670, 1994. Disponível em: https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-540-48543-8_5. Acesso em: 31 out. 2018.
- ALVES, Sandra. The effect of board independence on the earnings quality: evidence from portuguese listed companies. **Australasian Accounting Business & Finance Journal**, Wollongong, v. 8, n. 3, p. 23–44, 2014. Disponível em: <https://ro.uow.edu.au/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com.br/&httpsredir=1&article=1489&context=aabfj>. Acesso em: 20 set. 2018.
- AMBACHTSHEER, Keith P. **The future of pension management: integrating design, governance, and investing**. Hoboken: Wiley, 2016.
- ANDERSON, John R.; FINCHAM, Jon M.; DOUGLASS, Scott. The role of examples and rules in the acquisition of cognitive skill. **Journal of Experimental Psychology: Learning, Memory, and Cognition**, Washington, DC, v. 23, n. 4, p. 932–945, 1997. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/460a/7865f6c16511bf34cc206ef985866e2b7ffe.pdf>. Acesso em: 28 set. 2018.
- ANDONOV, Aleksandar; HOCHBERG, Yael V.; RAUH, Joshua D. **Pension fund board composition and investment performance: evidence from private equity**. Stanford: Hoover Institution, 2016. (Economics Working Paper, 16104). Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/hoo/wpaper/16104.html>. Acesso em: 30 out. 2017.
- ANDRES, Pablo de; VALENTIN, Azofra; LOPEZ, Felix. Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness. **Corporate Governance: An**

International Review, Hoboken, v. 13, n. 1, p. 197-209, 2005. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>.

ARMSTRONG, Christopher S.; CORE, John E.; GUAY, Wayne R. Do independent directors cause improvements in firm transparency? **Journal of Financial Economics**, v. 113, n. 3, p. 383–403, 2014. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X14001135?via%3Dihub>. Acesso em: 15 out. 2017.

ASHFORTH, Blake E.; GIBBS, Barrie W. The double-edge of organizational legitimation. **Organization Science**, Catonsville, v. 1, n. 2, p. 177-194, 1990. <https://doi.org/10.1287/orsc.1.2.177>.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Relatório de sustentabilidade dos fundos de pensão: práticas, riscos e oportunidades ESG** (Environmental, Social and Corporate Governance). 4. ed. 2014. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Documentos/Pblicos/rel2014.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2017.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Consolidado estatístico**. dez. 2015. Disponível em: http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estatístico_12_2015.pdf. Acesso em: 02/04/2017.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Código de autorregulação em governança de investimentos**. 2016. Disponível em: <http://sistemas.abrapp.org.br/apoio/autorregulacao/docs/codigoautorregulacao.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2017.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Position paper: o substitutivo do Deputado Marcus Pestana ao PLP 268/2016 representa um avanço a ser consolidado. Mas ainda são necessários outros ajustes pontuais**. 2017. Disponível em: http://www.abrapp.org.br/Lists/DestaquesHome/Attachments/65/Abrapp_Texto%20PLP%20268.16.pdf. Acesso em: 15 jul. 2017.

ASSOCIAÇÃO DE INVESTIDORES EM MERCADOS DE CAPITAIS (AMEC). **Código Amec de princípios e deveres dos investidores institucionais: Stewardship**. 2016. Disponível em: https://www.amecbrasil.org.br/wp-content/uploads/2016/11/livreto_stewardship_port_site.pdf. Acesso em: 27 abr. 2017.

AUSTRALIAN CENTRE FOR FINANCIAL STUDIES. **Melbourne Mercer Global Pension Index**. 2016. Disponível em: <https://www.globalpensionindex.com/wp-content/uploads/MMGPI2016-Report.pdf>. Acesso em: 05 set. 2017.

BABBIE, Earl R. **The practice of social research**. Belmont: Thomson Wadsworth, 1995.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.792, de 24 de setembro de 2009**. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos

planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. 2009. Disponível em:

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47507/Res_3792_v1_O.pdf. Acesso em: 28 fev. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.661, de 25 de maio de 2018**. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50598/Res_4661_v1_O.pdf. Acesso em: 31 out. 2018.

BANKS, Erik. Internal governance mechanisms: corporate accountability. In: _____. **Corporate governance: financial responsibility, controls and ethics**. New York: Palgrave Macmillan, 2004. Cap. 2, p. 50-53. Disponível em: http://www.untagsmd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/CORPORATE%20GOVERNANCE%20Corporate%20governance%20financial%20responsibility%20controls%20and%20ethics.pdf. Acesso em: 21 out. 2017.

BARAN, Lindsay; FORST, Arno. Disproportionate insider control and board of director characteristics. **Journal of Corporate Finance**, v. 35, p. 62–80, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.006>. Acesso em: 16 jul. 2017.

BAUM, Joel A. C.; POWELL, Walter W. Cultivating an institutional ecology of organizations: comment on Hannan, Carroll, Dundon, and Torres. **American Sociological Review**, Washington, v. 60, n. 4, p. 529-538, 1995. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2096292>. Acesso em: 31 out. 2018.

BAYSINGER, Barry D.; BUTLER, Henry N. Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. **Journal of Law, Economics & Organization**, Oxford, v. 1, n. 1, p. 101-112, 1985. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/764908?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em: 03 jul. 2017.

BAYSINGER, Barry D.; HOSKISSON, Robert E. The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 15, n. 1, p. 72-87, 1990. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/230996310_The_Composition_of_Boards_of_Directors_and_Strategic_Control_Effects_on_Corporate_Strategy. Acesso em: 12 set. 2018.

BEASLEY, Mark. S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. **The Accounting Review**, Lakewood Ranch, v. 71, n. 4, p. 443-465, 1996. Disponível em: http://lib.cufe.edu.cn/upload_files/other/4_20140522023523_7.pdf. Acesso em: 13 jul. 2017.

BERGER, Peter L.; LUCKMANN, Thomas. **A construção social da realidade**. 29. ed. Petrópolis: Vozes, 2008.

BESLEY, Timothy; PRAT, Andrea. **Pension fund governance and the choice between defined benefit and defined contribution plans**. 2003. (CEPR Discussion Paper, 3955). Disponível em: <http://eprints.lse.ac.uk/24853/1/dp454.pdf>. Acesso em: 30 set. 2018.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antônio Gledson de; GORGA, Érica Cristina Rocha. **An overview of Brazilian corporate governance**. 2008. (Cornell Law Faculty Publications, 101). Disponível em: https://scholarship.law.cornell.edu/lrsp_papers/101/. Acesso em: 13 jul. 2017.

BLACK, Bernard S.; CARVALHO, Antônio Gledson de; GORGA, Érica Cristina Rocha. **Does one size fit all in corporate governance? Evidence from Brazil (and other BRIK countries)**. 2010. Disponível em: [http://aicg.org/_res/aicg/etc/Does_One_Size_Fit_All_in_Corporate_Governance_Evidence_from_Brazil_\(and_other_BRIK_Countries\).pdf](http://aicg.org/_res/aicg/etc/Does_One_Size_Fit_All_in_Corporate_Governance_Evidence_from_Brazil_(and_other_BRIK_Countries).pdf). Acesso em: 20 set. 2018.

BLISS, Mark A. Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing. **Accounting & Finance**, v. 51, n. 2, p. 361–380, 2011. Disponível em: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1467-629X.2010.00360.x>. Acesso em: 16 jul. 2017.

BOWEN, W. G. **Inside the bboardroom: governance by directors and trustees**. New York: John Wiley & Sons, 1994.

BRADLEY, Daniel; PANTZALIS, Christos; YUAN, Xiaojing. The influence of political bias in state pension funds. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 119, n. 1, p. 69–91, 2016. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X15001671?via%3Dihub>. Acesso em: 30 out. 2017.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 31 jul. 2018.

BRASIL. **Lei nº 6.435, de 15 de julho de 1977**. Dispõe sobre as entidades de previdência privada. 1977. Revogada pela Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6435.htm. Acesso em: 27 jan. 2018.

BRASIL. **Emenda Constitucional nº 20, de 15 de dezembro de 1998**. Modifica o sistema de previdência social, estabelece normas de transição e dá outras providências. 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc20.htm. Acesso em: 27 jan. 2018.

BRASIL. **Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001**. Dispõe sobre a relação entre a União, os estados, o Distrito Federal e os municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. 2001a. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp108.htm. Acesso em: 15 jul. 2017.

BRASIL. **Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001**. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. 2001b. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp109.htm. Acesso em: 15 jul. 2017.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Conselho de Gestão da Previdência Complementar. **Resolução MPS/CGPC nº 13, de 01 de outubro de 2004**. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar (EFPC). 2004. Disponível em:

<http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CGPC/2004/13.htm>. Acesso em: 27 jan. 2017.

BRASIL. Presidência da República. Secretaria Especial de Políticas para as Mulheres. **Portaria SEPM nº 39, de 22 de setembro de 2005**. Dispõe sobre o Programa Pró-Equidade de Gênero. 2005. Disponível em: http://www.normasbrasil.com.br/norma/portaria-39-2005_190225.html. Acesso em: 15 jul. 2017.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Conselho de Gestão da Previdência Complementar. **Resolução MPS/CGPC 18, de 28 de março de 2006**. 2006a. Estabelece parâmetros técnico-atuariais para estruturação de plano de benefícios de entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Disponível em: <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CGPC/2006/18.htm>. Acesso em: 27 jan. 2017.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Conselho de Gestão da Previdência Complementar. **Resolução MPS/CGPC nº 23, de 06 de dezembro de 2006**. Dispõe sobre os procedimentos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar na divulgação de informações aos participantes e assistidos dos planos de benefícios de caráter previdenciário que administram, e dá outras providências. 2006b. Disponível em: <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CGPC/2006/23.htm>. Acesso em: 27 jan. 2017.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Secretaria de Previdência Complementar. **Previdência complementar: cartilha do participante**. Brasília, DF: Ministério da Previdência Social, 2008. Disponível em: http://sa.previdencia.gov.br/site/arquivos/office/3_090119-102133-452.pdf. Acesso em: 22 nov. 2017.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. **Guia Previc: melhores práticas em fundos de pensão**. 2010a. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/melhores-praticas-em-fundos-de-pensao.pdf/view>. Acesso em: 22 nov. 2017.

BRASIL. **Decreto nº 7.397, de 22 de dezembro de 2010**. Institui a Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF), dispõe sobre a sua gestão e dá outras providências. 2010b. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/2010/decreto-7397-22-dezembro-2010-609805-norma-actualizada-pe.html>. Acesso em: 28 out. 2017.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei Complementar PLP 50/2011**. Altera os artigos 16, 19 e 20 da Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001, e dá outras providências. 2011. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=500988>. Acesso em: 17 nov. 2017.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. **Guia Previc: melhores práticas de governança para entidades fechadas de previdência complementar**. 2012a. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/menu-de-apoio/guia-de-melhores-praticas-1/melhores-praticas-de-governanca.pdf/view>. Acesso em: 13 abr. 2017.

BRASIL. **Lei nº12.618, de 30 de abril de 2012.** Institui o regime de previdência complementar para os servidores públicos federais titulares de cargo efetivo, inclusive os membros dos órgãos que menciona; fixa o limite máximo para a concessão de aposentadorias e pensões pelo regime de previdência de que trata o artigo 40 da Constituição Federal; autoriza a criação de três entidades fechadas de previdência complementar, denominadas Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo (Funpresp-Exe), Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Legislativo (Funpresp-Leg) e Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário (Funpresp-Jud); altera dispositivos da Lei nº 10.887, de 18 de junho de 2004; e dá outras providências. 2012b. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2012/lei/112618.htm. Acesso em: 17 nov. 2017.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. **Instrução MPS/Previc/DC nº 13, de 12 de novembro de 2014.** 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. 2014. Disponível em: <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/37/MPS-Previc/2014/13.htm>. Acesso em: 29 jan. 2018.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei Complementar PLP 193/2015.** 2015a. Altera os artigos 12, 16 e 19 da Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001, para vedar a recondução, em período subsequente ou não, dos membros do Conselho Deliberativo, do Conselho Fiscal e da Diretoria-Executiva das entidades fechadas de previdência complementar patrocinadas pela União, estados, Distrito Federal, municípios ou suas autarquias, fundações, empresas públicas e sociedades de economia mista. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2054544>. Acesso em: 17 nov. 2017.

BRASIL. Ministério da Previdência Social. Secretaria de Previdência. Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. **Divulgação das despesas administrativas das entidades fechadas de previdência complementar – exercício 2014.** 2015b. (Série Estudos, 6). Disponível em: <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/series-de-estudo/serie-de-estudos-1/6a-serie-de-estudos.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2017.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho Nacional de Previdência Complementar -PREVIC. **Resolução MPS/CNPC nº 19, de 30 de março de 2015.** Dispõe sobre os processos de certificação, habilitação e qualificação no âmbito das entidades fechadas de previdência complementar. 2015c. Disponível em: <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CNPC/2015/19.htm>. Acesso em: 29 jan. 2018.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Relatório Final: CPI dos Fundos de Pensão: 2015/2016.** 2016a. Disponível em: <http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/parlamentar-de-inquerito/55a-legislatura/cpi-fundos-de-pensao/documentos/outros-documentos-1/relatorio-final-apresentado-em-12-04-16>. Acesso em: 04 maio 2016.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei Complementar PLP 268/2016.** 2016b. Altera a Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001, para aprimorar os dispositivos de

governança das entidades fechadas de previdência complementar vinculadas à União, aos estados, ao Distrito Federal e aos municípios e a suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2082269>. Acesso em: 11 abr. 2017.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei Complementar PLP 266/2016**. 2016c. Altera a Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2081940>. Acesso em: 17 nov. 2017.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei Complementar PLP 255/2016**. 2016d. Altera a Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001, que dispõe sobre a relação entre a União, os estados, o Distrito Federal e os municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e ainda, dá outras providências, para introduzir parâmetros adicionais de governança. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2080225>. Acesso em: 17 nov. 2017.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei Complementar PLP 274/2016**. 2016e. Altera a Lei Complementar 105, de 10 de janeiro de 2001, que dispõe sobre o sigilo das operações de instituições financeiras; a Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001, que dispõe sobre a relação entre a União, os estados, o Distrito Federal e os municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar; e a Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001, que dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar, para tratar sobre compartilhamento de informações na apuração de infrações, auditoria interna e comitê de investimentos das referidas entidades. Disponível em: <http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2082700>. Acesso em: 11 abr. 2017.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Previdência. Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. **Portaria nº 465, de 29 de setembro de 2016**. Dispõe sobre a classificação as entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) em perfis, para fins de supervisão no âmbito da Previc, a partir do exercício de 2017. 2016f. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/portarias/2016/portaria-previc-no-465-de-29-de-setembro-de-2016.pdf/view>. Acesso em: 29 jan. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Previdência. Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar. **Fundos de pensão**: coletânea de normas. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, ago. 2017a. Disponível em: <http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/02/Colet%C3%A2nea-de-Normas-2017.pdf-At%C3%A9-dezembro1.pdf>. Acesso em: 17 nov. 2017.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. Diretoria Colegiada. **Instrução Previc/DC nº 05, de 29 de maio de 2017**. Dispõe sobre o enquadramento das entidades fechadas de previdência complementar como Entidades Sistemicamente Importantes (ESI) e dá outras providências. 2017b. Disponível em: <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/37/MF-Previc/2017/5.htm>. Acesso em: 29 jan. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Previdência. Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC. Diretoria Colegiada. **Instrução Previc/DC nº 06, de 29 de maio de 2017**. Estabelece procedimentos para certificação e habilitação de dirigentes das entidades fechadas de previdência complementar. 2017c. Disponível em: <http://sislex.previdencia.gov.br/paginas/37/MF-Previc/2017/6.htm>. Acesso em: 29 jan. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Previdência. Subsecretaria do Regime de Previdência Complementar. **Estatísticas do Regime de Previdência Complementar - RPC: Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPC**. Brasília, DF, Ministério da Fazenda, 2017d. Disponível em: <http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/04/sppcinforme17.12.pdf>. Acesso em: 09 nov. 2018.

BRATTON, William W.; MCCAHERY, Joseph A. Comparative corporate governance and the theory of the firm: the case against global cross reference. **Columbia Journal of Transnational Law**, New York, v. 38, n. 2, p. 213-297, 1999. Disponível em: https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/832/. Acesso em: 31 jul. 2018.

BROWN, Lawrence. D.; CAYLOR, Marcus L. **Corporate governance and firm performance**. 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=586423>. Acesso em: 30 set. 2018.

BUNDERSON, J. Stuart. Recognizing and utilizing expertise in work groups: a status characteristics perspective. **Administrative Science Quarterly**, Thousand Oaks, v. 48, n. 4, p. 557-591, 2003. <https://doi.org/10.2307/3556637>.

B3: BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Regulamentos e manuais. **Nível 2 e Novo Mercado**. 2011. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acesso em: 14 jul. 2017.

CAAMAÑO, Paulo Castro. **Práticas de governança corporativa em fundo de pensão. Estudo de um caso brasileiro**. 2007. 134 f. Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão) – Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2007. Disponível em: <http://livros01.livrosgratis.com.br/cp061280.pdf>. Acesso em: 30 out. 2017.

CARLSSON, R. H. **Ownership and value creation**: strategic corporate governance in the new economy. Chichester: John Wiley & Sons, 2001.

CARMICHAEL, Jeffrey; PALACIOS, Robert J. A framework for public pension fund management. In: MUSALEM, Alberto R.; PALACIOS, Robert J. (Eds.). **Public pension fund management**: government, accountability, and investment policies. Washington, DC: The World Bank, 2004. p. 1-43. Disponível em: <http://documents.worldbank.org/curated/en/640001468782368218/pdf/302250PAPER0publicOpension.pdf>. Acesso em: 30 set. 2018.

CARPENTER, Mason A.; WESTPHAL, James D. The strategic context of external network ties: examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 44, n. 4, p. 639-660, 2001. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/3a87/9dc1825f917f108a2f5cc56adcbc5172fd32.pdf>. Acesso em: 28 set. 2018.

CARVALHAL, André da Silva; LEAL, Ricardo P. C. **Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil**. 2003. (Coppead Working Papers, 390). Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=477302>. Acesso em: 31 jul. 2018.

CASTALDI, Richard; WORTMAN, Max S., JR. Boards of directors in small corporations: an untapped resource. **American Journal of Small Business**, Baltimore, v. 9, n. 2, p. 1-10, 1984. <https://doi.org/10.1177/104225878400900201>.

CAVACO, Sandra; CHALLE, Edouard; CRIFO, Patricia; REBÉRIOUX, Antoine; ROUDAUT, Gwenaél. Board independence and operating performance: analysis on (french) company and individual data. **Applied Economics**, v. 48, n. 52, p. 5093–5105, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1080/00036846.2016.1170936>. Acesso em: 16 jul. 2017.

CAVACO, Sandra; CRIFO, Patricia; REBERIOUX, Antoine; ROUDAUT, Gwenaél. Independent directors: Less informed but better selected than affiliated board members? **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 43, p. 106–121, 2017. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0929119917300111?via%3Dihub>. Acesso em: 16 jul. 2017.

CERTO, S. Trevis. Influencing initial public offering investors with prestige: signaling with board structures. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 28, n. 3, p. 432–446, 2003. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196754>.

CHAGANTI, Rajeswararao S.; MAHAJAN, Vijay; SHARMA, Subhash. Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry. **Journal of Management Studies**, Hoboken, v. 22, n. 4, p. 400-417, 1985. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1985.tb00005.x>.

CHASE, William; SIMON, Herbert A. Perception in chess. **Cognitive Psychology**, New York, v. 4, n. 1, p. 55–81, 1973. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.601.2724&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 29 set. 2018.

CHENG, Qiang; CHEN, Xia; WANG, Xin. Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. **Review of Accounting Studies**, Basel, v. 20, n. 2, p. 899-933, 2015. Disponível em: https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1865&context=soa_research. Acesso em: 20 set. 2018.

CHI, Michelene T. H.; FELTOVICH, Paul J.; GLASER, Robert. Categorization and representation of physics problems by experts and novices. **Cognitive Science**, Norwood, v. 5, n. 2, p. 121–125, 1981. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/16ef/4cc3a80ee7ba8f59e0a55b2ef134c31e18b3.pdf>. Acesso em: 28 set. 2018.

CLARK, Gordon L.; URWIN, Roger. Best-practice pension fund governance. **Journal of Asset Management**, Basel, v. 9, n. 1, p. 2–21, 2008a. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1057%2Fjam.2008.1>. Acesso em: 01 fev. 2018.

CLARK, Gordon L.; URWIN, Roger. Making pension boards work: the critical role of leadership. **Rotman International Journal of Pension Management**, Toronto, v. 1, n. 1, p. 38–45, 2008b. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1290633. Acesso em: 01 fev. 2018.

CLARK, Gordon L.; URWIN, Roger. Innovative models of pension fund governance in the context of the global financial crisis. **Pensions: An International Journal**, v. 15, n. 1, p. 62–77, 2010. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1359057. Acesso em: 01 fev. 2018.

CLARKE, Donald C. Three concepts of the independent director. **Delaware Journal of Corporate Law**, Wilmington, v. 32, n. 1, p. 73-111, 2007. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=975111>. Acesso em: 13 jul. 2017.

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H.; LANG, Larry H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. **Journal of Finance**, Chicago, v. 57, n. 6, p. 2741–2771, 2002. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.704.9447&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.

COCHRAN, Philip L.; WOOD, Robert A.; JONES, Thomas B. The composition of boards of directors and incidence of golden parachutes. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 28, n. 3, p. 664-671, 1985. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/256121>. Acesso em: 19 set. 2018.

COELHO, Namilton Nei Alves; CAMARGOS, Marcos Antônio de. Fundos de pensão no Brasil: uma análise dos fatores determinantes para sua expansão na perspectiva dos seus gestores. **Organizações & Sociedade**, Salvador, v. 19, n. 61, p. 277–294, 2012. <https://doi.org/10.1590/S1984-92302012000200006>.

COLES, Jeffrey L.; DANIEL, Naveen D.; NAVEEN, Lalitha. Boards: does one size fit all? **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 87, p. 329–356, 2008. Disponível em: https://sites.temple.edu/lnaveen/files/2014/05/JFE_boards_2008.pdf. Acesso em: 31 out. 2018.

CRONQVIST, Henrik; THALER, Richard H. Design choices in privatized social security systems: Learning from the Swedish experience. **American Economic Review Papers and Proceedings**, Pittsburgh, v. 94, n. 2, p. 424-428, 2004. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.174.3079&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em: 30 set. 2018.

CRUZ-SUÁREZ, Ana; PRADO-ROMÁN, Miguel; PRADO-ROMÁN, Alberto. Cognitive legitimacy, resource access, and organizational outcomes. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 54, n. 5, p. 575-584, 2014. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020140510>.

CUNHA, Paulo Roberto da; PICCOLI, Marcio Roberto. Influence of board interlocking on earnings management. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179–196, 2017. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772017000200179&lng=en&tlng=en. Acesso em: 12 out. 2017.

CUOMO, Francesca; MALLIN, Christine; ZATTONI, Alessandro. Corporate governance codes: a review and research agenda. **Corporate Governance: An International Review**, Hoboken, v. 24, n. 3, p. 222–241, 2016. <https://doi.org/10.1111/corg.12148>.

DAHYA, Jay; DIMITROV, Orlin; MCCONNELL, John J. Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: a cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, 87, p. 73-100. 2008. Disponível em: <http://www.krannert.purdue.edu/faculty/mccconnell/publications/PublicationsPDFS/Dominant..Analysis%20JFE%20Jan2008%20V87%20N1%2073-100.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2017.

DALTON, Dan R.; KESNER, Idalene F. Composition and CEO duality in boards of directors: an international perspective. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 18, n. 3, p. 33-42, 1987. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/155108>. Acesso em: 20 set. 2018.

DAY, David V.; LORD, Robert G. Expertise and problem categorization: the role of expert processing in organizational sensemaking. **Journal of Management Studies**, Hoboken, v. 29, n. 1, p. 35–47, 1992. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00651.x>.

DE CONTI, Bruno. **Os fundos brasileiros de previdência complementar**: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. Brasília, DF: IPEA, 2016. (Texto para Discussão, 2175). Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2175.pdf. Acesso em: 02 abr. 2017.

DEEPHOUSE, David L. Does isomorphism legitimate? **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 39, n. 4, p. 1024-1039, 1996. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/256722>. Acesso em: 31 out. 2018.

DEEPHOUSE, David L.; CARTER, Suzanne M. An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. **Journal of Management Studies**, Hoboken, v. 42, n. 2, p. 329-360, 2005. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2005.00499.x>.

DEEPHOUSE, David L.; SUCHMAN, Mark Legitimacy in organizational institutionalism. In: GREENWOOD, R.; OLIVER, C.; SAHLIN-ANDERSSON, K.; SUDDABY, R. (Eds.). **The Sage handbook of organizational institutionalism**. London: Sage, 2008. p. 49-77.

DEMB, Ada; NEUBAUER, F. Friedrich. **The corporate board**: confronting the paradoxes. Oxford: Oxford University Press, 1992.

DENIS, Diane K.; MCCONNELL, John J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/4126762>. Acesso em: 30 set. 2018.

DIAS, Luciana. **Governance of Brazilian pension funds**. 2006. Disponível em: <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=6568&context=expresso>. Acesso em: 16 jul. 2017.

DÍEZ-MARTÍN, Francisco; BLANCO-GONZÁLEZ, Alícia; PRADO-ROMÁN, Camilo. Medición de la legitimidad organizativa: el caso de las sociedades de garantía recíproca.

Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa, Amsterdam, v. 13, n. 43, p. 115–143, 2010. [https://doi.org/10.1016/S1138-5758\(10\)70012-8](https://doi.org/10.1016/S1138-5758(10)70012-8).

DIMAGGIO, Paul J.; POWELL, Walter W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality on organizational fields. **American Sociological Review**, Washington, DC, v. 48, n. 2, p. 147-160, 1983. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2095101>. Acesso em: 28 out. 2017.

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 20, n. 1, p. 65–91, 1995. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/258887>. Acesso em: 31 out. 2018.

DOWLING, John; PFEFFER, Jeffrey. Organizational legitimacy: social values and organizational behavior. **Pacific Sociological Review**, Thousand Oaks, v. 18, n. 1, p. 122-136, 1975. Disponível em: <http://journals.sagepub.com/doi/10.2307/1388226>. Acesso em: 31 out. 2018.

DRUCKER, Peter F. **The pension fund revolution**. 2nd ed. New Brunswick: Transaction, 1996.

DUTRA, Marcos G. L.; SAITO, Richard. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 9–27, 2002. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000200003>.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **Journal of Finance**, Chicago, v. 59, n. 2, p. 537–600, 2004. Disponível em: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/privatebenefits.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency – and institutional – theory explanations: the case of retail sales compensation. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 31, n. 3, p. 488-511, 1988. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/256457?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em: 20 fev. 2018.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/258191>. Acesso em: 07 fev. 2018.

FAMA, Eugene. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, Chicago, v. 88, n. 2, p. 288–307, 1980. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1837292>. Acesso em: 24 set. 2018.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law Economics**, Cambridge, v. 26, p. 301–325. 1983a. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94034. Acesso em: 15 jul. 2017.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, Cambridge, v. 26, 2, p. 327–349, 1983b. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/725105>. Acesso em: 17 nov. 2017.

FINK, Rachel A. Social ties in the boardroom: changing the definition of director independence to eliminate rubber-stamping boards. **Southern California Law Review**, Los Angeles, v. 79, n. 2, p. 455–496, 2006. Disponível em: <https://southerncalifornialawreview.com/2006/01/02/social-ties-in-the-boardroom-changing-the-definition-of-director-independence-to-eliminate-rubber-stamping-board-note-by-rachel-a-fink/>. Acesso em: 27 set. 2018.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. Propostas para o desenvolvimento de um modelo de governança corporativa para os fundos de pensão no Brasil: uma análise segundo a teoria da agência. In: CONGRESSO BRASILEIRO DOS FUNDOS DE PENSÃO O FOMENTO DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR COMO INSTRUMENTO DE INCLUSÃO SOCIAL, 24., 2003, São Paulo. **Anais...** Disponível em: <http://biblioteca.abrapp.org.br/index.html>. Acesso em: 30 out. 2017.

FONTES FILHO, Joaquim Rubens. **Estudo da validade de generalização das práticas de governança corporativa ao ambiente dos fundos de pensão**: uma análise segundo as teorias da agência e institucional. 2004. 184 f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Rio de Janeiro, 2004. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/3268/ACF20.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em: 30 out. 2017.

FORBES, Daniel P.; MILLIKEN, Frances J. Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 24, n. 3, p. 489–505, 1999. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/10.5465/amr.1999.2202133>. Acesso em: 19 set. 2018.

FRACASSI, Cesare; TATE, Geoffrey A. External networking and internal firm governance. **Journal of Finance**, Chicago, v. 67, n. 1, p. 153–194, 2012. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1213358>. Acesso em: 13 jul. 2017.

FREITAS NETO, Raimundo Marciano de; MOL, Anderson Luiz Rezende. Determinantes dos papéis dos conselhos de administração de empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. spe, p. 63–83, 2017. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552017000700063&lng=pt&tlng=pt. Acesso em: 12 out. 2017.

GELMAN, Marina Oehling. **O conceito de conselheiro independente vigente na regulamentação dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA**. 2012. 253 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10423/Gelman_Marina%20disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Mestrado.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 12 jul. 2017.

GILLAN, Stuart L.; HARTZELL, Jay C.; STARKS, Laura T. Tradeoffs in corporate governance: evidence from board structures and charter provisions. **Quarterly Journal of**

Finance, Singapore, v. 1, n. 4, p. 667-705, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=917544>. Acesso em: 30 set. 2018.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidences from Brazil and consequences for emerging countries. **Northwestern Journal of International Law & Business**, Chicago, v. 29, n. 2, p. 439-551, 2009. Disponível em: https://extranet.sioe.org/uploads/isnie2009/gorga.Gorga_Final_Isnie.pdf. Acesso em: 17 set. 2018.

GRANOVETTER, Mark S. The strength of weak ties. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 78, n. 6, p. 1360-1380, 1973. Disponível em: <https://www.cs.cmu.edu/~jure/pub/papers/granovetter73ties.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.

GRIGOLI, Francesco; MILLS, Zachary. Institutions and public investment: an empirical analysis. **Economics of Governance**, New York, v. 15, n. 2, p. 131-153, 2014. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007%2Fs10101-013-0137-y>. Acesso em: 27 set. 2018.

HANNAN, Michael T.; FREEMAN, John H. The population ecology of organizations. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 82, n. 5, p. 929-964, 1977. Disponível em: http://web.unitn.it/files/download/12400/american_journal_of_sociology_82_1977_hannan.pdf. Acesso em: 21 nov. 2017.

HERMALIN, Benjamin E.; WEISBACH, Michael S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **Economic Policy Review of the Federal Reserv Bank of New York**, New York, v. 9, n. 1, p. 7-36, 2003. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w8161>. Acesso em: 31 jul. 2018.

HESS, David. Protecting and politicizing public pension fund assets: empirical evidence on the effects of governance structures and practices. **UC Davis Law Review**, Davis, v. 39, n. 1, p. 187-227, 2005. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=743165>. Acesso em: 29 set. 2018.

HESS, David; IMPAVIDO, Gregório. **Governance of public pension funds**: lessons from corporate governance and international evidence. Washington, DC: World Bank, 2003. (Policy Research Working Paper, 3110). Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/18125>. Acesso em: 30 out. 2017.

HIGGINS, Monica C.; GULATI, Ranjay. Stacking the deck: the effects of top management backgrounds on investor decisions. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 27, n. 1, p. 1-25, 2006. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1002/smj.495>. Acesso em: 31 out. 2018.

HILLMAN, Amy J.; DALZIEL, Thomas. Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 28, n. 3, p. 383-396, 2003. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/30040728>. Acesso em: 28 set. 2018.

HOITASH, Udi. Should independent board members with social ties to management disqualify themselves from serving on the board? **Journal of Business Ethics**, v. 99, n. 3, p. 399-423,

2011. Disponível em: <http://link.springer.com/10.1007/s10551-010-0660-5>. Acesso em: 16 jul. 2017.

HOLTZ, Luciana; SARLO NETO, Alfredo. Efeitos das características do conselho de administração sobre a qualidade da informação contábil no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 66, p. 255–266, 2014. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772014000300255&lng=en&tlng=en. Acesso em: 16 jul. 2017.

HOLTZ, Luciana; VARGAS, Luiz Henrique Fernandes; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; BORTOLON, Patrícia. Análise do tamanho do conselho de administração: evidências no mercado brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 6, n. 3, p. 321–347, 2013. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/18179/analise-do-tamanho-do-conselho-de-administracao--evidencias-no-mercado-brasileiro/i/pt-br>. Acesso em: 16 jul. 2017.

HSU, Hwa-Hsien; WU, Yu-Hsuan. Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. **British Accounting Review**, Amsterdam, v. 46, n. 3, p. 215-227, 2014. Disponível em: <https://hydra.hull.ac.uk/assets/hull:10955/content>. Acesso em: 15 jul. 2017.

IMPAVIDO, Gregório; O'CONNOR, Ronan; VITTAS, Dimitri. Improving the investment performance of public pension funds: lessons for the social insurance fund of Cyprus from the experience of four OECD countries. **Cyprus Economic Policy Review**, Nicósia, v. 2, n. 2, p. 3-35, 2008. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1444553>. Acesso em: 31 out. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>. Acesso em: 12 abr. 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). GT Interagentes. **Código Brasileiro de Governança Corporativa das Companhias Abertas**. São Paulo, SP: IBGC, 2016. Disponível em: https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/21148/Codigo_Brasileiro_de_Governanca_Corporativa_Companhias_Abertas.pdf. Acesso em: 01 fev. 2018.

INTERNATIONAL ORGANISATION OF PENSION SUPERVISORS (IOPS). **Supervisory oversight of pension fund governance**. 2008. (Working Paper, 8). Disponível em: <http://www.iopsweb.org/41269776.pdf>. Acesso em: 15 jul. 2017.

JACKSON, Gregory; MOERKE, Andreas. Continuity and change in corporate governance: comparing Germany and Japan. **Corporate Governance: An International Review**, Hoboken, v. 13, p. 351-363, 2005. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8683.2005.00429.x/full>. Acesso em: 22 jan. 2018.

JARDIM, Maria A. Chaves. Domesticação e/ou moralização do capitalismo no governo Lula: inclusão social via mercado e via fundos de pensão. **Dados**, Rio de Janeiro, v. 52, n. 1, p. 123-159, 2009. <http://dx.doi.org/10.1590/S0011-52582009000100004>.

JARDIM, Maria A. Chaves. A crise financeira de 2008: os discursos e as estratégias do governo e dos fundos de pensão. **Dados**, Rio de Janeiro, v. 56, n. 4, p. 901–941, 2013. <https://doi.org/10.1590/S0011-52582013000400006>.

JAWAHAR, I. M.; MCLAUGHLIN, Gary. L. Toward a descriptive stakeholder theory: an organizational life cycle approach. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 26, n. 3, p. 397–414, 2001. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/259184>. Acesso em: 31 out. 2018.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, Chicago, v. 48, n. 3, p. 831–880, 1993. Disponível em: <https://iri.hse.ru/data/084/482/1225/Sept%2016%20The%20Modern%20Industrial%20Revolu%20tion..ure%20of%20Internal%20Control%20Systems.pdf>. Acesso em: 27 set. 2018.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

JOHANSON, Daniel; OSTERGREN, Katarina. The movement toward independent directors on boards: a comparative analysis of Sweden and the UK. **Corporate Governance: An International Review**, Hoboken, v. 18, n. 6, p. 527-539, 2010. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1467-8683.2010.00813.x>. Acesso em: 15 nov. 2017.

JOHNSON, Jonathan L.; DAILY, Catherine M.; ELLSTRAND, Allan E. Boards of directors: a review and research agenda. **Journal of Management**, Thousand Oaks, v. 22, n. 3, p. 409-438, 1996. <https://doi.org/10.1177/014920639602200303>.

JOHNSON, Richard A.; HOSKISSON, Robert E.; HITT, Michael A. Board of director involvement in restructuring: the effects of board vs managerial controls and characteristics. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 14, n. S1, p. 33–50, 1993. <https://doi.org/10.1002/smj.4250140905>.

JONES, Thomas M.; GOLDBERG, Leonard D. Governing the large corporation: more arguments for public directors. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 7, n. 4, p. 603-611, 1982. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amr.1982.4285255?journalCode=amr>. Acesso em: 31 jul. 2018.

JUDGE, William Q.; DOUGLAS, Thomas J.; KUTAN, Ali M. Institutional antecedents of corporate governance legitimacy. **Journal of Management**, Thousand Oaks, v. 34, n. 4, p. 765-785, 2008. Disponível em: <http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0149206308318615>. Acesso em: 17 out. 2017.

JUDGE, William Q.; ZEITHAML, Carl P. Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 35, n. 4, p. 766-794, 1992. <https://doi.org/10.5465/256315>.

KALBERG, Stephen. Max Weber's types of rationality: cornerstones for the analysis of rationalization process in history. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 85, n. 5, p.

1145- 1179, 1980. Disponível em: <https://www.bu.edu/sociology/files/2010/03/Weberstypes.pdf>. Acesso em: 31 out. 2018.

KERR, Jeffrey; BETTIS, Richard A. Boards of directors, top management compensation and shareholder returns. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 30, n. 4, p. 645-664, 1987. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/full/10.5465/256153>. Acesso em: 20 set. 2018.

KESNER, Idalene F.; VICTOR, Bart; LAMONT, Bruce T. Board composition and the commission of illegal acts: an investigation of Fortune 500 companies. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 29, n. 4, p. 789-799, 1986. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/255945?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em: 20 set. 2018.

KIM, Kenneth A.; KITSABUNNARAT-CHATJUTHAMARD, Pattanaporn; NOFSINGER, John R. Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: evidence from Europe. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 13, n. 5, p. 859–880, 2007. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.09.001>.

KOMINEK, Zbigniew. **Regulatory induced herding? Evidence from Polish pension funds**. London: European Bank for Reconstruction and Development, 2006. (Working Paper, 96). Disponível em: <https://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0096.pdf>. Acesso em: 30 set. 2018.

KOWALEWSKI, Oskar. Corporate governance and pension fund performance. **Contemporary Economics**, Warsaw, v. 6, n. 1, p. 16-44, 2012. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.32>.

KUMAR, Kamallesh; BEYERLEIN, Michael. Construction and validation of an instrument for measuring ingratiation behaviors in organizational settings. **Journal of Applied Psychology**, Washington, DC, v. 76, n. 5, p. 619–627, 1991. <https://doi.org/10.1037/0021-9010.76.5.619>.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Trust in large organizations. **American Economic Review Papers and Proceedings**, Pittsburgh, v. 87, n. 2, p. 333-338, 1997. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/trust.pdf>. Acesso em: 22 jan. 2018.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. The quality of government. **Journal of Law, Economics and Organization**, Oxford, v. 15, n. 1, p. 222–279, 1999. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/quality-government>. Acesso em: 27 set. 2018.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 58, v. 1-2, p. 3–27, 2000. Disponível em: https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip_corpgov.pdf. Acesso em: 22 jan. 2018.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, Chicago, v. 57, n. 3, p.

1147–1169, 2002. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/investor-protection-and-corporate-valuation>. Acesso em: 27 set. 2018.

LAZZARINI, Sérgio G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LEHN, Kenneth M.; PATRO, Sukesh; ZHAO, Mengxin. Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935–2000. **Financial Management**, Hoboken, v. 38, n. 4, p. 747–780, 2009. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01055.x>.

LICHT, Amir N. Corporate governance. In: CAPRIO, Gerard (Ed.). **Encyclopedia of Financial Globalization**. Oxford: Elsevier, 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1786382. Acesso em: 26 abr. 2018.

LIMA, Letícia Cesar de; OLIVEIRA, Marcelle Colares; PONTE, Vera Maria Rodrigues; REBOUÇAS, Sílvia Maria Dias Pedro. Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 12, n. 27, p. 3-26, 2015. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2015v12n27p3>.

LIN, Laura. The effectiveness of outside directors as a corporate governance mechanism: theories and evidence. **Northwestern University Law Review**, Chicago, v. 90, n. 3, p. 898-976, 1996. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=10097>. Acesso em: 29 set. 2018.

LITTLEPAGE, Glenn E.; ROBISON, William; REDDINGTON, Kelly. Effects of task experience and group experience on group performance, member ability, and recognition of expertise. **Organizational Behavior and Human Decision Processes**, Amsterdam, v. 69, n. 2, p. 133–147, 1997. <https://doi.org/10.1006/obhd.1997.2677>.

LITTLEPAGE, Glenn E.; SCHIMIDT, Greg W.; WHISLER, Eric W.; FROST, Alan G. An input-process-output analysis of influence and performance in problem-solving groups. **Journal of Personality and Social Psychology**, Washington, DC, v. 69, n. 5, p. 877-889, 1995. <http://dx.doi.org/10.1037/0022-3514.69.5.877>.

LIU, Yu; MILETKOV, Mihail K.; WEI, Zuobao; YANG, Tina. Board independence and firm performance in China. **Journal of Corporate Finance**, v. 30, p. 223–244, 2015. Disponível em: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0929119914001564>. Acesso em: 16 jul. 2017.

LIU, Yunshi; VALENTI, Alix; CHEN, Yi-Jung. Corporate governance and information transparency in Taiwan's public firms: the moderating effect of family ownership. **Journal of Management and Organization**, Cambridge, v. 22, n. 5, p. 662–679, 2016. <https://doi.org/10.1017/jmo.2015.56>.

LOPES, J. E. G.; KATAOKA, S. S.; RIBEIRO FILHO, J. F.; PEDERNEIRAS, M. M. M. Um estudo sobre a divulgação das informações das práticas de governança corporativa nos sítios das entidades fechadas de previdência complementar. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 7, n. 13, p. 151-174, 2010. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2010v7n13p151>.

LUO, Jin-hui; WAN, Di-fang; CAI, Di. The private benefits of control in chinese listed firms: do cash flow rights always reduce controlling shareholders' tunneling? **Asia Pacific Journal**

of Management, v. 29, n. 2, p. 499–518, 2012. Disponível em: <http://link.springer.com/10.1007/s10490-010-9211-y>. Acesso em: 16 jul. 2017.

LYNALL, Matthew D.; GOLDEN, Brian R.; HILLMAN, Amy J. Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 28, n. 3, p. 416-431, 2003. Disponível em: http://www.jstor.org/stable/30040730?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em: 20 fev. 2018.

MA, Juan; KHANNA, Tarun. Independent directors' dissent on boards: evidence from listed companies in China. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 37, n. 8, p. 1547–1557, 2016. <https://doi.org/10.1002/smj.2421>.

MACIEL, Fabiano Romes. **Controladoria de gestão na Previ: modelos, apoio à governança e lei complementar 108**. 2013. 171 f. Dissertação (Mestrado Executivo em Gestão Empresarial) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/11392/Maciel_FR_Controladoria%20de%20Gest%C3%A3o_caso%20PREVI.pdf. Acesso em: 30 out. 2017.

MARCHIANO, Marcello. **Os valores individuais dos conselheiros de administração no Brasil**. 2014. 113 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, São Paulo, 2014. Disponível em: http://tede.fecap.br:8080/jspui/bitstream/tede/373/1/Marcello_Marchiano.pdf. Acesso em: 30 out. 2017.

MAROSSY, Annamaria; YERMO, Juan. Pension fund governance. **Financial Market Trends: Finance and Investment**, Paris, n. 81, p. 141-176, 2002. Disponível em: <http://www.cedem.org/Base%20Documentos/FinancialMarketTrends/FMT81.pdf>. Acesso em: 15 mar. 2017.

MARTINS, Henrique Cordeiro; RODRIGUES, Suzana Braga. Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n. spe, p. 23–35, 2005. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902005000500002&lng=pt&tlng=pt. Acesso em: 20 out. 2017.

MCDONALD, Michael L.; WESTPHAL, James D.; GRAEBNER, Melissa E. What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 29, n. 11, p.1155–1177, 2008. <https://doi.org/10.1002/smj.704>.

MENDES-DA-SILVA, Wesley; ROSSONI, Luciano; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva; MARTELANC, Roy. A influência das redes de relações corporativas no desempenho das empresas do Novo Mercado da BOVESPA. **Revista Brasileira de Finanças**, São Paulo, v. 6, n. 3, p. 337-358, 2008. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1344/697>. Acesso em: 24 fev. 2018.

MENDONÇA, J. Ricardo C. de; AMANTINO-DE-ANDRADE, Jackeline. Teoria institucional e gerenciamento de impressões: em busca de legitimidade organizacional através do gerenciamento da imagem corporativa. In: ENCONTRO DE ESTUDOS ORGANIZACIONAIS, 2, 2002, Recife. **Anais...** Recife: Observatório da Realidade Organizacional: PROPAD/UFPE: ANPAD, 2002. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/eneo2002-29.pdf>. Acesso em: 29 set. 2018.

MEYER, Erik; DE WET, J. H. v. H. The impact of board structure on the financial performance of listed south african companies. **Corporate Board: Role, Duties and Composition**, Sumy, v. 9, n. 3, p. 18-31, 2013. Disponível em: <https://virtusinterpress.org/THE-IMPACT-OF-BOARD-STRUCTURE-ON.html>. Acesso em: 17 nov. 2017.

MEYER, John W.; ROWAN, Brian. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/2778293>. Acesso em: 21 nov. 2017.

MEYER, John W.; SCOTT, W. Richard Centralization and the legitimacy problems of local government. In: MEYER, John W.; SCOTT, W. Richard (Eds.). **Organizational environments: ritual and rationality**. Beverly Hills: Sage, 1983, p. 199-215.

MOHAPATRA, Pranati. Board independence and firm performance in India. **International Journal of Management Practice**, v. 9, n. 3, 2016. Disponível em: <https://www.inderscienceonline.com/doi/abs/10.1504/IJMP.2016.077834>. Acesso em: 16 jul. 2017.

MOLM, Linda. D. Theoretical comparisons of forms of exchange. **Sociological Theory**, Washington, DC, v. 21, n. 1, p. 1-17, 2003. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/3108604>. Acesso em: 19 set. 2018.

MONKS, Robert A.; MINOW, Nell. **Watching the watchers: corporate governance for the 21st century**. Cambridge: Blackwell, 1996.

MOURA, Geovanne D.; ALMEIDA, Ivonez X.; DALLA VECCHIA, Leidiane. A. Influência da independência do conselho de administração no gerenciamento de resultados. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, DF, v. 20, n. 3, p. 370-391, 2017. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2017v20n3a4.

MUSALEM, Alberto R.; PALACIOS, Robert J. **Public pension fund management: governance, accountability, and investment policies**. Washington, DC: World Bank, 2004. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/14880>. Acesso em: 20 set. 2018.

NILAKANT, Venkataraman; RAO, Hayagreeva. Agency theory and uncertainty in organizations: an evaluation. **Organization Studies**, Thousand Oaks, v. 15, n. 5, p. 649-672, 1994. Disponível em: http://link.galegroup.com/apps/doc/A16548966/AONE?u=usp_br&sid=AONE&xid=595ba881. Acesso em: 07 fev. 2018.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD guidelines for pension fund governance**. Paris, 2009. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em: 12 abr. 2017.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD principles of occupational pension regulation: methodology for assessment and implementation**. Paris, 2010. Disponível em: http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-principles-of-occupational-pension-regulation_9789264087095-en. Acesso em: 25 abr. 2017.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **G20/OECD principles of corporate governance**. Paris, 2015. Disponível em: http://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance-2015_9789264236882-en. Acesso em: 19 jan. 2018.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Pension markets in focus 2018**. Paris, 2018. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2018.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2019.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Pacto global**. 2000. Disponível em: <https://www.pactoglobal.org.br/>. Acesso em: 26 abr. 2017.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Princípios para o investimento responsável (PRI)**. 2006. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=1543>. Acesso em: 26 abr. 2017.

ORRÙ, Marco; BIGGART, Nicole Woolsey; HAMILTON, Gary G. Organizational isomorphism in East Asia. In: POWELL, Walter W.; DiMAGGIO, Paul J. (Eds.). **The new institutionalism in organizational analysis**. Chicago: The University of Chicago Press, 1991. p. 361-389.

PAIXÃO, Leonardo André. **A previdência complementar fechada: uma visão geral**. 2006. Disponível em: <http://www1.previdencia.gov.br/docs/pdf/SPC-uma-visao-geral.pdf>. Acesso em: 30 out. 2017.

PARK, Sun Hyun; WESTPHAL, James D.; STERN, Ithai. Set up for a fall: the insidious effects of flattery and opinion conformity toward corporate leaders. **Administrative Science Quarterly**, Thousand Oaks, v. 56, n. 2, p. 257-302, 2011. <https://doi.org/10.1177%2F0001839211429102>.

PARSONS, T. Suggestions for a sociological approach to the theory of organizations-I. **Administrative Science Quarterly**, Thousand Oaks, v. 1, n. 1, p. 63-85, 1956.

PAULA, Roswelton Anjos de; LIMA, Diana Vaz de. Aderência das demonstrações contábeis dos fundos de pensão do Brasil aos padrões contábeis internacionais: uma análise comparativa à luz da IAS 26. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 2, n. 2, p. 69-81, 2014. Disponível em: <http://www.periodicos.ufpb.br/ojs/index.php/recfin/article/view/20038/11315>. Acesso em: 24 out. 2018.

PEARCE, John A., II; ZAHRA, Shaker A. Board composition from a strategic contingency perspective. **Journal of Management Studies**, Hoboken, v. 29, n. 4, p. 411-438, 1992. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00672.x>. Acesso em: 19 set. 2018.

PEASNELL, Ken V.; POPE, P. F.; YOUNG, S. Board monitoring and earnings management: do outside directors influence abnormal accruals? **Journal of Business Finance & Accounting**, Hoboken, v. 32, n. 7-8, p. 1311-1346, 2005. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00630.x>.

PERRAULT, Elise; MCHUGH, Patrick. Toward a life cycle theory of board evolution: considering firm legitimacy. **Journal of Management and Organization**, Cambridge, v. 21, n. 5, p. 627-649, 2015. <https://doi.org/10.1017/jmo.2014.92>.

PFARRER, Michael D.; DECELLES, Katherine; SMITH, Ken G.; TAYLOR, M. Susan. After the fall: reintegrating the corrupt organization. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 33, n. 3, p. 730-749, 2008. Disponível em: <http://www-2.rotman.utoronto.ca/facbios/file/After%20the%20Fall%20AMR%2008.pdf>. Acesso em: 24 jul. 2018.

PHILLIPS, Robert; FREEMAN, R. Edward; WICKS, Andrew C. What stakeholder theory is not. **Business Ethics Quarterly**, Cambridge, v. 13, n. 4, p. 479-502, 2003. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/3857968>. Acesso em: 31 out. 2018.

PICHET, Eric. Enlightened shareholder theory: whose interests should be served by the supporters of corporate governance? **Corporate Ownership & Controle**, Sumy, v. 8, n. 2-3, p. 353-362, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1262879>. Acesso em: 24 set. 2018.

PINHEIRO, Ricardo Pena. **A demografia dos fundos de pensão**. Brasília, DF: Ministério da Previdência Social. Secretaria de Políticas de Previdência Social, 2007. (Coleção Previdência Social. Série estudos, 24). Disponível em: http://sa.previdencia.gov.br/site/arquivos/office/3_081014-111404-315.pdf. Acesso em: 27 jan. 2018.

PINIANO, Juliene. **A independência do conselho de administração e as melhores práticas de governança corporativa: uma análise crítica**. 2011. 121 f. Monografia (Pós-Graduação Lato Sensu em Direito Societário) – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2011. Disponível em: http://dspace.insper.edu.br/xmlui/bitstream/handle/11224/1248/Julienne%20Piniano_trabalho.pdf?sequence=1. Acesso em: 18 set. 2018.

PUNSUVO, Fábio Riberi; KAYO, Eduardo Kazuo; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 45, n. 18, p. 63-72, dez. 2007. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772007000400006&lng=pt&tlng=pt. Acesso: 03 abr. 2016.

RAVINA, Enrichetta; SAPIENZA, Paola. What do independent directors know? Evidence from their trading. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 962-1003, 2010. Disponível

em: <https://academic.oup.com/rfs/article-lookup/doi/10.1093/rfs/hhp027>. Acesso em: 16 jul. 2017.

REDIKER, Kenneth J.; SETH, Anju. Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 16, n. 2, p. 85-99, 1995. <https://doi.org/10.1002/smj.4250160202>.

REZENDE, José Francisco de Carvalho; FONTES FILHO, Joaquim Rubens. Controle estratégico e mensuração da performance em fundos de pensão: um ensaio sobre as limitações e possibilidade metodológicas. **RIC - Revista de Informação Contábil**, Recife, v. 2, n. 1, p. 19-39, jan.-mar. 2008. Disponível em: <http://www.revista.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/96/72>. Acesso em: 02 nov. 2016.

RINGE, Wolf-Gerg. Independent directors: after the crisis. **European Business Organization Law Review**, Heidelberg, v. 14, n. 3, p. 401-424, 2017. <https://doi.org/10.1017/S1566752912001206>.

ROBERTS, John; MCNULTY, Terry; STILES, Philip. Beyond agency conceptions of the work of the non-executive director: creating accountability in the boardroom. **British Journal of Management**, Hoboken, v. 16, n. s1, pp. 5-26, 2005. Disponível em: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1467-8551.2005.00444.x>. Acesso em: 26 set. 2018.

ROE, M. J. The institutions of corporate governance. In: MÉNARD, Claude; SHIRLEY, M. M. **Handbook of new institutional economics**. Berlin: Springer, 2005. p. 371-399.

ROMANO, Roberta. **Public pension fund activism in corporate governance reconsidered**. (Faculty Scholarship Series, 1958). 1993. Disponível em: http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1958. Acesso em: 13 jul. 2017.

ROMANO, Roberta. The politics of public pension funds. **National Affairs**, New York, v. 34, p. 42-53, 1995. Disponível em: <https://www.nationalaffairs.com/storage/app/uploads/public/58e/1a4/e69/58e1a4e694255495273686.pdf>. Acesso em: 07 nov. 2017.

ROSSETTI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. O agigantamento das corporações e o desenvolvimento da governança corporativa. In: _____. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014. Cap. 1, p. 103.

ROSSONI, Luciano. **Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa**. 2009. 218 f. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2009. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/handle/1884/24164>. Acesso em: 24 jul. 2018.

ROSSONI, Luciano; MACHADO-DA-SILVA, Clóvis L. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F Bovespa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/rae/v53n3/05.pdf>. Acesso em: 16 jul. 2017.

ROZANOV, Andrew. Public pension fund management: best practice and international experience. **Asian Economic Policy Review**, Hoboken, v. 10, n. 2, p. 275–295, 2015. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/aepr.12106/abstract>. Acesso em: 23 out. 2017.

RUEF, Martin; SCOTT, W. Richard A multidimensional model of organizational legitimacy: hospital survival in changing institutional environments. **Administrative Science Quarterly**, Thousand Oaks, v. 43, n. 4, p. 877-904, 1998. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/2393619?origin=crossref&seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em: 31 out. 2018.

SANDERS, W. Gerard; TUSCHKETHE, Anja. Adoption of institutionally contested organizational practices: the emergence of stock option pay in Germany. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 50, n. 1, p. 33-56, 2007. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/276054229_The_Adoption_of_Institutionally_Contested_Organizational_Practices_The_Emergence_of_Stock_Option_Pay_in_Germany. Acesso em: 31 out. 2018.

SANTOS, Rafael Liza; SILVEIRA, Alexandre de Miceli da. Board interlocking no Brasil: a participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, São Paulo, v. 5, n. 2, p. 125-163, 2007. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1173/264>. Acesso em: 24 fev. 2018.

SCHNEIDER, A.; SCHERER, A. G. Corporate governance in a risk society. **Journal of Business Ethics**, Heildelberg, v. 126, n. 2, p. 309–323, 2013. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1943-4>.

SCHERER, Andreas Georg; PALAZZO, Guido; SEIDL, David. Managing legitimacy in complex and heterogeneous environments: sustainable development in a globalized world. **Journal of Management Studies**, Hoboken, v. 50, n. 2, p. 259-284, 2013. <https://doi.org/10.1111/joms.12014>.

SHLEIFER, Andrey; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, Chicago, v. 52, n. 2, p. 737–783, 1997. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/shleifer/publications/survey-corporate-governance>. Acesso em: 27 set. 2018.

SCOTT, John. **Corporate business and capitalist classes**. Oxford: Oxford University Press, 1997.

SCOTT, W. Richard. Institutions and organizations. Ideas, interests and identities. **M@n@gement**, Paris, v. 17, p. 136-140, 1995. Disponível em: <https://www.cairn.info/revue-management-2014-2-page-136.htm>. Acesso em: 31 jan. 2018.

SCOTT, W. Richard; RUEF, M.; MENDEL, P. J.; CARONNA, C. A. **Institutional change and healthcare organizations: from professional dominance to managed care**. Chicago: University of Chicago Press, 2000.

SCOTT, W. Richard. **Institutions and organizations**: ideas and interests. 3rd ed. Thousand Oaks: Sage, 2008.

SHAH, Syed Z. Ali; ZAFAR, Nousheen; DURRANI, Tahir K. Board composition and earnings management an empirical evidence from pakistani listed companies. **Middle Eastern Finance and Economics**, Philadelphia, v. 3, n. 29, p. 28-38, 2009. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/f598/500059f94551ca39bb4430e3eb983ff9c460.pdf>. Acesso em: 20 set. 2018.

SILVA, R. S. **Fortalecer a governança é a chave para evitar problemas nos fundos de pensão**. Brasília, DF: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, abr. 2015. (Boletim Legislativo, 28). Disponível em: <http://www2.senado.gov.br/bdsf/handle/id/508635>. Acesso em: 03 nov. 2018.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. O CA como mecanismo fundamental de governança. In: _____. **Governança corporativa no Brasil e no Mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Cap. 9, p. 272.

SINDICATO NACIONAL DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (SINDAPP). **Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar**. 2016. Disponível em: http://www.sindapp.org.br/Documentos%20Sindapp/C%C3%B3digo%20Condutas_Sindapp.pdf. Acesso em: 26 abr. 2017.

SINGH, Harbir; HARIANTO, Farid. Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 32, n. 1, p. 7-24, 1989. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/256417>. Acesso em: 29 set. 2018.

SOUTO, Pablo; MUSALEM, Alberto R. Assessing the governance and transparency of national public pension funds. **Review of European Studies**, Richmond Hill, v. 4, n. 2, p. 148-167, 2012. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/266224544_Assessing_the_Governance_and_Transparency_of_National_Public_Pension_Funds. Acesso em: 30 out. 2017.

STALEBRINK, Odd J. Public pension funds and assumed rates of return: an empirical examination of public sector defined benefit pension plans. **American Review of Public Administration**, v. 44, n. 1, p. 92-111, 2014. <https://doi.org/10.1177/0275074012458826>.

STERN, Ithai; WESTPHAL, James D. Stealthy footsteps to the boardroom: executives' backgrounds, sophisticated interpersonal influence behavior, and board appointments. **Administrative Science Quarterly**, Thousand Oaks, v. 55, n. 2, p. 278-319, 2010. <https://doi.org/10.2189/asqu.2010.55.2.278>.

STEWART, Fiona; YERMO, Juan. **Pension fund governance**: challenges and potential solutions. Paris: OECD, 2008. (OECD - Working Papers on Insurance and Private Pensions, 18). Disponível em: <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/41013956.pdf>. Acesso em: 24 abr. 2017.

STILES, Philip; TAYLOR, Bernard. **Boards at work**: how directors view their roles and responsibilities. New York: Oxford University Press, 2001.

STRANG, David; MACY, Michael M. In search of excellence: fads, success stories, and adaptive emulation. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 107, n. 1, p. 147–182, 2001. Disponível em: <https://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/323039>. Acesso em: 24 jul. 2018.

SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Social networks and corporate governance. **European Financial Management**, Hoboken, v. 14, n. 4, p. 633–662, 2008. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1224099. Acesso em: 15 jul. 2017.

SUCHMAN, Mark C. Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 20, n. 3, p. 571–610, 1995. Disponível em: https://www.sabin.org/sites/sabin.org/files/restricted/Suchman_legitimacy_95.pdf. Acesso em: 31 out. 2018.

SUN, Shouji; HU, Jiye. The impact of pension systems on financial development: an empirical study. In: FAURE, Michael; PHILIPSEN, Niels (Eds.). **The role of law and regulation in sustaining financial markets**. New York: Routledge, 2014. p. 54–72. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2481749>. Acesso em: 28 abr. 2017.

TAN, Monica G. S.; CAM, Marie-Anne. Does governance structure influence pension fund fees and costs? An examination of Australian not-for-profit superannuation funds. **Australian Journal of Management**, Thousand Oaks, v. 40, n. 1, p. 114–134, 2015. Disponível em: <http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0312896214525179>. Acesso em: 23 out. 2017.

TANG, Xuesong; DU, Jun; HOU, Qingchuan. The effectiveness of the mandatory disclosure of independent directors' opinions: empirical evidence from China. **Journal of Accounting and Public Policy**, Amsterdam, v. 32, n. 3, p. 89–125, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.006>.

TERJESEN, Siri; COUTO, Eduardo B.; FRANCISCO, Paulo M. Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. **Journal of Management & Governance**, Heidelberg, v. 20, n. 3, p. 447–483, 2016. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>.

TOLBERT, P. S.; ZUCKER, L. Institutional sources of change in the formal structure of organizations: the diffusion of civil service reform, 1880–1935. **Administrative Science Quarterly**, Thousand Oaks, v. 28, n. 1, p. 22–39, 1983. Disponível em: <https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com.br/&httpsredir=1&article=1132&context=articles>. Acesso em: 31 out. 2018.

TORCHIA, Mariateresa; CALABRÒ, Andrea. Board of directors and financial transparency and disclosure. Evidence from Italy. **Corporate Governance: the international journal of business in society**, v. 16, n. 3, p. 593–608, 2016. Disponível em: <http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/CG-01-2016-0019>. Acesso em: 16 jul. 2017.

VALADARES, Silvia M.; LEAL, Ricardo P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, Santiago, v. 3, n. 1, p. 29–56, 2000. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409. Acesso em: 10 abr. 2018.

VANCE, Stanley C. **Corporate leadership: boards, directors, and strategy**. New York: McGraw-Hill, 1983.

VERSTEGEN RYAN, Lori; DENNIS, Bryan. The ethical undercurrents of pension fund management: establishing a research agenda. **Business Ethics Quarterly**, Cambridge, v. 13, n. 3, p. 315–335, 2003. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/3857784>. Acesso em: 23 out. 2017.

VOLONTÉ, Christophe. Boards: Independent and committed directors? **International Review of Law and Economics**, Amsterdam, v. 41, p. 25-37, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1875852. Acesso em: 15 jul. 2017.

WALSH, James P. Managerial and organizational cognition: notes from a trip down memory lane. **Organization Science**, Catonsville, v. 6, n. 3, p. 280–321, 1995. Disponível em: <http://www.jamespwalsh.com/Resources/Walsh%20-%201995%20-%20Managerial%20and%20organizational%20cognition%20-%20Notes%20from%20a%20trip%20down%20memory%20lane.pdf>. Acesso em: 29 set. 2018.

WANG, Cong; XIE, Fei; ZHU, Min. Industry expertise of independent directors and board monitoring. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 50, n. 5, p. 929–962, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2230911. Acesso em: 15 jul. 2017.

WANG, Yong; JIN, Pengjian; YANG, Chongsheng. Relations between the professional backgrounds of independent directors in state-owned enterprises and corporate performance. **International Review of Economics and Finance**, v. 42, p. 404–411, 2016. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1059056015001616>. Acesso em: 16 out. 2017.

WARD, Andrew J.; BROWN, Jill A.; RODRIGUEZ, Dan. Governance bundles, firm performance, and the substitutability and complementarity of governance mechanisms. **Corporate Governance: An International Review**, Hoboken, v. 17, n. 5, p. 646-660, 2009. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00766.x>.

WARD, Ralph D. **Improving corporate boards: the boardroom insider guidebook**. New York: John Wiley & Sons, 2000.

WARREN, Richard C. The evolution of business legitimacy. **European Business Review**, Bingley, v. 15, n. 3, p. 153-163, 2003. Disponível em: <http://www-emeraldinsight-com.ez67.periodicos.capes.gov.br/doi/pdfplus/10.1108/09555340310474659>. Acesso em: 22 jan. 2018.

WESTPHAL, James D.; CLEMENT, Michael. Sociopolitical dynamics in relationships between top managers and security analysts: favor rendering, reciprocity, and analyst stock recommendations. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 51, n. 5, p. 873–897, 2008. <https://doi.org/10.5465/amj.2008.34789647>.

WESTPHAL, James D.; ZAJAC, Edward J. Defections from the inner circle: social exchange, reciprocity and the diffusion of board independence in U.S. corporations. **Administrative**

Science Quarterly, Thousand Oaks, v. 42, p. 161–183, 1997. Disponível em: <https://repositories.lib.utexas.edu/bitstream/handle/2152/29318/DefectionsInnerCircle.pdf?sequence=1>. Acesso em: 24 jul. 2018.

WESTPHAL, James D.; GRAEBNER, M. E. A matter of appearances: how corporate leaders manage the impressions of financial analysts about the conduct of their boards. **Academy of Management Journal**, Briarcliff Manor, v. 53, n. 1, p. 15–43, 2010. Disponível em: <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/AMJ.2010.48036721>. Acesso em: 24 jul. 2018.

WILLIAMS, Belinda R.; BINGHAM, Simone; SHIMELD, Sonia. Corporate governance, the GFC and independent directors. **Managerial Auditing Journal**, Bingley, v. 30, n. 4-5, p. 324–346, 2015. <https://doi.org/10.1108/MAJ-05-2014-1030>.

WILLIAMSON, O. E. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

WU, Xiaohui; LI, Hui. Board independence and the quality of board monitoring: evidence from China. **International Journal of Managerial Finance**, v. 11, n. 3, p. 308-328, 2015. Disponível em: <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/IJMF-07-2014-0101>. Acesso em: 16 jul. 2017.

YOUNG, Chaur-Shiuh; TSAI, Liu-Ching; HSIEH, Pei-Gin. Voluntary appointment of independent directors in Taiwan: motives and consequences. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 35, n. 9–10, p. 1103–1137, 2008. Disponível em: <http://doi.wiley.com/10.1111/j.1468-5957.2008.02109.x>. Acesso em: 16 jul. 2017.

YOUNG, Gary J.; STEDHAM, Yvone; BEEKUN, Rafik. Boards of directors and the adoption of a CEO performance evaluation process: agency – and institutional – theory perspectives. **Journal of Management Studies**, Hoboken, v. 37, n. 2, p. 278-295, 2000. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-6486.00181/epdf>. Acesso em: 20 fev. 2018.

ZAHRA, Shaker A.; PEARCE, John A., II. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. **Journal of Management**, Thousand Oaks, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>.

ZATTONI, Alessandro; CUOMO, Francesca. How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of good governance codes. **British Journal of Management**, Hoboken, v. 21, n. 1, p. 63–79, 2010. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00669.x>.

ZIMMERMAN, Monica A.; ZEITZ, Gerald J. Beyond survival: achieving new venture growth by building legitimacy. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, v. 27, n. 3. p. 414-431, 2002. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/4134387?seq=1#page_scan_tab_contents. Acesso em: 31 out. 2018.

APÊNDICE A – Relação dos fundos de pensão públicos no Brasil que compõem a amostra desta pesquisa

| Ordem | Sigla | Nome | Endereço Eletrônico |
|--------------|--------------|---|---|
| 01 | Agros | Instituto UFV de Seguridade Social | http://www.agros.org.br |
| 02 | Albaprev | Assembleia Legislativa do Estado da Bahia | http://albaprev.com.br |
| 03 | AlepePrev | Fundo de Previdência Complementar da Assembleia Legislativa do Estado de Pernambuco | http://www.alepeprev.org.br |
| 04 | Alpha | Fundação Alpha de Previdência e Assistência Social | http://www.fundacaoalpha.org.br |
| 05 | Baneses | Fundação Banestes de Seguridade Social | http://www.baneses.com.br |
| 06 | Cafbep | Caixa de Previdência e Assistência aos Funcionários do Banco do Estado do Pará S/A | http://www.cafbep.com.br |
| 07 | Cageprev | Fundação Cagece de Previdência Complementar | http://www.cageprev.com |
| 08 | Capef | Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Nordeste do Brasil | https://www.capef.com.br |
| 09 | Capesp | Caixa de Previdência e Assistência dos Servidores da Fundação Nacional de Saúde | http://www.capesp.com.br |
| 10 | Casanprev | Fundação Casan de Previdência Complementar | http://casanprev.com.br |
| 11 | Celos | Fundação Celesc de Seguridade Social | https://www.celos.com.br |
| 12 | Centrus | Fundação Banco Central de Previdência Privada | https://www.centrus.org.br |
| 13 | Ceres | Ceres – Fundação de Seguridade Social | http://www.ceres.org.br |
| 14 | Cibrius | Cibrius – Instituto Conab de Seguridade Social | http://www2.cibrius.com.br |
| 15 | Cifrão | Cifrão – Fundação de Previdência da Casa da Moeda do Brasil | http://www.cifrao.com.br |
| 16 | Compesaprev | Fundação Compesa de Previdência e Assistência | http://www.compesaprev.com.br |
| 17 | Copel | Fundação Copel de Previdência e Assistência Social | https://www.fcopel.org.br |
| 18 | Datusprev | Sociedade de Previdência Complementar Ciasc-Datusprev | http://www.datusprev.com.br |
| 19 | Derminas | Derminas – Sociedade Civil de Seguridade Social | https://www.derminas.org.br |
| 20 | Desban | Desban – Fundação BDMG de Seguridade Social | http://www.desban.org.br |
| 21 | Economus | Economus Instituto de Seguridade Social | http://www.economus.com.br |
| 22 | Eletra | Eletra – Fundação Celg de Seguros e Previdência | http://eletra.org.br |
| 23 | Eletroceee | Fundação CEEE de Seguridade Social | https://www.fundacaoceee.com.br |
| 24 | Eletros | Fundação Eletrobras de Seguridade Social | http://www.eletros.com.br |
| 25 | Elos | Fundação Eletrosul de Previdência e Assistência Social | http://www.elos.org.br |
| 26 | Fabasa | Fundação de Assistência Social e Seguridade da Embasa | https://www.fabasa.com.br |
| 27 | Faceal | Fundação Ceal de Assistência Social e Previdência | http://www.faceal.com.br |
| 28 | Faceb | Fundação de Previdência dos Empregados da CEB | http://www.faceb.com.br |
| 29 | Facepi | Fundação CEPISA de Seguridade Social | http://www.facepi.com.br |
| 30 | Fachesf | Fundação Chesf de Assistência e Seguridade Social | http://fachesf.com.br |
| 31 | Faeces | Fundação Assistencial dos Empregados da Cesan | http://faeces.com.br |

Continua

Continuação

| | | | |
|----|-------------------|---|---|
| 32 | Fapa | Fundação de Previdência do Instituto Emater | http://fapa.org.br |
| 33 | Fapece | Fundação Assistencial e Previdenciária da Ematerce | http://www.fapece.com.br |
| 34 | Fapes | Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES | https://www.fapes.com.br |
| 35 | Fioprev | Instituto Oswaldo Cruz de Seguridade Social - Fioprev | http://fioprev.org.br |
| 36 | Fipecq | Fundação de Previdência Complementar dos Empregados ou Servidores da Finep, do Ipea, do CNPq, do Inpe e do Inpa | https://www.fipecq.org.br |
| 37 | Forluz | Fundação Forluminas de Seguridade Social | https://www.forluz.org.br |
| 38 | Fumpresc | Fundo Multipatrocinado de Previdência Complementar Santa Catarina | http://fumpresc.com.br |
| 39 | Funcasal | Fundação Casal de Seguridade Social | http://www.funcasal.com.br/ |
| 40 | Funcef | Fundação dos Economizários Federais | https://www.funcef.com.br/home.htm |
| 41 | Funcorsan | Fundação Corsan dos Funcionários da Companhia Riograndense de Saneamento | http://www.funcorsan.com.br/ |
| 42 | Fundação Banrisul | Fundação Banrisul de Seguridade Social | http://www.fbss.org.br |
| 43 | Fundiágua | Fundiágua Fundação de Previdência Complementar | https://www.fundiagua.com.br |
| 44 | Funpresp-Exe | Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo | https://www.funpresp.com.br/portal/ |
| 45 | Funpresp-Jud | Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário | http://www.funprespjud.com.br/ |
| 46 | Funterra | Fundação de Previdência da Terracap | http://www.funterra.com.br/ |
| 47 | Fusan | Fundação Sanepar de Previdência e Assistência Social | http://www.fundacaosanepar.com.br/ |
| 48 | Fusesc | Fundação Codesc de Seguridade Social | http://www.fusesc.com.br/ |
| 49 | Geiprev | Instituto Geiprev de Seguridade Social | http://www.geiprev.com.br/ |
| 50 | Infraprev | Instituto Infraero de Seguridade Social | https://www.infraprev.org.br/ |
| 51 | Isbre | Fundação BRDE de Previdência Complementar | https://www.isbre.com.br/ |
| 52 | Libertas | Fundação Libertas de Seguridade Social | http://www.fundacaolibertas.com.br/ |
| 53 | Metrus | Metrus Instituto de Seguridade Social | www.metrus.org.br |
| 54 | Nucleos | Nucleos Instituto de Seguridade Social | http://www.nucleos.com.br/ |
| 55 | Petros | Fundação Petrobras de Seguridade Social | https://www.petros.com.br/ |
| 56 | Postalís | Postalís Instituto de Previdência Complementar | www.postalis.org.br/ |
| 57 | Prece | Prece – Previdência Complementar | www.prece.com.br/ |
| 58 | Prevbep | Bep – Caixa de Previdência Social | https://www.prevbep.com.br/ |
| 59 | Prevdata | Sociedade de Previdência Complementar da Dataprev | https://www.prevdata.org.br/ |
| 60 | Preves | Fundação de Previdência Complementar do Estado do Espírito Santo | www.preves.es.gov.br/ |
| 61 | Previ | Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil | http://www.previ.com.br/home.htm |
| 62 | Previcel | Previcel Previdência Privada da Celepar | www.previcel.org.br/ |

Continua

Conclusão

| | | | |
|----|---------------|--|---|
| 63 | Previnorte | Previnorte Fundação de Previdência Complementar | https://www.previnorte.com.br/ |
| 64 | Prevsan | Fundação de Previdência dos Empregados da Saneago | www.prevsan.org.br/ |
| 65 | Real Grandeza | Real Grandeza Fundação de Previdência e Assistência Social | https://www.frg.com.br/ |
| 66 | Refer | Fundação Rede Ferroviária de Seguridade Social | www.refer.com.br/ |
| 67 | Regius | Regius Sociedade Civil de Previdência Privada | www.regius.org.br/ |
| 68 | RJPrev | Fundação de Previdência Complementar do Estado do Rio de Janeiro | www.rjprev.rj.gov.br/ |
| 69 | Sabesprev | Fundação Sabesp de Seguridade Social | https://www.sabesprev.com.br/ |
| 70 | São Francisco | Fundação São Francisco de Seguridade Social | www.franweb.com.br/ |
| 71 | Sergus | Instituto Banese de Seguridade Social – Sergus | https://www.banese.com.br/sergus/ |
| 72 | Serpros | Serpros – Fundo Multipatrocinado | www.serpros.com.br/ |
| 73 | Sias | Sociedade Ibegeana de Assistência e Seguridade | www.sias.org.br/ |
| 74 | Silius | Fundação Silos e Armazéns de Seguridade Social | https://www.silius.com.br/ |
| 75 | SP-Prevcom | Fundação de Previdência Complementar do Estado de São Paulo | https://www.spprevcom.com.br/ |
| 76 | Supre | Supre – Fundação de Suplementação Previdenciária | https://www.supreprevidencia.com.br/ |

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE B – Resultados para os indicadores do potencial de problemas de agência na amostra de fundos de pensão públicos de perfil I Previc, em ordem decrescente de ativos de investimento – Grupo I

| Fundos | Perfil | Constituição | | | Composição dos Investimentos | | | | | Estrutura de Governança | | | | | | Σ | Índice PPA |
|-------------------|--------|--------------|-----|---------|------------------------------|-----|-------|-----|-----|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------------|
| | | PA1 | PA2 | PA3 | PA4 | PA5 | PA6 | PA7 | PA8 | PA9 | PA10 | PA11 | PA12 | PA13 | PA14 | PA15 | PA16 |
| 1 Previ | 3 | 93 | 5 | 180.298 | 85.818 | 5 | 704 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 18 | 0,60 |
| 2 Petros | 3 | 93 | 5 | 70.393 | 15.336 | 5 | 968 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 18 | 0,60 |
| 3 Funcef | 3 | 78 | 5 | 60.318 | 16.070 | 5 | 3.737 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 18 | 0,60 |
| 4 Forluz | 3 | 36 | 3 | 16.643 | 1.429 | 3 | 0 | 0 | 6 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 10 | 0,33 |
| 5 Real Grandeza | 3 | 92 | 5 | 14.881 | 2.068 | 5 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 13 | 0,43 |
| 6 Postalis | 3 | 60* | 5 | 6.805 | 849 | 5 | 3.461 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 18 | 0,60 |
| 7 Refer | 3 | 8 | 3 | 5.138 | 281 | 3 | 86 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 15 | 0,50 |
| 8 SP-Prevcom | 3 | 0 | 3 | 827 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0,30 |
| 9 Funpresp-Exe | 3 | 0 | 3 | 748 | 22 | 3 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 9 | 0,30 |
| 10 Capesesp | 3 | 100 | 5 | 389 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 14 | 0,47 |
| 11 Funpresp-Jud | 3 | 0 | 3 | 173 | 16 | 3 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 9 | 0,30 |
| 12 RJPrev | 3 | 0 | 3 | 42 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 8 | 0,27 |
| 13 Preves | 3 | 0 | 3 | 41 | 2 | 3 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 11 | 0,37 |
| Totais/Frequência | | | | 356.696 | 121.891 | | 8.956 | | | 13 | 12 | 12 | 10 | 10 | 9 | | |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. (*) Em 2017, a proporção de recursos administrados em planos BD caiu para 40% em função do impacto das perdas nos ativos. Todavia, foi mantida a proporção do ano de 2015 porque melhor representa a complexidade da gestão do fundo. PA1 = perfil atribuído pela Previc. PA2 = participação dos ativos vinculados a planos BD. PA3 = predomínio de tipo de plano de aposentadoria – BD ou outros, tais como CD, CV ou misto. PA4 = total de ativos de investimentos do fundo. PA5 = somatório de ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados. PA6 = proporção do somatório dos ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados no total de ativos do FPP. PA7 = somatório das provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. PA8 = registro de provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. PA9 = tamanho do conselho deliberativo. PA10 = conselho deliberativo com seis integrantes. PA11 = remuneração para conselheiros. PA12 = comitês de assessoramento do conselho deliberativo – comitê de investimentos ou comitê de plano de aposentadoria. PA13 = diretoria executiva composta de forma paritária ou por especialistas de mercado, nomeados pelo conselho deliberativo. PA14 = diretor de investimentos. PA15 = auditoria interna. PA16 = somatório dos resultados obtidos nos indicadores PA1, PA3, PA6, PA8 e PA10 a PA15. PA17 = índice resultante da divisão do somatório de pontos computados (PA16) pelo total máximo de pontos para cada tipo de perfil de FPP.

Fonte: Elaborado pelo autor.

**APÊNDICE C – Resultados para os indicadores de legitimidade organizacional na amostra de fundos de pensão públicos de perfil I
Previc, em ordem decrescente de ativos de investimento – Grupo I**

| Ordem | Tipo de Legitimidade | Regulatória | Normativa | | | Cultural-Cognitiva | | | | | | | | | | | Σ | Índice L | | |
|------------|----------------------|-----------------------|---|--------------------|----|-------------------------|----|----|----|---|----|-----|-----|-----|----------------|----------------------------|---|----------|------|-----|
| | Fundos | Cumprimento de Regras | Adesão a Códigos e Programas de Boas Práticas | | | Estrutura de Governança | | | | Transparência e Simetria de Informações | | | | | Associação | Presença Negativa na Mídia | | | | |
| | | | L1 | L2 | L3 | L4 | L5 | L6 | L7 | L8 | L9 | L10 | L11 | L12 | L13 | L14 | | | L15 | L16 |
| | | | Sim=0 Não=1 | Sim = 1 Não = 0 | | | | | | | | | | | Sim=0 Não=1 | L17 | | | L18 | |
| 1 | Previ | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 10 | 0,63 | |
| 2 | Petros | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 8 | 0,50 | |
| 3 | Funcef | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 6 | 0,38 | |
| 4 | Forluz | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0,50 | |
| 5 | Real Grandeza | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 | 0,75 | |
| 6 | Postalis | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1** | 0 | 0 | 1 | 0 | 4 | 0,25 | |
| 7 | Refer | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1** | 1 | 0 | 6 | 0,38 | |
| 8 | SP-Prevcom | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 7 | 0,44 | |
| 9 | Funpresp-Exe | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 7 | 0,44 | |
| 10 | Capesesp | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 | |
| 11 | Funpresp-Jud | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0,63 | |
| 12 | RJPrev | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 4 | 0,25 | |
| 13 | Preves | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0,56 | |
| Frequência | | 9 | 7 | 4 | 2 | 2 | 2 | 5 | 8 | 7 | 6 | 7 | 3 | 6 | 9 | 12 | 7 | | | |

Legenda: L = legitimidade. (*) o Postalis estava sob intervenção da Previc e o relatório anual (RA) 2017 estava sob auditoria e indisponível no momento da pesquisa. Por isso, foram utilizadas informações do RA 2016. (**) Disponível em área restrita ao participante do plano de aposentadoria. (***) Fundo sob intervenção da Previc e em processo de seleção de nova diretoria, atribuído a empresa especializada. L1= registro de auto de infração ou de intervenção administrativa pela Previc. L2 = adesão a programas de investimento responsável e a códigos de autorregulação: PRI, Código de Stewardship da Amec, Código de Autorregulação em Governança de Investimentos Abrapp/Sindapp/ICSS e/ou Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar Sindapp/Abrapp. L3 = adesão a programas de responsabilidade socioambiental: PRI, Pacto Global e/ou Programa Pró-Equidade de Gênero e Raça. L4 = posse do selo Enef para educação financeira e previdenciária. L5 = divulgação da formação e da experiência dos conselheiros. L6 = diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo. L7 = diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo. L8 = divulgação da formação e da experiência dos diretores executivos.

Continua

Conclusão

L9 = divulgação de manual de governança. L10 = divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos. L11 = divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros. L12 = divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo. L13 = reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias. L14 = divulgação de relatório mensal sobre o desempenho dos investimentos. L15 = existência de associação dos participantes e assistidos do fundo de pensão ou de empregados e aposentados do patrocinador. L16 = registros na mídia eletrônica sobre irregularidades na gestão.

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE D – Resultados para os indicadores do potencial de problemas de agência na amostra de fundos de pensão públicos de perfil II Previc com ativos de investimento acima de R\$ 2 bilhões, em ordem decrescente – Grupo II

| Fundos | Perfil | Constituição | | Composição dos Investimentos | | | | | | Estrutura de Governança | | | | | | Σ | Índice PPA | |
|-------------------|-------------------|--------------|-----|------------------------------|--------|--------|-----|-----|-----|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------------|------|
| | PA1 | PA2 | PA3 | PA4 | PA5 | PA6 | PA7 | PA8 | PA9 | PA10 | PA11 | PA12 | PA13 | PA14 | PA15 | PA16 | PA17 | |
| 1 | Fapes | 1 | 100 | 4 | 11.245 | 2.619 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 0 | 2 | 15 | 0,58 |
| 2 | Copel | 1 | 57 | 4 | 9.600 | 759 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 15 | 0,58 |
| 3 | Centrus | 1 | 86 | 4 | 6.894 | 396 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 9 | 0,35 |
| 4 | Fachesf | 1 | 37 | 2 | 6.584 | 540 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 7 | 0,27 |
| 5 | Ceres | 1 | 71 | 4 | 6.468 | 682 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 11 | 0,42 |
| 6 | Economus | 1 | 72 | 4 | 6.097 | 637 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 11 | 0,42 |
| 7 | Eletrocee | 1 | 51 | 4 | 6.043 | 516 | 2 | 10 | 5 | 6 | 0 | 2 | 0 | 0 | 2 | 0 | 16 | 0,62 |
| 8 | Serpros | 1 | 62 | 4 | 5.472 | 568 | 4 | 547 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 2 | 18 | 0,69 |
| 9 | Fundação Banrisul | 1 | 68 | 4 | 4.612 | 566 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 11 | 0,42 |
| 10 | Eletros | 1 | 42 | 2 | 4.505 | 668 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 0,27 |
| 11 | Capef | 1 | 82 | 4 | 4.267 | 49 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 2 | 11 | 0,42 |
| 12 | Previnorte | 1 | 16 | 2 | 3.699 | 201 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0,35 |
| 13 | Infraprev | 1 | 3 | 2 | 3.255 | 556 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 9 | 0,35 |
| 14 | Libertas | 1 | 43 | 2 | 3.093 | 225 | 2 | 0 | 0 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 7 | 0,27 |
| 15 | Elos | 1 | 72 | 4 | 2.965 | 255 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 11 | 0,42 |
| 16 | Nucleos | 1 | 100 | 4 | 2.874 | 393 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 13 | 0,50 |
| 17 | Sabesprev | 1 | 72 | 4 | 2.608 | 408 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 2 | 0 | 15 | 0,58 |
| 18 | Celos | 1 | 11 | 2 | 2.490 | 397 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0,35 |
| 19 | Metrus | 1 | 52 | 4 | 2.296 | 391 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 2 | 13 | 0,50 |
| 20 | Regius | 1 | 82 | 4 | 2.338 | 104 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 11 | 0,42 |
| 21 | Fusesc | 1 | 0 | 2 | 2.174 | 234 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 10 | 0,35 |
| Totais/Frequência | | | | | 99.579 | 11.164 | | 557 | | | 20 | 15 | 21 | 12 | 7 | 9 | | |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. PA1 = perfil atribuído pela Previc. PA2 = participação dos ativos vinculados a planos BD. PA3 = predomínio de tipo de plano de aposentadoria – BD ou outros, tais como CD, CV ou misto. PA4 = total de ativos de investimentos do fundo. PA5 = somatório de ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados. PA6 = proporção do somatório dos ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados no total de ativos do FPP. PA7 = somatório das provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. PA8 = registro de provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. PA9 = tamanho do conselho deliberativo. PA10 = conselho deliberativo com seis integrantes.

Continua

Conclusão

PA11 = remuneração para conselheiros. PA12 = comitês de assessoramento do conselho deliberativo – comitê de investimentos ou comitê de plano de aposentadoria. PA13 = diretoria executiva composta de forma paritária ou por especialistas de mercado, nomeados pelo conselho deliberativo. PA14 = diretor de investimentos. PA15 = auditoria interna. PA16 = somatório dos resultados obtidos nos indicadores PA1, PA3, PA6, PA8 e PA10 a PA15. PA17 = índice resultante da divisão do somatório de pontos computados (PA16) pelo total máximo de pontos para cada tipo de perfil de FPP.

Fonte: Elaborado pelo autor.

**APÊNDICE E – Resultados para os indicadores de legitimidade organizacional na amostra de fundos de pensão públicos de perfil II
Previc com ativos de investimento acima de R\$ 2 bilhões, em ordem decrescente – Grupo II**

| Ordem | Tipo de Legitimidade | Regulatória | Normativa | | | Cultural-Cognitiva | | | | | | | | | | | Σ | Índice L | |
|------------|----------------------|-----------------------|---|----|----|-------------------------|----|----|----|---|-----|-----|-----|----------------|----------------------------|-----|-----|----------|------|
| | Fundos | Cumprimento de Regras | Adesão a Códigos e Programas de Boas Práticas | | | Estrutura de Governança | | | | Transparência e Simetria de Informações | | | | Associação | Presença Negativa na Mídia | | | | |
| | | L1 | L2 | L3 | L4 | L5 | L6 | L7 | L8 | L9 | L10 | L11 | L12 | L13 | L14 | L15 | L16 | L17 | L18 |
| | | Sim=0 Não=1 | Sim = 1 Não = 0 | | | | | | | | | | | Sim=0 Não=1 | | | | | |
| 1 | Fapes | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 5 | 0,31 |
| 2 | Copel | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0,38 |
| 3 | Centrus | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0,56 |
| 4 | Fachesf | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0,50 |
| 5 | Ceres | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 7 | 0,44 |
| 6 | Economus | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 11 | 0,69 |
| 7 | Eletroceee | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 7 | 0,44 |
| 8 | Serpros | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1* | 1 | 0 | 4 | 0,25 |
| 9 | Fundação Banrisul | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 4 | 0,25 |
| 10 | Eletros | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0,38 |
| 11 | Capef | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 6 | 0,38 |
| 12 | Previnorte | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0,63 |
| 13 | Infraprev | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 7 | 0,44 |
| 14 | Libertas | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 11 | 0,69 |
| 15 | Elos | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1* | 0 | 1 | 1 | 7 | 0,44 |
| 16 | Nucleos | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 6 | 0,38 |
| 17 | Sabesprev | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0,56 |
| 18 | Celos | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1* | 1 | 1* | 1 | 0 | 8 | 0,50 |
| 19 | Metrus | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 5 | 0,31 |
| 20 | Regius | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 6 | 0,38 |
| 21 | Fusesc | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0,50 |
| Frequência | | 17 | 18 | 6 | 3 | 4 | 4 | 12 | 5 | 9 | 10 | 4 | 2 | 6 | 16 | 21 | 13 | | |

Continua

Conclusão

Legenda: L = legitimidade. (*) disponível em área restrita ao participante do plano de aposentadoria. L1= registro de auto de infração ou de intervenção administrativa pela Previc. L2 = adesão a programas de investimento responsável e a códigos de autorregulação: PRI, Código de Stewardship da Amec, Código de Autorregulação em Governança de Investimentos Abrapp/Sindapp/ICSS e/ou Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar Sindapp/Abrapp. L3 = adesão a programas de responsabilidade socioambiental: PRI, Pacto Global e/ou Programa Pró-Equidade de Gênero e Raça. L4 = posse do selo Enef para educação financeira e previdenciária. L5 = divulgação da formação e da experiência dos conselheiros. L6 = diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo. L7 = diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo. L8 = divulgação da formação e da experiência dos diretores executivos. L9 = divulgação de manual de governança. L10 = divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos. L11 = divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros. L12 = divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo. L13 = reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias. L14 = divulgação de relatório mensal sobre o desempenho dos investimentos. L15 = existência de associação dos participantes e assistidos do fundo de pensão ou de empregados e aposentados do patrocinador. L16 = registros na mídia eletrônica sobre irregularidades na gestão.

Fonte: Elaborado pelo autor.

APÊNDICE F – Resultados para os indicadores de potencial de problemas de agência na amostra de fundos de pensão públicos de perfil II Previc com ativos entre R\$ 500 milhões e R\$ 2 bilhões, em ordem decrescente – Grupo III

| Fundos | Perfil | Constituição | | | Composição dos Investimentos | | | | | Estrutura de Governança | | | | | | Σ | Índice PPA |
|-------------------|---------------|--------------|-----|-----|------------------------------|-------|-----|-----|-----|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------------|
| | PA1 | PA2 | PA3 | PA4 | PA5 | PA6 | PA7 | PA8 | PA9 | PA10 | PA11 | PA12 | PA13 | PA14 | PA15 | PA16 | PA17 |
| 1 | Baneses | 1 | 0 | 2 | 1.530 | 63 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 7 | 0,23 |
| 2 | Fusan | 1 | 0 | 2 | 1.418 | 182 | 4 | ND | 0 | 6 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 11 | 0,42 |
| 3 | Funcorsan | 1 | 100 | 4 | 1.366 | 141 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 13 | 0,50 |
| 4 | Fipecq | 1 | 94 | 4 | 1.309 | 179 | 4 | 6 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 16 | 0,62 |
| 5 | Faceb | 1 | 97 | 4 | 1.302 | 28 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 11 | 0,42 |
| 6 | Prevdata | 1 | 67 | 4 | 1.248 | 137 | 4 | 0 | 0 | 4 | 2 | 0 | 0 | 2 | 2 | 17 | 0,65 |
| 7 | Cibrius | 1 | 56 | 4 | 1.189 | 60 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 13 | 0,50 |
| 8 | Prece | 1 | 18 | 2 | 1.185 | 267 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 9 | 0,35 |
| 9 | Isbre | 1 | 90 | 4 | 1.029 | 171 | 4 | 4 | 5 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 2 | 22 | 0,85 |
| 10 | Agros | 1 | 97 | 4 | 926 | 86 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 13 | 0,50 |
| 11 | Desban | 1 | 95 | 4 | 925 | 160 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 2 | 17 | 0,65 |
| 12 | Prevsan | 1 | 100 | 4 | 847 | 3 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 2 | 15 | 0,58 |
| 13 | Fundiágua | 1 | 39 | 2 | 805 | 114 | 4 | 179 | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 14 | 0,54 |
| 14 | Sergus | 1 | 99 | 4 | 742 | 61 | 2 | 0 | 0 | 4 | 2 | 2 | 0 | 0 | 2 | 15 | 0,58 |
| 15 | Compesaprev | 1 | 100 | 4 | 722 | 47 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 11 | 0,42 |
| 16 | São Francisco | 1 | 85 | 4 | 699 | 164 | 4 | 21 | 5 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 2 | 22 | 0,85 |
| 17 | Eletra | 1 | 11 | 2 | 662 | 130 | 4 | 20 | 5 | 6 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 16 | 0,62 |
| 18 | Fabasa | 1 | 9 | 2 | 635 | 56 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0,31 |
| 19 | Faceal | 1 | 45 | 2 | 613 | 4 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 7 | 0,27 |
| Totais/Frequência | | | | | 19.152 | 2.053 | | 230 | | | 17 | 12 | 19 | 8 | 3 | 0 | |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. PA1 = perfil atribuído pela Previc. PA2 = participação dos ativos vinculados a planos BD. PA3 = predomínio de tipo de plano de aposentadoria – BD ou outros, tais como CD, CV ou misto. PA4 = total de ativos de investimentos do fundo. PA5 = somatório de ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados. PA6 = proporção do somatório dos ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados no total de ativos do FPP. PA7 = somatório das provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. PA8 = registro de provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. PA9 = tamanho do conselho deliberativo. PA10 = conselho deliberativo com seis integrantes. PA11 = remuneração para conselheiros. PA12 = comitês de assessoramento do conselho deliberativo – comitê de investimentos ou comitê de plano de aposentadoria. PA13 = diretoria executiva composta de forma paritária ou por especialistas de mercado, nomeados pelo conselho deliberativo. PA14 = diretor de investimentos. PA15 = auditoria interna. PA16 = somatório dos resultados obtidos nos indicadores PA1, PA3, PA6, PA8 e PA10 a PA15. PA17 = índice resultante da divisão do somatório de pontos computados (PA16) pelo total máximo de pontos para cada tipo de perfil de FPP.

Fonte: elaborado pelo autor.

**APÊNDICE G – Resultados para os indicadores de legitimidade organizacional na amostra de fundos de pensão públicos de perfil II
Previc com ativos entre R\$ 500 milhões e R\$ 2 bilhões, em ordem decrescente – Grupo III**

| Ordem | Tipo de Legitimidade de Fundos | Regulatória | Normativa | | | Cultural-Cognitiva | | | | | | | | | | | Σ | Índice L | | | | |
|------------|--------------------------------|-----------------------|------------------------------|----------------|----|-------------------------|----|----|----|---|----|-----|-----|------------|----------------------------|-----|------|----------|------|-----|-----|-----|
| | | Cumprimento de Regras | Adesão a Códigos e Programas | | | Estrutura de Governança | | | | Transparência e Simetria de Informações | | | | Associação | Presença Negativa na Mídia | L17 | | | L18 | | | |
| | | | L1 | L2 | L3 | L4 | L5 | L6 | L7 | L8 | L9 | L10 | L11 | L12 | L13 | | | | | L14 | L15 | L16 |
| | | | Sim=0 Não=1 | Sim=1 Não=0 | | | | | | | | | | | Sim=0 Não=1 | | | | | | | |
| 1 | Baneses | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 | | | |
| 2 | Fusan | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 | | | | |
| 3 | Funcorsan | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0,56 | | | | |
| 4 | Fipecq | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 11 | 0,69 | | | | |
| 5 | Faceb | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1* | 1 | 0 | 1 | 1 | 8 | 0,50 | | | | | |
| 6 | Prevdata | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1* | 1 | 1* | 0 | 0 | 6 | 0,38 | | | | |
| 7 | Cibrius | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 5 | 0,31 | | | | |
| 8 | Prece | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 5 | 0,31 | | | | |
| 9 | Isbre | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 0,19 | | | | |
| 10 | Agros | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0,56 | | | | |
| 11 | Desban | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 6 | 0,38 | | | | |
| 12 | Prevsan | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 3 | 0,19 | | | | |
| 13 | Fundiágua | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0,06 | | | | |
| 14 | Sergus | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0,50 | | | | |
| 15 | Compesaprev | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 | | | | |
| 16 | São Francisco | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 | | | | |
| 17 | Eletra | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 7 | 0,44 | | | | |
| 18 | Fabasa | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 6 | 0,38 | | | | |
| 19 | Faceal | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 10 | 0,63 | | | | |
| Frequência | | 16 | 8 | 1 | 0 | 1 | 1 | 14 | 2 | 7 | 7 | 10 | 5 | 7 | 7 | 16 | 15 | | | | | |

Legenda: L = legitimidade. (*) disponível em área restrita ao participante do plano de aposentadoria. L1= registro de auto de infração ou de intervenção administrativa pela Previc. L2 = adesão a programas de investimento responsável e a códigos de autorregulação: PRI, Código de Stewardship da Amec, Código de Autorregulação em Governança de Investimentos Abrapp/Sindapp/ICSS e/ou Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar Sindapp/Abrapp. L3 = adesão a programas de responsabilidade socioambiental: PRI, Pacto Global e/ou Programa Pró-Equidade de Gênero e Raça. L4 = posse do selo Enef para educação financeira e previdenciária.

Continua

Conclusão

L5 = divulgação da formação e da experiência dos conselheiros. L6 = diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo. L7 = diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo. L8 = divulgação da formação e da experiência dos diretores executivos. L9 = divulgação de manual de governança. L10 = divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos. L11 = divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros. L12 = divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo. L13 = reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias. L14 = divulgação de relatório mensal sobre o desempenho dos investimentos. L15 = existência de associação dos participantes e assistidos do fundo de pensão ou de empregados e aposentados do patrocinador. L16 = registros na mídia eletrônica sobre irregularidades na gestão.

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE H – Resultados para os indicadores do potencial de problemas de agência na amostra de fundos de pensão públicos de perfil II Previc com ativos de investimento abaixo de R\$ 500 milhões, em ordem decrescente – Grupo IV

| Fundos | Perfil | Constituição | | Composição dos Investimentos | | | | | | Estrutura de Governança | | | | | | Σ | Índice PPA | |
|-------------------|-----------|--------------|-----|------------------------------|-------|-----|-----|-----|-----|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------------|------|
| | PA1 | PA3 | PA3 | PA4 | PA5 | PA6 | PA7 | PA8 | PA9 | PA10 | PA11 | PA12 | PA13 | PA14 | PA15 | PA16 | PA17 | |
| 1 | Derminas | 1 | 100 | 4 | 457 | 25 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 13 | 0,50 |
| 2 | Fapa | 1 | 0 | 2 | 431 | 36 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0,35 |
| 3 | Facepi | 1 | 88 | 4 | 409 | 31 | 2 | 0 | 0 | 4 | 2 | 2 | 0 | 0 | 2 | 2 | 15 | 0,58 |
| 4 | Cifrão | 1 | 88 | 4 | 379 | 49 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 2 | 0 | 2 | 2 | 17 | 0,65 |
| 5 | Faeces | 1 | 90 | 4 | 323 | 96 | 4 | 0 | 0 | 4 | 2 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 19 | 0,73 |
| 6 | Funterra | 1 | 0 | 2 | 310 | 4 | 2 | 0 | 0 | 4 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0,35 |
| 7 | Casanprev | 1 | 0 | 2 | 263 | 56 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0,35 |
| 8 | Previcel | 1 | 100 | 4 | 245 | 6 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 15 | 0,58 |
| 9 | Supre | 1 | 0 | 2 | 239 | 10 | 2 | 0 | 0 | 4 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 10 | 0,38 |
| 10 | Fioprev | 1 | 0 | 2 | 213 | 5 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0,31 |
| 11 | Cageprev | 1 | 0 | 2 | 175 | 10 | 2 | 0 | 0 | 4 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 9 | 0,35 |
| 12 | Alpha | 1 | 100 | 4 | 171 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 15 | 0,58 |
| 13 | Fapece | 1 | 100 | 4 | 154 | 11 | 2 | 0 | 0 | 4 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 17 | 0,65 |
| 14 | Prevbep | 1 | 100 | 4 | 142 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 15 | 0,58 |
| 15 | Fumpresc | 1 | 0 | 2 | 139 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 | 0,35 |
| 16 | Sias | 1 | 83 | 4 | 133 | 15 | 4 | 0 | 0 | 6 | 0 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 17 | 0,65 |
| 17 | Cafbep | 1 | 5 | 2 | 122 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0,31 |
| 18 | Albaprev | 1 | 0 | 2 | 78 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 8 | 0,31 |
| 19 | Datusprev | 1 | 0 | 2 | 74 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0,23 |
| 20 | Geiprev | 1 | 100 | 4 | 73 | 35 | 4 | 11* | 5 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 20 | 0,77 |
| 21 | Funcasal | 1 | 100 | 4 | 57 | 3 | 2 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 13 | 0,50 |
| 22 | Silius | 1 | 100 | 4 | 40 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 2 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 15 | 0,58 |
| 23 | Alepeprev | 1 | 0 | 2 | 33 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0,23 |
| Totais/Frequência | | | | | 4.660 | 392 | | 11 | | | 13 | 8 | 16 | 7 | 0 | 0 | | |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. (*) Dado coletado no RAI de 2017, único relatório disponível no sítio eletrônico da entidade no período da pesquisa, em que consta a informação de provisões de perdas advindas do ano anterior. PA1 = perfil atribuído pela Previc. PA2 = participação dos ativos vinculados a planos BD. PA3 = predomínio de tipo de plano de aposentadoria – BD ou outros, tais como CD, CV ou misto. PA4 = total de ativos de investimentos do fundo. PA5 = somatório de ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados. PA6 = proporção do somatório dos ativos de investimento em renda variável e/ou estruturados no total de ativos do FPP. PA7 = somatório das provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017.

Continua

Conclusão

PA8 = registro de provisões para perdas em investimentos em renda variável, créditos privados e depósitos, direitos creditórios e investimentos estruturados nas demonstrações financeiras dos anos 2015, 2016 e 2017. PA9 = tamanho do conselho deliberativo. PA10 = conselho deliberativo com seis integrantes. PA11 = remuneração para conselheiros. PA12 = comitês de assessoramento do conselho deliberativo – comitê de investimentos ou comitê de plano de aposentadoria. PA13 = diretoria executiva composta de forma paritária ou por especialistas de mercado, nomeados pelo conselho deliberativo. PA14 = diretor de investimentos. PA15 = auditoria interna. PA16 = somatório dos resultados obtidos nos indicadores PA1, PA3, PA6, PA8 e PA10 a PA15. PA17 = índice resultante da divisão do somatório de pontos computados (PA16) pelo total máximo de pontos para cada tipo de perfil de FPP.

Fonte: elaborado pelo autor.

**APÊNDICE I – Resultados para os indicadores de legitimidade organizacional na amostra de fundos de pensão públicos de perfil II
Previc com ativos de investimento abaixo de R\$ 500 milhões, em ordem decrescente – Grupo IV**

| Ordem | Tipo de Legitimidade | Regulatória | Normativa | | Cultural-Cognitiva | | | | | | | | | | | | Σ | Índice L | |
|------------|----------------------|-----------------------|------------------------------|----|--------------------|-------------------------|----|----|----|---|-----|-----|-----|------------|----------------------------|-----|-----|----------|------|
| | Fundos | Cumprimento de Regras | Adesão a Códigos e Programas | | | Estrutura de Governança | | | | Transparência e Simetria de Informações | | | | Associação | Presença Negativa na Mídia | | | | |
| | | L1 | L2 | L3 | L4 | L5 | L6 | L7 | L8 | L9 | L10 | L11 | L12 | L13 | L14 | L15 | L16 | | |
| | | Sim=0 Não=1 | Sim=1 Não=0 | | | | | | | | | | | | Sim=0 Não=1 | L17 | L18 | | |
| 1 | Derminas | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0,38 |
| 2 | Fapa | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 |
| 3 | Facepi | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 5 | 0,31 |
| 4 | Cifrão | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 | 0,25 |
| 5 | Faeces | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 7 | 0,44 |
| 6 | Funterra | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 |
| 7 | Casanprev | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 7 | 0,44 |
| 8 | Previcel | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1* | 0 | 1* | 0 | 1 | 4 | 0,25 |
| 9 | Supre | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 |
| 10 | Fioprev | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 | 0,25 |
| 11 | Cageprev | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0,38 |
| 12 | Alpha | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 4 | 0,25 |
| 13 | Fapece | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 |
| 14 | Prevbep | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 6 | 0,38 |
| 15 | Fumpresc | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 |
| 16 | Sias | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0,38 |
| 17 | Cafbep | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 6 | 0,38 |
| 18 | Albaprev | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 |
| 19 | Datusprev | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 5 | 0,31 |
| 20 | Geiprev | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 0,31 |
| 21 | Funcasal | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 4 | 0,25 |
| 22 | Silius | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 3 | 0,19 |
| 23 | Alepeprev | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 4 | 0,25 |
| Frequência | | 23 | 6 | 0 | 1 | 0 | 0 | 14 | 3 | 0 | 10 | 11 | 2 | 3 | 4 | 15 | 23 | | |

Continua

Conclusão

Legenda: L = legitimidade. (*) disponível em área restrita ao participante do plano de aposentadoria. L1= registro de auto de infração ou de intervenção administrativa pela Previc. L2 = adesão a programas de investimento responsável e a códigos de autorregulação: PRI, Código de Stewardship da Amec, Código de Autorregulação em Governança de Investimentos Abrapp/Sindapp/ICSS e/ou Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar Sindapp/Abrapp. L3 = adesão a programas de responsabilidade socioambiental: PRI, Pacto Global e/ou Programa Pró-Equidade de Gênero e Raça. L4 = posse do selo Enef para educação financeira e previdenciária. L5 = divulgação da formação e da experiência dos conselheiros. L6 = diversidade de conhecimentos na composição do conselho deliberativo. L7 = diversidade de gênero na composição do conselho deliberativo. L8 = divulgação da formação e da experiência dos diretores executivos. L9 = divulgação de manual de governança. L10 = divulgação de informações detalhadas sobre a remuneração ou políticas de remuneração de conselheiros e diretores executivos. L11 = divulgação dos atributos que embasam a escolha dos gestores externos de ativos financeiros. L12 = divulgação de atas de reunião do conselho deliberativo. L13 = reuniões periódicas com participantes e assistidos para discussão de resultados e estratégias. L14 = divulgação de relatório mensal sobre o desempenho dos investimentos. L15 = existência de associação dos participantes e assistidos do fundo de pensão ou de empregados e aposentados do patrocinador. L16 = registros na mídia eletrônica sobre irregularidades na gestão.

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE J – Lista de figuras com o efeito predominante do conselheiro independente na amostra de fundos de pensão públicos por grupos de perfil Previc/porte

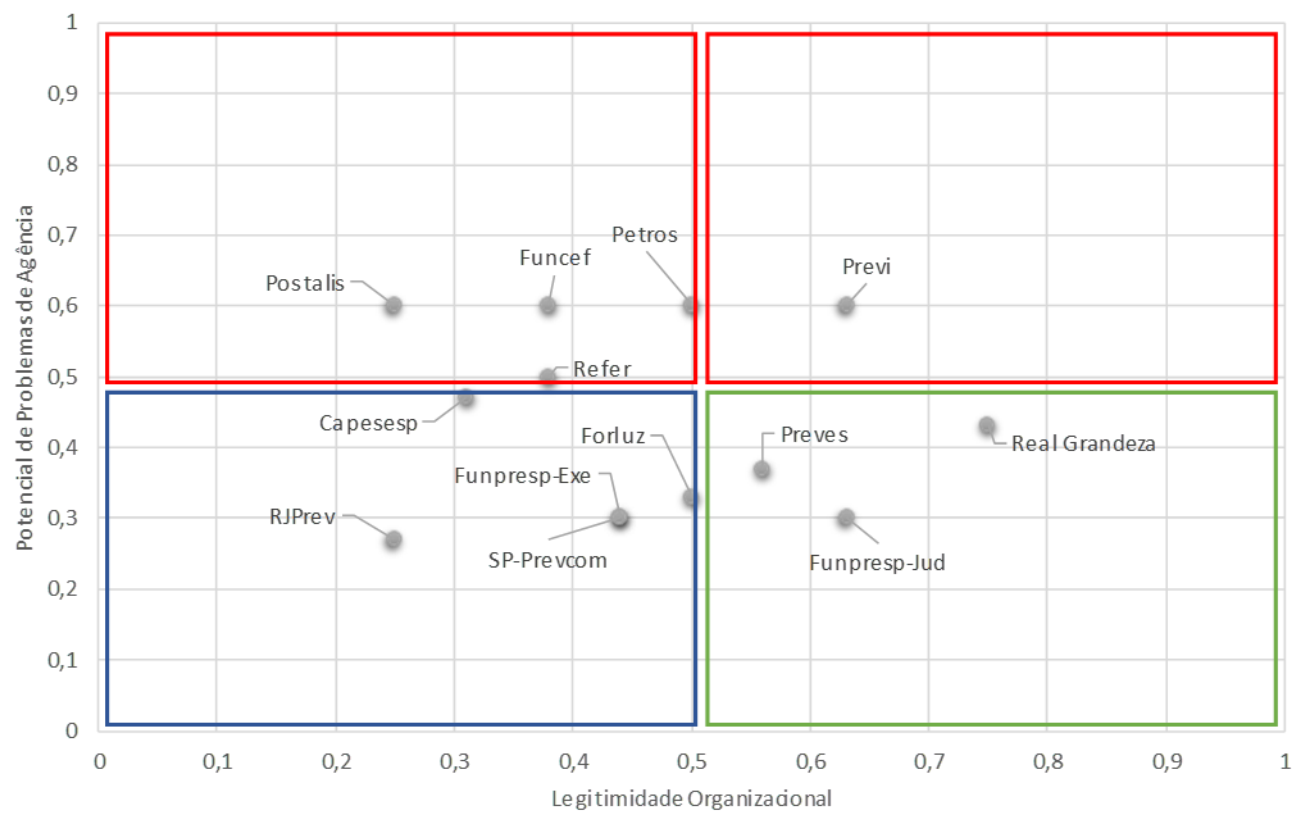
Figura 4 – Efeito predominante do conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do grupo I em ordem decrescente de ativos de investimento

| Fundos | | Índice PPA | Índice L | Efeito do CI |
|--------|---------------|------------|----------|--------------|
| 1 | Previ | 0,60 | 0,63 | -PA |
| 2 | Petros | 0,60 | 0,50 | -PA+L |
| 3 | Funcef | 0,60 | 0,38 | -PA+L |
| 4 | Forluz | 0,33 | 0,50 | +L |
| 5 | Real Grandeza | 0,43 | 0,75 | D |
| 6 | Postalis | 0,60 | 0,25 | -PA+L |
| 7 | Refer | 0,50 | 0,38 | -PA+L |
| 8 | SP-Prevcom | 0,30 | 0,44 | +L |
| 9 | Funpresp-Exe | 0,30 | 0,44 | +L |
| 10 | Capesesp | 0,47 | 0,31 | +L |
| 11 | Funpresp-Jud | 0,30 | 0,63 | D |
| 12 | RJPrev | 0,27 | 0,25 | +L |
| 13 | Preves | 0,37 | 0,56 | D |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. PA = problema de agência. L = legitimidade. CI = conselheiro independente. D = dispensável.

Fonte: elaborado pelo autor.

Figura 5 – Gráfico de dispersão do efeito predominante do conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do grupo I



Fonte: elaborado pelo autor.

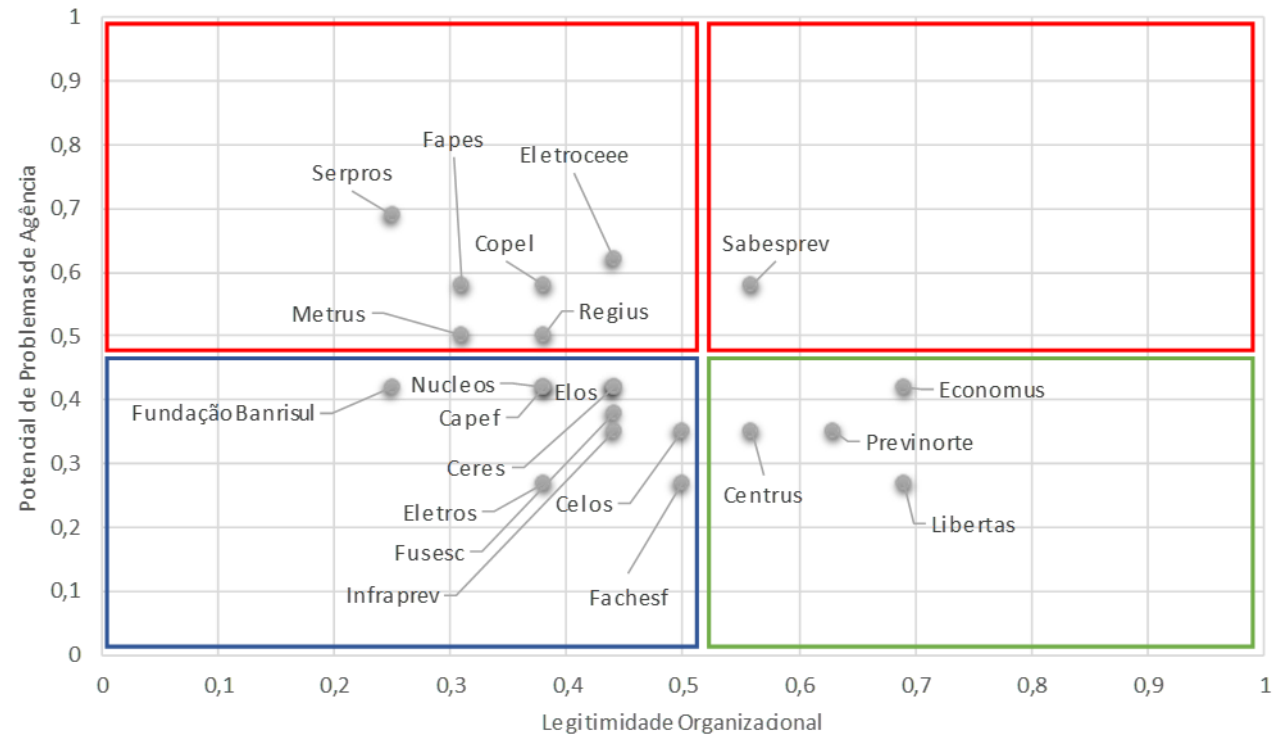
Figura 6 – Efeito predominante do conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do grupo II em ordem decrescente de ativos de investimento

| Fundos | | Índice PPA | Índice L | Efeito do CI |
|--------|-------------------|------------|----------|--------------|
| 1 | Fapes | 0,58 | 0,31 | -PA+L |
| 2 | Copel | 0,58 | 0,38 | -PA+L |
| 3 | Centrus | 0,35 | 0,56 | D |
| 4 | Fachesf | 0,27 | 0,50 | +L |
| 5 | Ceres | 0,42 | 0,44 | +L |
| 6 | Economus | 0,42 | 0,69 | D |
| 7 | Eletroceee | 0,62 | 0,44 | -PA+L |
| 8 | Serpros | 0,69 | 0,25 | -PA+L |
| 9 | Fundação Banrisul | 0,42 | 0,25 | +L |
| 10 | Eletros | 0,27 | 0,38 | +L |
| 11 | Capef | 0,42 | 0,38 | +L |
| 12 | Previnorte | 0,35 | 0,63 | D |
| 13 | Infraprev | 0,35 | 0,44 | +L |
| 14 | Libertas | 0,27 | 0,69 | D |
| 15 | Elos | 0,42 | 0,44 | +L |
| 16 | Nucleos | 0,50 | 0,38 | -PA+L |
| 17 | Sabesprev | 0,58 | 0,56 | -PA |
| 18 | Celos | 0,35 | 0,50 | +L |
| 19 | Metrus | 0,50 | 0,31 | -PA+L |
| 20 | Regius | 0,42 | 0,38 | +L |
| 21 | Fusesc | 0,38 | 0,50 | +L |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. L = legitimidade. CI = conselheiro independente. -PA = mitiga o problema de agência. +L = aumenta a legitimidade. D = dispensável.

Fonte: elaborado pelo autor.

Figura 7 – Gráfico de dispersão do efeito predominante do conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do grupo II



Fonte: elaborado pelo autor.

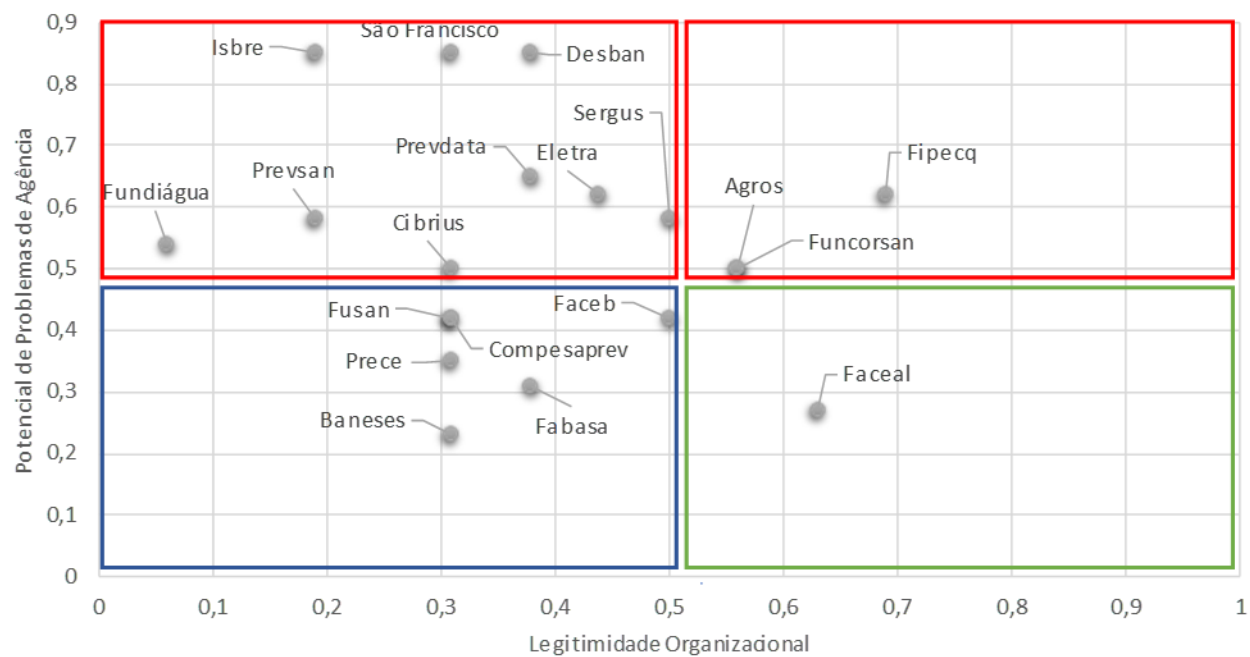
Figura 8 – Efeito predominante do conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do grupo III em ordem decrescente de ativos de investimento

| Fundos | | Índice PPA | Índice L | Efeito do CI |
|--------|---------------|------------|----------|--------------|
| 1 | Baneses | 0,23 | 0,31 | +L |
| 2 | Fusan | 0,42 | 0,31 | +L |
| 3 | Funcorsan | 0,50 | 0,56 | -PA |
| 4 | Fipecq | 0,62 | 0,69 | -PA |
| 5 | Faceb | 0,42 | 0,50 | +L |
| 6 | Prevdata | 0,65 | 0,38 | -PA+L |
| 7 | Cibrius | 0,50 | 0,31 | -PA+L |
| 8 | Prece | 0,35 | 0,31 | +L |
| 9 | Isbre | 0,85 | 0,19 | -PA+L |
| 10 | Agros | 0,50 | 0,56 | -PA |
| 11 | Desban | 0,85 | 0,38 | -PA+L |
| 12 | Prevsan | 0,58 | 0,19 | -PA+L |
| 13 | Fundiágua | 0,54 | 0,06 | -PA+L |
| 14 | Sergus | 0,58 | 0,50 | -PA+L |
| 15 | Compesaprev | 0,42 | 0,31 | +L |
| 16 | São Francisco | 0,85 | 0,31 | -PA+L |
| 17 | Eletra | 0,62 | 0,44 | -PA+L |
| 18 | Fabasa | 0,31 | 0,38 | +L |
| 19 | Faceal | 0,27 | 0,63 | D |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. L = legitimidade. CI = conselheiro independente. -PA = mitiga problemas de agência. +L = aumenta a legitimidade. D = dispensável.

Fonte: elaborado pelo autor.

Figura 9 – Gráfico de dispersão do efeito predominante do conselho independente nos fundos de pensão públicos do grupo III



Fonte: elaborado pelo autor.

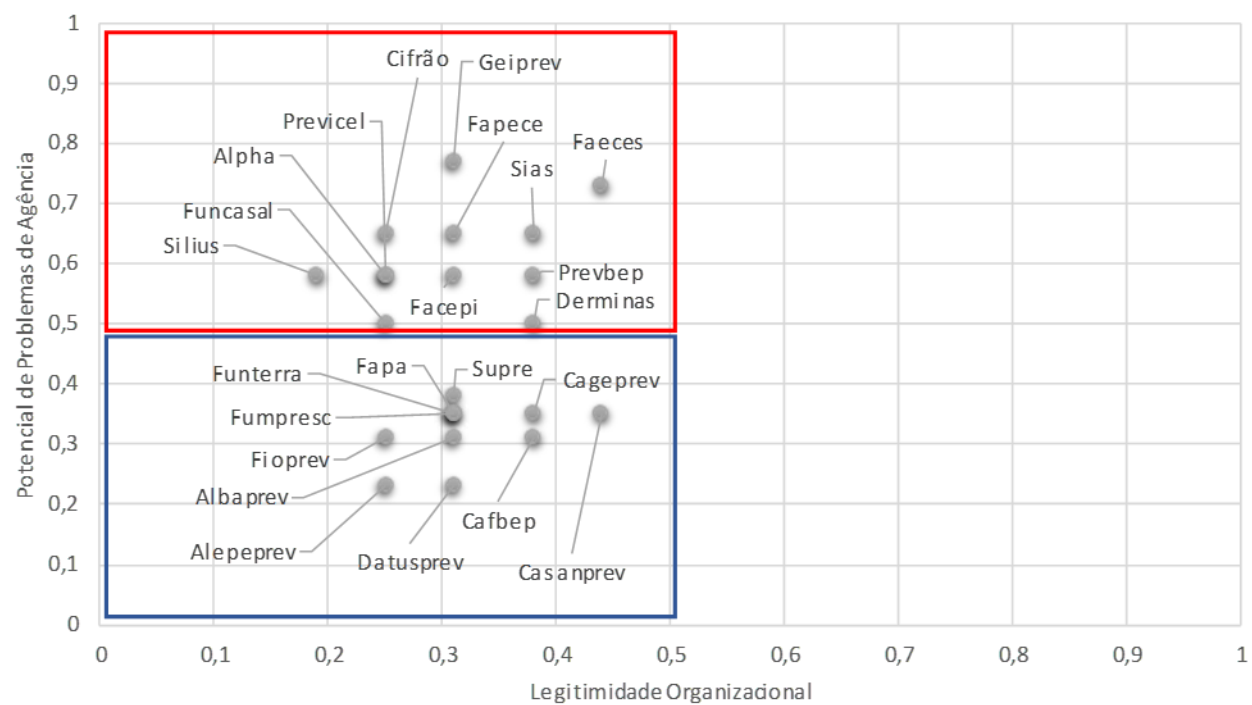
Figura 10 – Efeito predominante do conselheiro independente nos fundos de pensão públicos do grupo IV em ordem decrescente de ativos de investimento

| Fundos | | Índice PPA | Índice L | Efeito do CI |
|--------|-----------|------------|----------|--------------|
| 1 | Derminas | 0,50 | 0,38 | -PA+L |
| 2 | Fapa | 0,35 | 0,31 | +L |
| 3 | Facepi | 0,58 | 0,31 | -PA+L |
| 4 | Cifrão | 0,65 | 0,25 | -PA+L |
| 5 | Faeces | 0,73 | 0,44 | -PA+L |
| 6 | Funterra | 0,35 | 0,31 | +L |
| 7 | Casanprev | 0,35 | 0,44 | +L |
| 8 | Previcel | 0,58 | 0,25 | -PA+L |
| 9 | Supre | 0,38 | 0,31 | +L |
| 10 | Fioprev | 0,31 | 0,25 | +L |
| 11 | Cageprev | 0,35 | 0,38 | +L |
| 12 | Alpha | 0,58 | 0,25 | -PA+L |
| 13 | Fapece | 0,65 | 0,31 | -PA+L |
| 14 | Prevbep | 0,58 | 0,38 | -PA+L |
| 15 | Fumpresc | 0,35 | 0,31 | +L |
| 16 | Sias | 0,65 | 0,38 | -PA+L |
| 17 | Cafbep | 0,31 | 0,38 | +L |
| 18 | Albaprev | 0,31 | 0,31 | +L |
| 19 | Datusprev | 0,23 | 0,31 | +L |
| 20 | Geiprev | 0,77 | 0,31 | -PA+L |
| 21 | Funcasal | 0,50 | 0,25 | -PA+L |
| 22 | Silius | 0,58 | 0,19 | -PA+L |
| 23 | Alepeprev | 0,23 | 0,25 | +L |

Legenda: PPA = potencial de problemas de agência. L = legitimidade. CI = conselheiro independente. -PA = mitiga problemas de agência. +L = aumenta a legitimidade. D = dispensável.

Fonte: elaborado pelo autor.

Figura 11 – Gráfico de dispersão do efeito predominante do conselho independente nos fundos de pensão públicos do grupo IV



Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE K – Relação dos fundos de pensão públicos da amostra com registro de auto de infração aplicado pela Previc entre os anos 2016 e 2018

| Fundo | Infração | Decisão Previc | Endereço Eletrônico |
|--------------|--|-----------------------|---|
| Eletra | Aplicar recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), infringindo o disposto no § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, combinado com artigos 1º, 4º, incisos I, II e IV e artigos 11 e 18, parágrafo 1º, inciso III, da Resolução CMN 3.792/09; capitulado no art. 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Nº 37, de 06/11/2017 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-37-de-6-de-novembro-de-2017.pdf/view |
| | Infringir o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001, c/c arts. 4º, incisos I e IV, 9º e 18, § 1º, inciso III, e art. 30, §1º, todos da Resolução CMN nº 3.792, de 2009, e com o art. 12 da Resolução CGPC nº 13, de 2004, tipificado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003. | Colegiada, 08/10/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-8-de-outubro-de-2018.pdf/view |
| Eletroceee | Intervenção da Fundação CEEE de Seguridade Social - ELETROCEEE, decretada pela Portaria nº 780, de 14/08/2017 (DOU 15/08/2017) | Nº 9, de 23/04/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-9-de-23-de-abril-de-2018.pdf/view |
| | Infringir o § 1º do art. 9º da Lei Complementar 109, de 29/05/2001; arts. 4º, 9º, 10 e 16 da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009; tipificado no artigo 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003 | Colegiada, 17/09/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-17-de-setembro-de-2018.pdf/view |

Continua

Continuação

| | | | |
|---------|--|-----------------------|---|
| Funcenf | Aplicar recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), infringindo o disposto no § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, combinado com artigos 1º, 4º, incisos I, II e IV e artigos 11 e 18, parágrafo 1º, inciso III, da Resolução CMN 3.792/09; capitulado no art. 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Nº 39, de 6/11/2017 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-39-de-6-de-novembro-2017.pdf/view |
| | Idem | Nº 5, de 02/04/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-5-de-2-de-abril-de-2018.pdf/view |
| | Idem | Nº 28, de 24/08/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-28-de-24-de-agosto-de-2018.pdf/view |
| | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o disposto no § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001 combinado com artigos 4º e 9º da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009 e artigo 12 da Resolução CGPC nº 13, de 01/10/2004; capitulado no art. 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Nº 29, 27/08/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-29-de-27-de-agosto-de-2018.pdf/view |
| | Infringir o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001, c/c arts. 1º, 4º, 9º e 11, todos da Resolução CMN nº 3.792, de 2009, tipificado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003. | Colegiada, 14/09/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-14-de-setembro-de-2018.pdf/view |
| | Infringir o disposto no § 1º do art. 9º da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, c/c artigos 4º e 9º da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009 e artigo 12 da Resolução CGPC nº 13, de 01/10/2004; tipificado no art. 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Colegiada, 15/10/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-15-de-outubro-de-2018.pdf/view |

Continua

Continuação

| | | | |
|-----------|---|-----------------------|---|
| Fundiação | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001 c/c arts. 4º, incisos I e IV, 9º e 18, § 1º, inciso III todos da Resolução CMN nº 3.792, de 2009, e art. 12 da Resolução CGCP 13, de 01/10/2004, capitulado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003. | Nº 20, de 23/07/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-20-de-23-de-julho-de-2018.pdf/view |
| | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001 c/c arts. 1º e 61 do Regulamento Anexo a Resolução CMN Nº 3.456/07, e o art. 12 da Resolução CGCP 13, de 01/10/2004, capitulado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003. | Nº 31, de 06/08/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-31-de-6-de-agosto-de-2018.pdf/view |
| | Infringir o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001 c/c arts. 4º, 9º e 31, da Resolução CMN nº 3.792/2009, e art. 12, da Resolução CGCP 13/2004, tipificado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003. | Colegiada, 15/10/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-15-de-outubro-de-2018.pdf/view |
| Fusesc | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001 c/c arts. 4º, incisos I e IV, 9º e 18, § 1º, inciso III, e art. 30, §1º, todos da Resolução CMN nº 3.792, de 2009, e com o art. 12 da Resolução CGPC nº 13, de 2004, capitulado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003 | Nº 13, de 18/06/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-13-de-18-de-junho-de-2018.pdf/view |
| | Infringir o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001, c/c arts. 4º, incisos I e IV, 9º e 30, §1º, todos da Resolução CMN nº 3.792, de 2009, e com o art. 12 da Resolução CGPC nº 13, de 2004, tipificado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003. | Colegiada, 08/10/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-8-de-outubro-de-2018.pdf/view |

Continua

Continuação

| | | | |
|-----------|---|--------------------------|---|
| Infraprev | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o disposto no § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, combinado com o os artigos 1º, 4º, 9º e 11 da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009 e com os artigos 1º e 12 da Resolução CGPC nº 13/2004; capitulado no artigo 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003 | Nº 11, de 23/04/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-11-de-23-de-abril-de-2018.pdf/view |
| Petros | Infringir o disposto no § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, combinado com os artigos 1º e 61 da Resolução CMN 3.456/07; artigos 4º, 9º, 12 e 30 da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009 e com os artigos 1º, 4º e 12 da Resolução CGPC nº 13/2004; capitulado no artigo 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Nº 38, de 06/11/2017 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-38-de-6-de-novembro-de-2017.pdf/view |
| | Violar o item 12 do Anexo à Resolução MPAS/CPC nº 6, de 7 de abril de 1988 c/c artigo 15 da Instrução nº 04/2010; artigo 43 do Estatuto Petros; capitulado no art. 110 do Decreto nº 4.942/2003 c/c art. 65 da Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001 | Nº 8, de 02/04/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-8-de-2-de-abril-de-2018.pdf/view |
| | Infringir ao § 1º do art. 9º da Lei Complementar 109/2001; arts. 4º, 9º, 12 e 30 da Resolução CMN 3.792/2009; arts. 1º, 4º e 12 da Resolução CGPC nº 13, de 01/10/2004, de 24/09/2009; tipificado no art. 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Colegiada, 24/09/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-24-de-setembro-de-2018.pdf/view |
| | Infringir o disposto no § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, combinado com os arts. 4º, 9º e 12 da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009 e artigos 1º, 4º e 12 da Resolução CGPC nº 13, de 01/10/2004; tipificado no art. 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Colegiada, 15/10/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-15-de-outubro-de-2018.pdf/view |

Continua

Continuação

| | | | |
|----------|---|-----------------------|---|
| | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas, pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o disposto no art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001, c/c o art. 12 da Resolução CGPC 13, de 2004, e com os arts. 4º, 9º, 18, § 1º, inciso III, e 30 todos da Resolução CMN nº 3.792, de 24/09/2009. | Nº 6, de 02/04/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-6-de-2-de-abril-de-2018.pdf/view |
| | Idem | Nº 7, de 02/04/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-7-de-2-de-abril-de-2018.pdf/view |
| Postalis | <p>O Postalis está sob intervenção da Previc desde 04/10/2017. O interventor é o auditor da Receita Federal Walter de Carvalho Parente, nomeado para exercer a função, inicialmente pelo prazo de 180 dias. As Portarias da Previc nº 955 e 956 foram publicadas no Diário Oficial da União, e decretaram a intervenção e a nomeação do interventor, respectivamente.</p> <p>PORTARIA Nº 255, DE 27 DE MARÇO DE 2018</p> <p>O Diretor-superintendente substituto da Previc, Fábio Henrique de Sousa Coelho, prorroga por 180 (cento e oitenta) dias, a contar de 02 de abril de 2018, o prazo de que trata a Portaria nº 955, de 03 de outubro de 2017, referente à intervenção no Postalis.</p> <p>A Portaria foi assinada em 27 de março e entrou em vigor a partir da publicação no D.O.U.</p> <p>PORTARIA Nº 893, DE 19 DE SETEMBRO DE 2018</p> <p>O Diretor-superintendente da Previc, Fábio Henrique de Sousa Coelho, prorroga por 180 (cento e oitenta) dias, a contar de 29 de setembro de 2018, o prazo de que trata a Portaria nº 255, de 27 de março de 2018, referente à intervenção no Postalis.</p> <p>A Portaria foi assinada em 19 de setembro e entrou em vigor a partir da publicação no D.O.U.</p> | | |
| | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o disposto no § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, combinado com os artigos 1º, 4º, 9º e 11 da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009 e com os artigos 1º e 12 da Resolução CGPC nº 13/2004; capitulado no artigo 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Nº 14, 18/06/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-14-de-18-de-junho-de-2018.pdf/view |
| Refer | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001 c/c arts. 4º, incisos I, II e IV, 9º, 10 e 11, todos da Resolução CMN nº 3.792, de 2009, capitulado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003. | Nº 32, de 06/08/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-32-de-6-de-agosto-de-2018.pdf/view |
| | Infringir o § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001; c/c arts. 4º, I, II e IV, 9º e 18, §1º, III, da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009; arts. 1º e 12 da Resolução CGPC nº 13/2004; tipificado no art. 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Colegiada, 24/09/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-de-24-de-setembro-de-2018.pdf/view |

Continua

Conclusão

| | | | |
|---------------|--|----------------------|---|
| São Francisco | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o art. 9º, § 1º, da Lei Complementar nº 109, de 2001 c/c arts. 4º, incisos I e IV, 9º e 18, § 1º, inciso III todos da Resolução CMN nº 3.792, de 2009, capitulado no art. 64 do Decreto nº 4.942, de 2003. | Nº 10, de 23/04/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-10-de-23-de-abril-de-2018.pdf/view |
| Serpros | Aplicar os recursos garantidores das reservas técnicas, provisões e fundos dos planos de benefícios em desacordo com as diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, infringindo o disposto no § 1º do art. 9º, da Lei Complementar 109, de 29/05/2001, combinado com artigos 4º, 9º e 18 da Resolução CMN 3.792, de 24/09/2009 e 1º e 12 da Resolução CGPC nº 13/2004; capitulado no art. 64 do Decreto 4.942, de 30/12/2003. | Nº 30, de 24/08/2018 | http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/decisoes-previc/decisao-no-30-de-24-de-agosto-de-2018.pdf/view |

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE L – Relação de associações que manifestam defesa dos interesses dos beneficiários de planos de aposentadoria dos fundos de pensão públicos da amostra

| Fundo de Pensão Público | Associação de Participantes e Assistidos | Endereço Eletrônico |
|--------------------------------|---|---|
| Agros | Associação dos Participantes do Agros (APAGROS) | http://apagros.org.br/ |
| Capecf | Associação dos Funcionários Aposentados do Banco do Nordeste (AABNB) | aabnb.com.br |
| Celos | Associação dos Aposentados e Pensionistas da CELESC | http://www.apcelesc.com.br/beneficios |
| Ceres | Associação Nacional dos Aposentados e Pensionistas da CERES | http://www.anapec.org.br/component/content/category/9-geral |
| Copel | Associação dos Participantes da Fundação Copel (APFC) | http://apfcparana.com.br/index.php?option=com_content&view=article&id=46&Itemid=55 |
| Economus | Associação dos Aposentados e Pensionistas do Banco Nossa Caixa (AFACEESP) | https://www.afacesp.org.br/ |
| Eletros | Associação dos Aposentados Participantes da Eletros | http://www.apelonline.com/ |
| Fachesf | Associação dos Aposentados, Pensionistas e Empregados da CHESF e da FACHESF | http://www.aposchesf.com.br/ |
| Fapes | Associação dos Empregados e Empregados-aposentados dos Patrocinadores e/ou dos Participantes da Fapes (APA-FAPES/BNDES) | http://www.apabndes.org.br/a-apa/ |
| Forluz | Associação dos Eletricitários Aposentados e Pensionistas da Cemig e Subsidiárias (AEA-MG) | http://www.aeamg.org.br/ |
| Funcef | Associação Nacional Independente dos Participantes e Assistidos da Funcef (ANIPA) | http://www.anipa.com.br/site/index.php |
| Fusesc | Associação dos Aposentados e Pensionistas da Fusesc (AAPFUSESC) | http://aapfusesc.com.br/ |
| Libertas | Associação dos Aposentados da PRODEMGE (AOSPRODEMGE) | http://www.aposprodemge.org.br/pagina1.htm |
| Metrus | Associação dos Aposentados e Pensionistas do Metrô de São Paulo (AAPM) | http://www.associacaoaposentadosaapm.com.br/ |
| Nucleos | Associação dos Aposentados do Nucleos (ASAN) | http://www.asan.org.br |
| Petros | Associação Nacional dos Participantes da Petros | https://apape.org.br/web/ |
| Postalís | Federação dos Aposentados, Aposentáveis e Pensionistas dos Correios e Telégrafos (FAACO) | http://www.faaco.org.br/index.php |

Continua

Conclusão

| | | |
|---------------|---|---|
| Prece | Associação dos Aposentados da Cia. Estadual de Águas e Esgotos (ASAPAE) | http://asapae.org.br/ |
| Previ | Associação dos Participantes, Assistidos e Pensionistas do Plano de Benefícios N° 1 da Previ (AAPPREVI) | https://www.aapprevi.com.br/conheca.php |
| Real Grandeza | Associação dos Aposentados de FURNAS (AOSFURNAS) | http://www.aposfurnas.com.br/wp-content/uploads/2014/09/elo_141.pdf |
| Regius | Associação dos Funcionários Aposentados e Pensionistas do BRB (AFABRB) | http://www.afabrb.org/associacao/ |
| Sabesprev | Associação dos Aposentados e Pensionistas da SABESP (AAPS) | https://www.aaps.com.br/ |
| Sergus | Associação dos Participantes, Ativos, Assistidos, Pensionistas e Aposentados do Banco do Estado de Sergipe S.A e suas Coligadas (APABANESE) | https://apabanese.org.br/ |
| Serpros | Associação dos Participantes e Assistidos do Serpros (ASPAS) | http://www.aspas.org.br/ |

Fonte: elaborado pelo autor.

APÊNDICE M – Coletânea de notícias da mídia eletrônica sobre irregularidades nos fundos de pensão públicos da amostra no período de 2016 a 2018

| Fundo de Pensão | Data | Título | Fonte | Endereço Eletrônico |
|-----------------|------------|--|------------------------------|---|
| Celos | 06/09/2016 | Rombo da Fundação Celos é pago pela Celesc e empregados | Jornal Diário Catarinense | http://dc.clicrbs.com.br/sc/colunistas/estela-benetti/noticia/2016/09/rombo-da-fundacao-celos-e-pago-pela-celesc-e-empregados-7390493.html |
| | 30/06/2016 | Operação Greenfield | Ministério Público Federal | http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/greenfield-doc-11 |
| Cibrius | 16/01/2016 | Fundo de pensão da Conab é alvo de investigação | Jornal O Estado de São Paulo | https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,fundo-de-pensao-da-conab-e-alvo-de-investigacao,10000007258 |
| | 17/01/2016 | Fundos de Pensão: Agora é o fundo Cibrius (Conab) que é alvo de investigação pela Previc | Portal Astelgo | http://astelgo.com.br/2016/01/17/fundos-de-pensao-agora-e-o-fundo-cibrius-conab-que-e-alvo-de-investigacao-pela-previc/ |
| | 24/10/2018 | Ministério Público apura irregularidades em fundo de pensão dos servidores da Conab. | Blog Henrique Barbosa | https://henriquebarbosa.com/2018/10/24/ministerio-publico-apura-irregularidades-em-fundo-de-pensao-dos-servidores-da-conab/ |
| Eletroceee | 15/08/2017 | Previc decreta intervenção na Fundação CEEE | Jornal do Comércio | https://www.jornaldocomercio.com/_conteudo/2017/08/economia/579782-previc-decreta-intervencao-na-fundacao-ceee.html |
| | 15/08/2017 | Fundação de Seguridade Social da CEEE está sob intervenção de órgão federal | GaúchaZH | https://gauchazh.clicrbs.com.br/noticia/2017/08/fundacao-de-seguridade-social-da-ceee-esta-sob-intervencao-de-orgao-federal-cj6xttq8l006tfaj0ym7cobl3.html |
| | 16/08/2017 | Governo e servidores divergem sobre intervenção na Eletroceee | Jornal Correio do Povo | http://www.correiodopovo.com.br/Noticias/Politica/2017/8/625966/Governo-e-servidores-divergem-sobre-intervencao-na-Eletroceee |

Continua

Continuação

| | | | | |
|-------------------|------------|---|--|---|
| Fapes | 05/08/2016 | A promíscua relação entre o BNDES e a Fapes, seu fundo de pensão | Jornal Correio Braziliense | http://blogs.correiobraziliense.com.br/vicente/promiscua-relacao-entre-o-bndes-e-fapes-seu-fundo-de-pensao/ |
| | 30/01/2018 | Mudança na Fapes é criticada por aposentados do BNDES | Assistants Consultoria Atuarial | https://assistants.com.br/2018/01/30/mudanca-na-fapes-e-criticada-por-aposentados-do-bndes/ |
| | 23/01/2018 | Surgem reações no BNDES contra a atual diretoria do Fundo de Pensão Fapes | Tribuna da Internet | http://www.tribunadainternet.com.br/surgem-reacoes-no-bndes-contra-a-actual-diretoria-do-fundo-de-pensao-fapes/ |
| Funcef | 26/09/2018 | Funcef tem o maior deficit entre os fundos de pensão do País | Federação Nacional das Associações do Pessoal da Caixa Econômica Federal (Fenae) | https://www.fenae.org.br/portal/por-dentro-da-funcef/noticias/funcef-tem-o-maior-deficit-entre-os-fundos-de-pensao-do-pais.htm |
| | 11/01/2017 | A farra do PP na Funcef, o fundo de pensão da Caixa | Jornal Correio Braziliense | http://blogs.correiobraziliense.com.br/vicente/farra-do-pp-na-funcef-o-fundo-de-pensao-da-caixa/ |
| | 11/07/2018 | Funcef avança com revisão do estatuto e coloca em risco futuro do fundo de pensão | SOS Petros | http://www.discrepantes.com.br/2018/07/11/funcef-avanca-com-revisao-do-estatuto-e-coloca-em-risco-futuro-do-fundo-de-pensao/ |
| Fundação Banrisul | 06/05/2016 | Com rombo de R\$ 1 bilhão, fundação desconta de aposentados no RS | Portal G1 | http://g1.globo.com/rs/rio-grande-do-sul/noticia/2016/05/com-rombo-de-r-1-bilhao-fundacao-desconta-de-aposentados-no-rs.html |
| | 13/09/2017 | Eleição da Fundação Banrisul foi fraudada e anulada | Portal da Associação dos Funcionários das Empresas do Grupo Banrisul | http://agban.org.br/web/2017/09/13/eleicao-da-fundacao-banrisul-e-anulada/ |
| | 20/04/2018 | Turbulência tensiona relações na Fundação Banrisul | Blog do Jornalista Políbio Braga | https://polibiobraga.blogspot.com/2018/04/turbulencia-tensiona-relacoes-na.html |

Continua

Continuação

| | | | | |
|-----------|------------|---|--|---|
| Fundiaua | 06/07/2017 | MPF investiga irregularidades em fundo de pensão da Caesb | Jornal Metrpoles | https://www.metropoles.com/distrito-federal/justica-distrito-federal/mpf-investiga-irregularidades-em-fundo-de-pensao-da-caesb |
| | 11/07/2017 | MPF apura rombo no fundo de pensão de empresa de saneamento do DF | Portal EBC Rdio Agência Nacional | http://radioagencianacional.ebc.com.br/geral/audio/2017-07/mpf-apura-rombo-no-fundo-de-pensao-de-empresa-de-saneamento-do-df |
| | 06/04/2018 | Fundiaua trabalha na recuperao de investimentos problemáticos | Portal Investidor Institucional | http://investidoronline.com.br/index.php/br/investidoronline/32113-fundiagua-trabalha-na-recuperacao-de-investimentos-problematicos.html |
| Infraprev | 29/05/2018 | Infraprev: fundo de pensão do RJ apura responsabilidades pelas perdas em investimentos | Blog Ferrovia Vez e Voz | https://ferroviavezevoz.com/2018/05/29/infraprev-fundo-de-pensao-do-rj-apura-responsabilidades-pelas-perdas-em-investimentos/ |
| Metrus | 25/04/2017 | MPF recorre de decisão sobre supostos desvios milionários em fundo de pensão do Metrô de SP | Jornal O Globo | https://g1.globo.com/sao-paulo/noticia/mpf-recorre-de-decisao-sobre-supostos-desvios-milionarios-em-fundo-de-pensao-do-metro-de-sp.ghtml |
| Nucleos | 29/11/2016 | Ex-dirigentes do fundo de pensão Nucleos são condenados por crime de gestão temerária | Jornal O Globo | https://blogs.oglobo.globo.com/ancelmo/post/ex-dirigentes-do-fundo-de-pensao-nucleos-sao-condenados-por-crime-de-gestao-temeraria.html |
| | 01/12/2016 | Ex-dirigentes do fundo de pensão Nucleos são condenados por crime de gestão temerária | Associao dos Participantes e Assistidos de Fundaoes e Sociedades Civis de Previdência Complementar da área de Telecomunicaoes | http://www.astelsp.org.br/ex-dirigentes-do-fundo-de-pensao-nucleos-sao-condenados-por-crime-de-gestao-temeraria-fonte-globo-com/ |
| | 23/02/2017 | Justiça bloqueia bens de 4 ex-dirigentes de fundos de pensão | Revista Veja | https://veja.abril.com.br/blog/reinaldo/justica-bloqueia-bens-de-4-ex-dirigentes-de-fundos-de-pensao/ |

Continua

Continuação

| | | | | |
|----------|------------|---|---|---|
| Petros | 12/09/2017 | Funcionários terão de aportar R\$14 bi no fundo de pensão Petrobras | Jornal Valor Econômico | https://www.valor.com.br/financas/5117142/funcionarios-terao-de-aportar-r-14-bi-no-fundo-de-pensao-da-petrobras |
| | 16/03/2018 | Petros soma 29 processos contra contribuições para sanear déficit | Jornal Valor Econômico | https://www.valor.com.br/financas/5390155/petros-soma-29-processos-contr-contribuicoes-para-sanear-deficit |
| | 12/08/2018 | A difícil tarefa de recuperar a reputação da Petros | Revista Exame | https://exame.abril.com.br/negocios/a-dificil-tarefa-de-recuperar-a-reputacao-da-petros/ |
| Postalís | 12/04/2018 | Entenda o histórico de problemas do fundo de pensão dos Correios, o Postalís | Revista Época Negócios | https://epocanegocios.globo.com/Brasil/noticia/2018/04/entenda-o-historico-de-problemas-do-fundo-de-pensao-dos-correios-o-postalis.html |
| | 15/07/2018 | Servidores dos Correios vão pagar a conta por novo rombo no Postalís | Metrópoles | https://www.metropoles.com/brasil/servidores-dos-correios-vaopagar-a-contapor-novo-rombo-no-postalis |
| | 14/09/2018 | FindECT debate ações para recuperar Postalís e Assistência Médica da categoria | FindECT – Federação Interestadual dos Sindicatos dos Trabalhadores e Trabalhadoras dos Correios | https://findect.org.br/category/postalis/ |
| Prece | 17/07/2017 | Investigação apura atuação de Cunha em rombo de R\$ 2 bi no fundo de pensão da Cedae | Jornal O Globo | https://oglobo.globo.com/brasil/investigacao-apura-atuacao-de-cunha-em-rombo-de-2-bi-no-fundo-de-pensao-da-cedae-21598199 |
| | 27/07/2017 | MP do Rio acusa Cunha e mais 11 por fraude em fundo de pensão da Cedae | Jornal Valor Econômico | https://www.valor.com.br/politica/5057186/mp-do-rio-acusa-cunha-e-mais-11-por-fraude-em-fundo-de-pensao-da-cedae |
| | 16/07/2017 | Grupo estudou às custas do fundo de pensão da Cedae para atuar em operações suspeitas no mercado financeiro | Portal do Holanda | https://www.portaldoholanda.com.br/brasil/grupo-estudou-custas-do-fundo-de-pensao-da-cedae-para-atuar-em-operacoes-suspeitas-no-mercado |

Continua

Continuação

| | | | | |
|----------|------------|---|---|---|
| Prevdata | 27/02/2018 | Confusão na Prevdata | Portal Capital Digital | https://www.capitaldigital.com.br/?p=19468 |
| | 01/02/2018 | Mudanças na direção da Prevdata causa preocupação entre os trabalhadores da Dataprev | Blog Frente Nacional dos Trabalhadores em Informática (FNI) | http://fnialternativa.blogspot.com/2018/02/mudancas-na-direcao-da-previdata-causa.html?m=1 |
| Previ | 24/11/2018 | Aposentados questionam na Justiça repasse de R\$ 7,5 bi da Previ ao BB | Portal SUNO | Fonte: https://www.sunoresearch.com.br/noticias/aposentados-questionam-repasse-previ-bb/ |
| | 23/03/2016 | Na CPI dos Fundos, Raul Jungmann aponta gestão temerária na Previ | Blog de Jamildo | https://blogs.ne10.uol.com.br/jamildo/2016/03/22/na-cpi-dos-fundos-raul-jungmann-aponta-gestao-temeraria-na-previ/ |
| | 05/09/2016 | PF investiga fraudes nos quatro maiores fundos de pensão do País | Agência Brasil | http://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2016-09/pf-investiga-fraudes-nos-quatro-maiores-fundos-de-pensao-do-pais |
| Refer | 08/05/2018 | PF investiga má gestão de recursos em fundo de pensão Refer com prejuízo de R\$ 300 milhões | Jornal O Globo | https://oglobo.globo.com/economia/pf-investiga-ma-gestao-de-recursos-em-fundo-de-pensao-refer-com-prejuizo-de-r300-milhoes-22662621 |
| | 08/05/2018 | PF investiga diretores de fundo por suposta propina para investimentos duvidosos | Site Infomoney | https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundos-de-investimento/noticia/7410337/investiga-diretores-fundo-por-suposta-propina-para-investimentos-duvidosos |
| | 08/05/2018 | PF investiga má gestão no fundo de pensão Refer | Agência de Notícias da Polícia Federal | http://www.pf.gov.br/agencia/noticias/2018/05/pf-investiga-ma-gestao-no-fundo-de-pensao-refer |

Continua

Conclusão

| | | | | |
|---------|------------|--|--|---|
| RJPrev | 23/03/2017 | Previdência: falta de repasses e desvios geram déficit em Fundo público do Rio | Portal do Sindicato Nacional dos Docentes das Instituições de Ensino Superior (ANDES-SN) | http://www.andes.org.br/andes/print-ultimas-noticias.andes?id=8714 |
| Serpros | 20/05/2016 | Serpros, o fundo de pensão dos funcionários do Serpro, virou terra de ninguém | Jornal Correio Braziliense | http://blogs.correiobraziliense.com.br/vicente/serpros-o-fundo-de-pensao-dos-funcionarios-do-serpro-virou-terra-de-ninguem/ |
| | 12/04/2018 | Operação da PF investiga fraudes em fundos de pensão Postalís e Serpros | Jornal Estadão | https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/operacao-da-pf-investiga-fraudes-a-fundos-de-pensao-postalis-e-serpros/ |
| | 23/09/2016 | Fundo de Pensão do Serpro sofre segunda intervenção desde 2015 | Revista Capital Aberto | https://capitalaberto.com.br/secoes/reportagem/fundo-de-pensao-do-serpro-sofre-segunda-intervencao-desde-2015/#.W_cLSmhKiUk |

Fonte: elaborado pelo autor.