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

ALESSANDRO CALLONI

Os efeitos da governança corporativa nos fundos de pensão: transparência e prestação de contas

SÃO PAULO
2020

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

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Moacir de Miranda Oliveira Júnior
Chefe do Departamento de Administração

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração

Alessandro Calloni

Os efeitos da governança corporativa nos fundos de pensão: transparência e prestação de contas

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa

Versão Corrigida

SÃO PAULO

2020

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

FICHA CATALOGRÁFICA

Calloni, Alessandro.
Os efeitos da governança corporativa nos fundos de pensão: transparência e prestação de contas / Alessandro Calloni. - São Paulo, 2020.
202 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2020.
Orientador: Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa.

1. Previdência. 2. Previdência Complementar. 3. Governança Corporativa. 4. Entidades Fechadas de Previdência Complementar. 5. Fundos de Pensão .
I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

Nome: Alessandro Calloni

Título: Os efeitos da governança corporativa nos fundos de pensão: transparência e prestação de contas

Dissertação apresentada ao Programa de Pós Graduação em Administração do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. José Roberto Ferreira Savoia
Instituição: FEA-USP
Julgamento: _____

Prof. Dra. Arlete de Araújo da Silva Nesse
Instituição: INSPER
Julgamento: _____

Prof. Dra. Fabiana Lopes da Silva
Instituição: FIPECAFI
Julgamento: _____

À minha esposa Moira e aos meus filhos Felipe e Bruno pelo suporte em todos os momentos: obrigado.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer ao meu orientador o Prof. Dr. Almir Ferreira de Sousa pelo apoio, comentários e aconselhamento na elaboração desta dissertação de mestrado.

Aos professores José Roberto Ferreira Savoia, Arlete de Araújo Silva Nese e Fabiana Lopes da Silva, membros da banca julgadora desta dissertação, meus sinceros agradecimentos pela análise, críticas e observações sempre muito pertinentes e enriquecedoras para o trabalho.

Agradeço também ao Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo - Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA, pelo excelente conteúdo do curso e sua organização, como também aos professores que ministram as disciplinas componentes do PPGA.

Finalmente muito obrigado a todas as pessoas que trabalham no apoio do PPGA, sempre muito prestativas e atenciosas.

"O que se exige do homem é que seja útil ao maior número de semelhantes, se possível. Caso não consiga, sirva a poucos, ou aos mais próximos, ou a si mesmo."

Lúcio Anneo Sêneca

(SÊNECA, 2012, p. 22)

RESUMO

Calloni, A. (2020). *Os efeitos da governança corporativa nos fundos de pensão: transparência e prestação de contas* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Esta dissertação investiga se os princípios de transparência e prestação de contas influenciam a rentabilidade de um fundo de pensão no Brasil. Os resultados deste estudo utilizam dados coletados entre 2012 a 2018, de 58 fundos de pensão, e indicam que entidades com maior eficiência nos investimentos apresentaram uma maior divulgação de sua estrutura organizacional e de seus documentos institucionais, utilizaram mais intensamente mídias sociais como canais de comunicação e demonstraram uma maior assertividade na alocação dos recursos nos sete anos estudados. Esta pesquisa abre novos caminhos, para o estudo da governança corporativa, ao examinar as correlações existentes entre informações divulgadas e canais de comunicação utilizados com o resultado acumulado dos investimentos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC no período estudado. Como implicações práticas, as conclusões deste estudo sugerem que há a necessidade de se revisar o conteúdo das informações disponibilizadas sobre fundos de pensão e como é feita sua divulgação. Além disso, a formação dos profissionais responsáveis por investimentos deve ser aprimorada para que possam identificar qual é a melhor alocação dos recursos das reservas técnicas das entidades, tendo em vista os objetivos definidos para o fundo de pensão.

Palavras Chave: Previdência; Previdência Complementar; Governança Corporativa; Entidades Fechadas de Previdência Complementar; Fundos de Pensão.

ABSTRACT

Calloni, A. (2020). The effects of corporate governance on pension funds: transparency and accountability (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

1- Summary of the Research Question: This study investigates whether the principles of transparency and accountability, through available information and the communication channels used, influence the profitability of Pension Funds in Brazil.

2- Research Results/Insights: We used data collected from annual reports and websites between 2012 and 2018 for 58 Pension Funds. Our results indicate that entities with better investment efficiency showed greater disclosure of their organizational structure and institutional documents. They also used social media more intensively as communication channels and demonstrated a better understanding of financial instruments in the process of resource allocation in the period studied.

3- Theoretical/academic implications: Our research opens new issues for corporate governance research when it examines the relations between disclosed information and communication channels. Also, we achieved the impact of the previous variables on investment performance.

4- Implications of professionals/policies: Our research indicates that there is a need to review the content of information about Pension Funds and how to disseminate them. Besides, enhancing the financial skils of those professionals directly responsible for investments should be improved. The filling of this gap could improve their ability to identify the best resource allocation of technical reserves, given the objectives aimed for the pension fund.

Keywords: Social security. Private pension funds. Governance. Disclosure.

LISTA ABREVIATURAS

ABRAPP	Assoc. Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
AETQ	Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado
APP	Aplicativo de Celular
BCB	Banco Central do Brasil
BD	Benefício Definido
BNDE	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BPD	Benefício Proporcional Diferido
CAP	Caixas de Aposentadoria e Pensões
CD	Contribuição Definida
CEME	Central de Medicamentos
CGPC	Conselho de Gestão de Previdência Complementar
CHESF	Centrais Elétricas do São Francisco
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
COES	Comitê Estratégico de Supervisão
CPI	Comissão Parlamentar de Inquérito
CPMI	Comissão Parlamentar Mista de Inquérito
CRPC	Câmara de Recursos da Previdência Complementar
CSN	Companhia Siderúrgica Nacional
CVM	Conselho de Valores Mobiliários
DATAPREV	Empresa de Processamento de Dados da Previdência Social
EAPP	Entidade Aberta de Previdência Privada
EFPP	Entidade Fechada de Previdência Privada
EFPC	Entidade Fechada de Previdência Complementar
ESI	Entidade Sistemicamente Importante
FND	Fundo Nacional de Desenvolvimento
FNM	Fábrica Nacional de Motores
FUNCEF	Fundação dos Economiários Federais
FUNABEM	Fundação Nacional do Bem-Estar do Menor

IAP	Institutos de Aposentadoria e Pensão
IAPAS	Instituto de Administração Financeira da Previdência e Assistência Social
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IGP-M	Índice Geral de Preços – Mercado
INPC	Índice Nacional de Preços ao Consumidor
INPS	Instituto Nacional de Previdência Social
IOPS	International Organization of Pension Supervisors
IPA-M	Índice de Preços por Atacado – Mercado
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LBA	Legião Brasileira de Assistência
LC	Lei Complementar
LOPS	Lei Orgânica da Previdência Social
MP	Medida Provisória
MPAS	Ministério da Previdência e Assistência Social
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ONU	Organização das Nações Unidas
ORTN	Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
OTN	Obrigações do Tesouro Nacional
PEC	Proposta de Emenda Constitucional
PETROS	Fundação Petrobrás de Seguridade Social
PGA	Plano de Gestão Administrativa
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Projeto de Lei
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua
PND	Programa Nacional de Desestatização
POSTALIS	Instituto de Previdência Complementar – Correios
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
RAI	Relatório Anual de Informações
RGPS	Regime Geral da Previdência Social

RPPS	Regime Próprio da Previdência Social
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SINPAS	Sistema Nacional de Previdência Social
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SNSP	Sistema Nacional de Seguros Privados
SUMOC	Superintendência da Moeda e do Crédito
TAC	Termo de Ajustamento de Conduta
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo

LISTA TABELAS

Tabela 1 – Índices Macroeconômicos Brasil 2012 - 2018 21
Tabela 2 – Proteção Previdenciária dos Trabalhadores Ocupados entre 16 e 59 anos de Acordo com o Gênero - 2015 41
Tabela 3 – Proteção Previdenciária para a População Acima de 60 Anos 42
Tabela 4 – Taxa Média Anual de Crescimento da População Brasileira 50
Tabela 5 – Expectativa de Vida ao Nascer em Anos 51
Tabela 6 – Expectativa de Vida aos 65 Anos no Brasil 52
Tabela 7 – Comparação Taxa de Fecundidade Brasil Versus Continentes 53
Tabela 8 – Despesas dos Regimes Previdenciários Brasileiros 55
Tabela 9 – Resolução nº 460 – Limites de Aplicações Financeiras 87
Tabela 10 – Tipos de Investimentos e Limites Máximos Permitidos 103
Tabela 11 – EFPC – Investimentos e Superávits/Déficits Fundos Investigados 112
Tabela 12 – Reservas em Fundos de Pensão Privados - 2018 115
Tabela 13 – Quantidade de EFPC no Brasil 117
Tabela 14 – Carteira de Investimentos das EFPC por Tipo de Aplicação 119
Tabela 15 – Comparativo da Rentabilidade das EFPC em 10 Anos 120
Tabela 16 – Carteira de Investimentos da Amostra por Tipo de Aplicação 122
Tabela 17 – Percentuais de Respostas Positivas em Questões Estruturais 125
Tabela 18 – Percentuais de Respostas Positivas Subgrupo de Prestação de Contas 126
Tabela 19 - Percentuais de Respostas Positivas no Subgrupo Instrutivas 128
Tabela 20 - Percentuais de Respostas Positivas Grupo Canais de Comunicação 131
Tabela 21 - Comparativo do Total de Investimentos Final de 2018 134
Tabela 22 – Alocação Percentual das EFPC com Maior Eficiência 135
Tabela 23 – Alocação Percentual das EFPC com Menor Eficiência 135
Tabela 24 - As Dez Maiores Correlações com a Rentabilidade Acumulada 140
Tabela 25 - As Dez Menores Correlações com a Rentabilidade Acumulada 141
Tabela 26 - Variáveis de Informação com Maior Coeficiente de Correlação 142
Tabela 27 - Variáveis de Comunicação com Maior Coeficiente de Correlação 143

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Divisão Qualitativa das Perguntas da Pesquisa 18
Quadro 2 – Entidades Fechadas de Previdência Complementar da Amostra..... 20
Quadro 3 – Perguntas para Levantamento dos Dados da Pesquisa 22
Quadro 4 – Desenvolvimento da Governança Corporativa em Outros Países 67
Quadro 5 – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa Bovespa 74
Quadro 6 – Principais Características das EFPP e EAPP..... 86
Quadro 7 – Entidades Sistemicamente Importantes - ESI..... 100

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Participação dos Países Membros da OCDE nas Reformas Previdenciárias 32
Figura 2 – Estrutura de Supervisão e Fiscalização da PREVIC 107
Figura 3 – Volume de Reservas Provisionadas em Percentual do PIB..... 116

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Quantidade de EFPC x Volume de Investimentos 19
Gráfico 2 - Quantidade de EFPC x Número de Participantes 19
Gráfico 3 - População Mundial e Crescimento Anual - 1950 a 2100..... 28
Gráfico 4 - Matriz de Risco de Governança 100
Gráfico 5 - População Abrangida pela Previdência Complementar Fechada 107
Gráfico 6 - Evolução da População das EFPC 117
Gráfico 7 – Total Investimentos EFPC Brasil 118
Gráfico 8 - Participação das Aplicações das EFPC no PIB..... 119
Gráfico 9 - Evolução da População das EFPC da Amostra..... 121
Gráfico 10 – Total de Investimentos EFPC da Amostra 122
Gráfico 11 - Rentabilidade Acumulada das EFPC da Amostra 123
Gráfico 12 - Alocação Percentual de Recursos das EFPC de Maior Eficiência..... 136
Gráfico 13 - Alocação Percentual de Recursos das EFPC de Menor Eficiência..... 136

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 11

1.1 Contextualização 11

1.2 Problema de Pesquisa 12

1.3 Objetivo da Dissertação 12

1.4 Contribuições do Trabalho 13

1.4.1 Para a Teoria 13

1.4.2 Implicações Práticas 14

1.4.3 Inovações e Originalidade 15

1.5 Justificativa para o Tema 16

1.6 Metodologia 17

1.6.1 Amostra 18

1.6.2 Período 20

1.6.3 Perguntas para a Coleta de Dados da Pesquisa 22

1.7 Hipoteses 26

2. FUNDAMENTAÇÃO 27

2.1 Envelhecimento da População Mundial 27

2.2 Migração 29

2.3 Reformas dos Sistemas Previdenciários 30

2.4 Resistência da População e dos Políticos a Mudanças Previdenciárias 34

2.5 A Previdência no Brasil 34

2.5.1 Universalização da Previdência 36

2.5.2 Utilização política da previdência ao longo do tempo 42

2.5.3 Desbalanceamento entre contribuições e benefícios 48

2.5.4 Questões Demográficas 49

2.5.5 Reformas Previdenciárias no Brasil 54

3. REVISÃO DA LITERATURA 57

3.1 Mudança no Debate – Teoria da Agência 59

3.2 Busca pelo Equilíbrio – Teoria das Partes Interessadas 62

3.3 Uma Terceira Corrente – Teoria *Stewardship* 63

3.4 O Relatório Cadbury 65

3.5 Um Marco Global – Princípios da Governança Corporativa - OCDE 68

3.6 Lei Sarbanes-Oxley 69

4. O DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL 71

4.1 O Código de Melhores Práticas do IBGC 72

4.2 O Novo Mercado da Bovespa 72

4.3 O Amparo das Leis 75

5. A GOVERNANÇA EM FUNDOS DE PENSÃO 78

5.1 Fundos de Pensão e a Teoria da Agência 78

5.2 Desafios de Governança em Fundos de Pensão 80

5.3 Melhores Práticas em Fundos de Pensão 83

6. AS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA PRIVADA NO BRASIL 85

6.1 Marco Regulatório 85

6.2 Inovações e Avanços 89

6.3 Foco no Participante 93

6.4 Evolução do Sistema Previdenciário 98

6.5 Divulgação de Informações das EFPC 104

7. SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO DAS EFPC 107

8. PROBLEMAS RECENTES 111

9. FUNDOS DE PENSÃO EM GRANDES NÚMEROS 115

9.1 Fundos de Pensão no Mundo 115

9.2 Fundos de Pensão no Brasil 116

9.3 Fundos de Pensão da Amostra 120

10. ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA 124

10.1 Análise por Grupos de Informações 124

10.1.1 Grupo Informações – Subgrupo Estruturais 124

10.1.2 Grupo Infromações – Subgrupo Prestação de Contas 125
10.1.3 Grupo Informações – Subgrupo Instrutivas 128
10.2 Análise do Grupo Canais de Comunicação..... 129
10.3 Análise da Carteira de Investimentos..... 134
10.4 Análise de Correlação das Variáveis..... 137
12. CONSIDERAÇÕES FINAIS 142
13. RECOMENDAÇÕES..... 146
REFERÊNCIAS 149
Anexo 1 - Explicação das Perguntas 159
Anexo 2 - Percentuais de Respostas Positivas nas Perguntas da Pesquisa..... 169
Anexo 3 – Resultados do Coeficiente de Correlação 177

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

Uma das questões mais desafiadoras que governos e organizações internacionais enfrentam é como lidar com o dilema de uma população mundial envelhecida. Muitos países são levados a revisar seus sistemas de previdência porque suas populações estão envelhecendo rapidamente nas últimas décadas e, como consequência desse trabalho, enfrentam resistência da população e dos políticos. Além disso, sucessivas crises econômicas mantiveram altos os níveis de desemprego, de modo que a proporção de pessoas que financiam o sistema previdenciário diminuiu, enquanto o número de aposentados apresentou uma tendência de crescimento consistente (REY-ARES; FERNÁNDEZ-LÓPEZ; VIVEL-BÚA, 2018, p. 248).

O sistema previdenciário brasileiro também enfrenta os mesmos desafios que outras partes do mundo. Além disso, a adoção de um sistema de repartição simples, onde os trabalhadores em idade produtiva financiam os aposentados, e um sistema de previdência próprio para servidores do estado, criado por estados e municípios, intensificaram a crise financeira em toda a estrutura de previdência social (BAIMA, 1998, p. 7).

Dentre os esforços dos condutores do sistema de bem-estar público estão realizando, há iniciativas na direção de restringir os benefícios existentes, bem como seus limites. O problema da previdência na vida pós-laboral tem sido endereçado ao sistema de previdência privada, que visa oferecer um benefício complementar àqueles que buscam segurança financeira ao se aposentar (COELHO; CAMARGOS, 2012, p. 8).

O sistema de previdência é composto: (i) pela previdência social básica de gestão pública e caráter compulsório; e (ii) pela previdência complementar de administração privada e de natureza optativa. A previdência complementar privada é formada por entidades abertas, geridas por bancos e seguradoras, e pelas entidades fechadas, também conhecidas como fundos de pensão. Os fundos de pensão são entidades sem fins lucrativos, constituídas na forma de fundações ou sociedades civis, acessíveis a funcionários de uma única empresa ou grupo de empresas patrocinadoras (BAIMA; COSTA JR, 2010, p. 3) ou por instituidores, pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial. Suas operações são reguladas pelo

Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC e fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC. O principal objetivo de um fundo de pensão é "instituir e executar planos de benefícios de caráter previdenciário" (BRASIL, 2001a, p. 1) e assim proporcionar uma complementação de rendimento previdenciário à aposentadoria oficial, de modo a manter uma segurança financeira na vida pós-laboral.

Entretanto, para que os objetivos de uma entidade de previdência sejam cumpridos, é necessário um comprometimento no atendimento das normas e regras e na tomada de decisões que visem o melhor interesse do fundo de pensão e dos seus participantes. Todo esse conjunto de métodos, processos e inter-relacionamentos entre pessoas, pelas quais as instituições são geridas, ajudam a gestão das instituições e formam sua Governança Corporativa. Em seus conceitos básicos a transparência e prestação de contas são dois princípios fundamentais para que os dirigentes e participantes entendam a forma como a entidade é constituída, qual o comportamento esperado das pessoas que estão diretamente envolvidas na administração do fundo de pensão e quais as consequências das decisões tomadas em nome da entidade.

1.2 Problema de Pesquisa

Os princípios de transparência e prestação de contas, por intermédio das informações publicadas e dos canais de comunicação utilizados, influenciam a rentabilidade de um fundo de pensão no Brasil?

1.3 Objetivo da Dissertação

O objetivo deste estudo é investigar se existem correlações, entre as informações publicadas e os canais de comunicação utilizados com a rentabilidade das aplicações financeiras das reservas técnicas do fundo de pensão. Tanto a informação quanto a comunicação são formas com as quais as entidades de previdência complementar procuram cumprir com os princípios de transparência e prestação de contas com participantes e pensionistas, patrocinadores, órgãos reguladores e, de forma abrangente, a sociedade. Participantes e pensionistas buscam subsídios para compreender como os recursos de suas economias estão sendo geridos e de como participar na gestão desses recursos, seja através dos seus representantes, seja através de questionamentos

diretos à entidade. Ainda que existam, dentro dos organismos de gestão dos fundos de pensão, representantes dos participantes e assistidos, a interlocução direta entre o fundo de pensão e os participantes e pensionistas é fundamental. Como exemplo, podemos citar que os canais de comunicação, além de levar a informação aos usuários finais, podem ser importantes fontes de dados, cuja classificação e análise oferecem uma compreensão abrangente sobre como os grupos que são influenciados pelas decisões da entidade entendem dessa organização, quais são suas demandas e quais são suas expectativas.

Em resumo: Investigar a correlação das informações publicadas e dos canais de comunicação utilizados com a rentabilidade dos investimentos dos fundos de pensão no Brasil.

1.4 Contribuições do Trabalho

1.4.1 Para a Teoria

Esta dissertação contribui para a teoria estudando o aspecto de governança relativo à transparência e prestação de contas por meio da publicação de informações sobre o fundo de pensão e dos meios de comunicação utilizados. O entendimento para a elaboração desta investigação é de que a informação divulgada para os participantes e assistidos, e de forma mais ampla para a sociedade em geral, é a base da transparência da gestão do fundo de pensão. Então a forma de se processar, organizar e compor os dados e sua transformação em informação clara, objetiva, concreta e no tempo adequado contribui para a formação da percepção das estratégias utilizadas e das decisões tomadas pela entidade previdenciária em nome dos participantes e pensionistas. Na mesma linha, a comunicação empreendida pela EFPC possibilita o estabelecimento de canais de fluidez de informações entre a entidade e os seus *stakeholders.*

Para fundamentar adequadamente a pesquisa foi necessário: i) entender de significado social da organização e o problema da separação da propriedade e da gestão das corporações (BERLE; MEANS, 1932; DODD, 1932); ii) recorrer à Teoria da Agência para compreender os conflitos de interesses gerados a partir de contratos estabelecidos entre o principal ou acionista e o agente ou administrador (FAMA et al., 1983; FRIEDMAN, 1970; JENSEN; MECKLING, 1976); iii) estudar a Teoria das Partes Interessadas, ou Teoria dos *Stakeholders,* de forma a contextualizar a entidade em uma relação maior com os grupos de pessoas ou instituições que

são influenciadas pelas decisões da organização (DONALDSON; PRESTON, 1995; FREEMAN, 1984); e iv) considerar que a Teoria *Stewardship* oferece uma visão onde conceitua que os gestores não tomam decisões oportunistas em detrimento dos interesses da organização (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997).

Existe ampla e importante literatura focada na gestão de investimentos das entidades de previdência complementar, como também na governança corporativa de fundos de pensão, portanto, mostra-se relevante aprofundar a pesquisa em pontos específicos onde esse estudo pode apontar correlações entre as informações publicadas e canais de comunicação utilizados com a rentabilidade dos fundos de pensão. Este estudo demonstra esses resultados a partir de uma amostra das entidades fechadas de previdência complementar no Brasil por intermédio do estudo do tipo de informação divulgada pela entidade para seus participantes e assistidos no *website*, na rede mundial de computadores, e no documento Relatório Anual de Informações – RAI publicado pelo fundo de pensão. As atividades ou ferramentas de comunicação são canais de interlocução, pesquisas de opinião, reuniões com participantes e assistidos, aplicativos para celular, mídias sociais, apoio *on-line*, ouvidoria, canal de denúncias, dentre outros meios e mapeiam a forma como a entidade divulga as explicações, esclarecimentos e o conjunto de dados referentes às suas atividades previdenciárias, como também é a forma como a EFPC e os participantes e os pensionistas dialogam.

1.4.2 Implicações Práticas

Verificadas as correlações entre a informação disponibilizada e da comunicação existente com a rentabilidade dos fundos de pensão fechados, abre-se uma perspectiva de aplicação desse conhecimento em classes de informação que melhor criem e consolidem o conhecimento sobre a instituição e a previdência complementar, bem como, quais instrumentos de comunicação são mais efetivos na interlocução com participantes e pensionistas ou, de modo mais amplo, com a sociedade.

Há também a perspectiva de que problemas de agência apontados neste estudo possam ser minimizados com uma melhora na comunicação e informação com as respectivas contrapartes. Tais problemas se referem a dificuldade de alinhamento dos interesses entre os gestores do fundo de pensão, com empresas patrocinadoras do fundo e com os participantes de

planos de benefícios. Como veremos no capítulo três, Revisão da Literatura, tal dificuldade pode levar gestores a decisões equivocadas, que podem não estar alinhadas com os melhores interesses das partes envolvidas. Como se trata de atividades de longo prazo, quaisquer erros de direção podem levar a desvios grandes, considerando os horizontes temporais dos planos de benefícios das entidades previdenciárias. Portanto, uma boa comunicação e divulgação de informações levam a um ajustamento das expectativas de participantes, patrocinadores e administradores na busca dos objetivos comuns da entidade.

Da mesma forma, há uma expectativa que tópicos estudados nesta pesquisa proporcionem uma maior sinergia entre as partes interessadas e as Entidades Fechadas de Previdência Complementar, gerando confiança entre as partes e compartilhamento de informações pertinentes, baseadas em uma comunicação abrangente, de forma que possam concorrer para a obtenção de uma rentabilidade superior nos investimentos. Empresas patrocinadoras, participantes ou assistidos de planos de benefícios e dirigentes de entidades previdenciárias, certamente têm suas próprias opiniões de que maneira se atingir os objetivos da entidade. Entretanto, do ponto de vista mais inclusivo da Teoria das Partes Interessadas ou Teoria dos *Stakeholders*, a entidade tem uma dimensão mais ampla e assim todos têm que conhecer e considerar interesses das outras partes interessadas, sendo que, essa visão de diversas posições de pensamento somente vai ser obtida com uma divulgação de informações corretas, pertinentes e importantes e com uma comunicação bem estabelecida entre as partes.

1.4.3 Inovações e Originalidade

Esta pesquisa inova quando particulariza o estudo da governança nos itens, transparência e prestação de contas por intermédio da disponibilização da informação e da comunicação. Procura individualizar as variáveis de forma a estudar o comportamento delas em relação ao resultado das aplicações das reservas técnicas da entidade.

É original quando se propõe a verificar as possíveis correlações entre cada informação que a entidade se propõe a fornecer e de que forma se dispõe a fazer isso. O *website* e o Relatório Anual de Informações – RAI foram esmiuçados objetivando entender os propósitos dos dados que ali se apresentavam em relação aos princípios de transparência e prestação de contas que regem os códigos de governança corporativa existentes.

1.5 Justificativa para o Tema

Durante as últimas décadas, o Brasil comemorou notícias de que o brasileiro vive mais. O aumento da população com a faixa etária de 60 a 75 anos se estabeleceu como um problema social nas décadas de 60 e 70 do século XX e nessa época surgiram os primeiros projetos para esse grupo de pessoas da "terceira idade" (CORTÊ; BRANDÃO, 2018, p. 215). Também nesse período algumas importantes mudanças ocorreram no sistema previdenciário brasileiro como, por exemplo, a consolidação da previdência social no Instituto Nacional de Previdência Social – INPS (BRASIL, 1966, p. 1) e a regulamentação das Entidades Fechadas Previdência Complementar – EFPC, mais conhecidas como fundos de pensão (BRASIL, 2001a, p. 1–29).

Mesmo antes da regulamentação das EFPC, trabalhadores já se preocupavam com o fato de que a aposentadoria oficial não conseguiria manter o nível de vida do seu período laboral e, portanto, precisavam economizar parte da renda salarial para o futuro de uma vida mais longeva. Os montepios ofereciam essa alternativa, entretanto careciam de acompanhamento fiscalizatório governamental adequado e regras estabelecidas para garantir que a poupança do trabalhador atingisse o objetivo previdenciário almejado. Essa preocupação não só era do trabalhador, mas também de algumas empresas, a princípio aquelas de controle estatal. Essas empresas patrocinavam fundos de pensão, como um benefício trabalhista para seus empregados, contribuindo com uma parte da economia mensal do empregado, de acordo com o plano de benefício que ele participasse.

Então, depois das mudanças citadas, passaram a existir a regulamentação governamental para o estabelecimento de um mecanismo de complementação à aposentadoria oficial, os órgãos fiscalizadores, o desejo dos trabalhadores de poupar visando essa complementação e a disposição de empresas de oferecer esse benefício por meio de uma organização e uma estrutura de EFPC de gestão compartilhada com os participantes. Entretanto a formação do indivíduo em educação financeira e previdenciária não teve a mesma atenção. Como consequência temos trabalhadores que se prepararam para uma vida profissional com educação formal, especializações, formação técnica, curso de outras línguas, mas com um conhecimento rudimentar de finanças pessoais e previdência.

Por essa razão é fundamental levar a discussão sobre previdência complementar para um patamar comum, onde informações disponibilizadas pelas entidades sejam compreensíveis e a comunicação entre as partes seja efetiva. Importante oferecer um conjunto de informações que façam sentido para os participantes e pensionistas, porque muitas dessas informações são de cunho técnico e, portanto, exigem conhecimento da terminologia e função de cada dado referenciado. Da mesma forma, é relevante estabelecer uma comunicação com as partes interessadas nas atividades do fundo de pensão, pois esses canais de interlocução geram dados que, se adequadamente tratados, trazem informações úteis para todos. Esse patamar comum vai surgir: i) por meio da educação financeira; ii) do esforço da entidade em oferecer informações fáceis de serem compreendidas para os participantes e assistidos; e iii) por meio de uma comunicação responsiva com intenso fluxo de informações entre as partes interessadas.

1.6 Metodologia

Esta pesquisa é de âmbito quantitativo e focada na observação de práticas de governança de fundos de pensão relativas à divulgação de informação e de comunicação com os participantes e pensionistas. Procura caracterizar o comportamento das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC, por meio de uma amostra definida de entidades e para isso utiliza dados secundários coletados dos *websites* dos fundos de pensão, dos Relatórios Anuais de Informações – RAI, demonstrativos financeiros e contábeis, participação nas mídias sociais, estruturas de gestão, dentre outras fontes.

As EFPC totalizavam 297 entidades, segundo a Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC (PREVIC, 2019a, p. 5), no final do ano de 2018. Para a coleta de dados da pesquisa, foram criadas 77 perguntas em dois grupos. O primeiro conjunto de perguntas, denominado Grupo de Informações, refere-se às informações disponibilizadas pelas entidades e totalizaram 49 questões. O segundo conjunto de perguntas, denominado de Grupo de Comunicação, refere-se às formas de comunicação abertas com os participantes e pensionistas, somando 28 questões. As respostas dessas questões poderiam ser somente “sim” ou “não”, ou seja, a entidade tem ou não tem aquela prática. Para efeito de melhor compreensão, o Grupo de Informações foi dividido em três subgrupos relativos a: i) estrutura de gestão do fundo de pensão – Subgrupo Estruturais; ii) à prestação de contas dos resultados obtidos na gestão da entidade – Subgrupo Prestação de Contas; e iii) às informações relativas aos planos

de benefícios oferecidos pelo fundo de pensão – Subgrupo Instrutivas. O grupo Comunicação, referente aos canais de comunicação utilizados interlocução com os participantes e pensionistas, não foi subdividido. O Anexo 1 apresenta a listagem completa das perguntas, suas explicações e as palavras chave de pesquisa nos *websites* e Relatórios Anuais de Informações.

Resumidamente, as divisões dos grupos e subgrupos estão representadas no Quadro 1:

Quadro 1 – Divisão Qualitativa das Perguntas da Pesquisa

Informações			**Comunicação**
Estruturais	**Prestação de Contas**	**Instrutivas**	
Missão/Visão/Valores	Relatórios Anuais	Quem Somos	Mídias Sociais
Código de Conduta/Ética	Demosntrativos Financeiros	Boletins Informativos	Aplicativo de Celular
Perfis de investimento	Política de Investimentos	Notícias	Ouvidoria/Canal de Denúncia
Manual de governança	Rentabilidade Plano/Perfis	Simuladores	Fale Conosco
Estrutura Organizacional	Gestores de Recursos	Educação Financeira/Programas	Processo eleitoral
Estatuto da entidade	Parecer Auditoria	Legislação	Enquetes
Regulamento	Pareceres Conselhos EFPC	Mapa do Site	Telefone/Endereço/Central 0800
Regimento	Atas de Reuniões Conselhos	Demografia dos Participantes	Atendimento on-line
Comitê de investimento	Análises de Investimento	Relatório de Atendimento	Website
Comitê de riscos	Análises de Riscos	Cenário Econômico	Relatório Anual
Organograma/Dirigentes	Relacionamento PREVIC	Galeria de Eventos	Reuniões Participantes
	Rel. Financeiros/Contábeis	Perguntas Frequentes	Mensagens Diretoria

Elaboração do Autor

Todas as perguntas elaboradas formaram um banco de dados de variáveis independentes da pesquisa. Por sua vez, a variável dependente é composta das rentabilidades dos investimentos das reservas técnicas das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC dos anos de 2012 a 2018. Essa rentabilidade foi obtida por meio do Relatório Anual de Informações – RAI de cada ano. Para se acumular essa rentabilidade foi usado o cálculo composto dos resultados de cada ano do estudo, para cada entidade previdenciária da amostra.

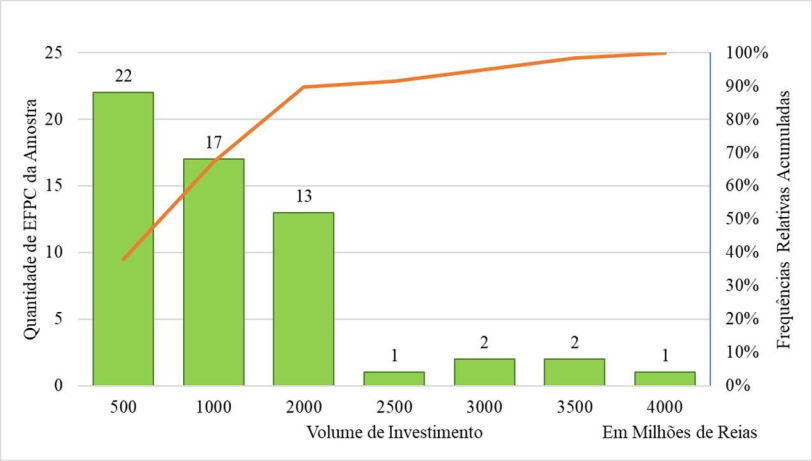
1.6.1 Amostra

A amostra compreende 58 entidades fechadas de previdência complementar, correspondendo a aproximadamente 20% do total de entidades que operavam no Brasil. Esses fundos de pensão forma selecionados porque eram patrocinados por empresas privadas, sendo na sua maioria multinacionais e as demais empresas brasileiras, somando um total de 473 mil

participantes e investimentos que alcançavam cerca de 56 bilhões de Reais, configurando os objetos de estudo desta dissertação.

Como pode ser observado no Gráfico 1, na amostra há uma concentração de entidades previdenciárias fechadas com investimentos de até 2 bilhões de Reais, em 58 EFPC.

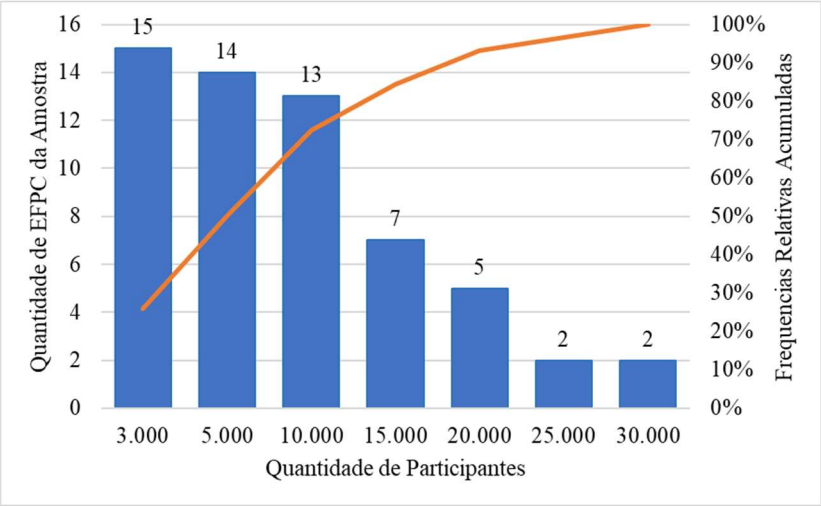
Gráfico 1 – Quantidade de EFPC x Volume de Investimentos



Elaboração do Autor – Fonte: Relatórios Anuais de Informações das EFPC

Da mesma forma, em termos de número de participantes e pensionistas, 72% da amostra apresenta até 10 mil participantes em 42 entidades, conforme demonstrado no Gráfico 2:

Gráfico 2 – Quantidade de EFPC x Número de Participantes



Elaboração do Autor – Fonte: Relatórios Anuais de Informações das EFPC

As entidades estudadas nesta dissertação estão listadas em ordem alfabética no Quadro 2:

Quadro 2 – Entidades Fechadas de Previdência Complementar da Amostra

ABBOTTPREV	ABBPREV	ABRIL PREV	ACEPREV
ALCOA PREVI	AVONPREV	BOTICARIO PREV	BUNGEPREV
CARBOPREV	CARGILLPREV	CARREFOURPREV	COMSHELL
CP PPREV	CYANPREV	DANAPREV	DUPREV
EATONPREV	EMBRAER PREV	FASC	FUNEPP
FUNSSEST	FUSEJEM	FUTURA II	GEBSAPREV
GERDAUPREV	GPP	HP PREV	LILLYPREV
MAISVIDAPREV	MAUA PREV	MBPREV	MSD Prev
PFIZER PREV	PREV CUMMINS	PREV DOW	PREV ERICSSON
PREV PEPSICO	PREVEME I & II	PREVI MON	PREVI NOVARTIS
PREVI SIEMENS	PREVIBAYER BD & CD	PREVIBOSH	PREVIM
PREVIPLAN	PREVISCANIA	PRHOSPER	RAIZPREV
RANDON PREV	RECKITT PREV	SYNGENTA PREV	TEX PREV
ULTRA PREV	UNILEVERPREV	VIKING	WEGSS

Elaboração do Autor

Observação: a PREVEME I e II e a PreviBayer BD e CD foram consideradas separadamente pois apresentam Relatórios Anuais de Informações e websites próprios.

1.6.2 Período

A pesquisa inserida neste estudo foi elaborada com dados referentes aos anos de 2012 a 2018. Não há dados consistentes para obtenção de informações nos relatórios disponibilizados em períodos anteriores ao pesquisado.

Para balizar o entendimento do período pesquisados e contextualizar o período do estudo na economia mundial e brasileira, pode-se observar os indicadores econômicos dos anos abrangidos neste estudo. Comparativamente, o Produto Interno Bruto – PIB do Brasil cresceu pouco se confrontarmos com o PIB mundial. Enquanto no Brasil o crescimento acumulado de 2012 até 2018 foi de 1,1%, o PIB mundial cresceu 21% no mesmo período. Destacam-se os anos de 2015 e 2016 quando o desempenho brasileiro ficou negativo em 3,5 e 3,3%,

respectivamente, e o crescimento do PIB mundial, ao contrário, ficou positivo em 2,9% e 2,6% (WORLD BANK, 2020).

A Tabela 1 mostra os principais índices macroeconômicos do Brasil entre 2012 e 2018:

Tabela 1 – Índices Macroeconômicos Brasil 2012 - 2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Atividade econômica							
PIB nominal – bilhões de Reais	4.815	5.332	5.779	5.996	6.269	6.583	6.889
PIB nominal – bilhões de Dólares	2.463	2.468	2.455	1.800	1.798	2.063	1.884
Crescimento Real do PIB	1,9%	3,0%	0,5%	-3,5%	-3,3%	1,3%	1,3%
Inflação							
IPCA	5,8%	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%	2,9%	3,7%
INPC	6,2%	5,6%	6,2%	11,3%	6,6%	2,1%	3,4%
IGP-M	7,8%	5,5%	3,7%	10,5%	7,2%	-0,5%	7,5%
IPA-M	8,6%	5,1%	2,1%	11,2%	7,6%	-2,5%	9,4%
Taxa de juros							
Selic Acumulada Ano	8,6%	8,3%	11,0%	13,5%	14,2%	10,1%	6,6%
Taxa Real de Juros (Selic/IPCA)	2,6%	2,2%	4,3%	2,5%	7,4%	7,0%	2,7%
CDI Acumulado Ano	8,4%	8,1%	10,8%	13,2%	14,0%	9,9%	6,4%
TJLP (Taxa Nominal)	5,5%	5,0%	5,0%	7,0%	7,5%	7,0%	7,0%
Poupança	6,6%	5,7%	7,0%	8,1%	8,3%	6,6%	4,6%
Finanças públicas em % do PIB							
Resultado Primário	2,2%	1,7%	-0,6%	-1,9%	-2,5%	-1,7%	-1,6%
Resultado Nominal	-2,3%	-3,0%	-6,0%	-10,2%	-9,0%	-7,8%	-7,1%
Dívida Pública Líquida	32,3%	30,6%	33,1%	36,0%	46,2%	51,4%	53,6%
Dívida Pública Bruta	53,7%	51,5%	56,3%	65,5%	69,9%	73,7%	76,5%
Taxa de Câmbio							
BRL / USD – dez	2,05	2,36	2,66	3,96	3,26	3,31	3,88
BRL / USD – média do ano	1,95	2,16	2,35	3,33	3,49	3,19	3,66
Setor externo							
Balança Comercial – USD bilhões	19	2	-4	20	48	67	58
Exportações – USD bilhões	243	242	225	191	185	218	240
Importações – USD bilhões	223	240	229	171	138	151	181
Conta Corrente – % PIB	-3,4%	-3,2%	-4,1%	-3,0%	-1,3%	-0,7%	-2,2%
Investimento Direto no País – % PIB	3,8%	3,0%	3,6%	3,6%	4,1%	3,3%	4,1%
Bolsa							
Ibovespa	7,4%	-15,5%	-2,9%	-13,3%	38,9%	26,9%	15,0%

Elaboração do Autor – Fonte: websites – The World Bank / BCB / B3 – 2020

As taxas de inflação acumularam quase 50% nos sete anos de pesquisa. A taxa de juros Selic atingiu o nível de 98%, proporcionando um juro real de 32% se descontado o IPCA. Este fato colaborou para desenhar o perfil das carteiras de investimento dos fundos de pensão que

apresentaram uma ênfase nas aplicações de renda fixa como veremos no Capítulo 9, Sub Item 9.3, Fundos de Pensão da Amostra.

1.6.3 Perguntas para a Coleta de Dados da Pesquisa

Perguntas para levantamento de dados para a pesquisa estão relacionadas no Quadro 3. Para elaboração das questões foram considerados o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC; a cartilha Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários – CVM sobre Governança Corporativa; o Guia das Melhores Práticas para EFPC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC; a Lei Complementar nº 109, de 2001; as Resoluções nº 23, de 2006, e nº 13, de 2004 – Conselho de Gestão de Previdência Complementar; a Recomendação nº 1, de 2008 – Conselho de Gestão de Previdência Complementar; e as Instruções nº 11, de 2014 e nº 13, de 2014 – Superintendência Nacional de Previdência Complementar.

Quadro 3 – Perguntas para Levantamento dos Dados da Pesquisa

Número	Perguntas
1	A entidade oferece definição da missão, dos valores e da visão da EFPC?
2	A EFPC dispõe o seu código de conduta ou ética?
3	A entidade oferece perfis de investimento?
4	A EFPC dispõe para os participantes um manual de governança?
5	A entidade disponibiliza sua estrutura organizacional?
6	A entidade dispõe o estatuto da EFPC para os participantes?
7	A entidade dispõe o regulamento dos planos e perfis para os participantes?
8	A entidade dispõe o regimento interno da instituição para os participantes?
9	Existe um serviço de Ouvidoria na EFPC?
10	Os Relatórios Anuais de Informações dos últimos 5 anos estão disponíveis para consulta?

11	Existe a ferramenta digital de "Assistente Virtual" para auxiliar os participantes?
12	A EFPC disponibiliza um *e-mail* para contato?
13	A EFPC disponibiliza um telefone para contato?
14	A EFPC disponibiliza o endereço físico da instituição?
15	A EFPC disponibiliza o mapa digital com a sua localização?
16	Existe um sistema de "Fale Conosco" disponível?
17	A entidade tem um atendimento *on-line* para os visitantes do *website*?
18	A EFPC utiliza a mídia social *Facebook*?
19	A EFPC tem um canal de comunicação no *Youtube*?
20	A EFPC utiliza a mídia social *Instagram*?
21	A EFPC utiliza a mídia social *Twitter*?
22	A EFPC utiliza a mídia social *LinkedIn*?
23	A EFPC disponibiliza um telefone para o aplicativo *WhatsApp*?
24	A EFPC oferece aos participantes um APP para telefone celular?
25	A entidade publica no *website* os seus demonstrativos financeiros?
26	A entidade publica no *website* a política de investimentos?
27	A EFPC publica a rentabilidade os investimentos dos planos e perfis disponíveis?
28	A EFPC esclarece quais são os gestores e terceiros que trabalham para a entidade na gestão dos investimentos?
29	O *website* da entidade publica os pareceres recentes dos auditores independentes?
30	O *website* da entidade publica as atas do conselho fiscal ou de suas atividades?
31	A entidade tem Comitê de Investimentos?
32	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Investimentos?
33	A entidade tem Comitê de Riscos?

34	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Riscos?
35	A EFPC publica as atas ou atividades dos Conselho Deliberativo?
36	A entidade tem uma área de educação financeira/previdenciária desenvolvida?
37	A entidade tem um programa de educação financeira estruturado?
38	O *website* da entidade é personalizado para a entidade?
39	O w*ebsite* oferece aos visitantes área de "Perguntas Frequentes"?
40	O *website* publica Boletins Informativos sobre atividades da entidade?
41	O *website* publica notícias relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, dentre outros?
42	o *website* noticia reuniões com participantes ou assistidos?
43	A entidade reporta quaisquer resultados de fiscalização, consultas, pedidos ou orientações do órgão regulador (PREVIC)?
44	*Website* disponibiliza simuladores de contribuição ou de benefícios?
45	Entidade realiza eventos com participantes e/ou assistidos?
46	O *website* da entidade oferece links para instituições relacionadas com assuntos previdenciários?
47	A entidade oferece links ou a legislação previdenciária para os visitantes do website?
48	Existe material explicativo sobre os planos e perfis que a entidade administra?
49	A entidade oferece uma *News Letter* para o *e-mail* ou para o telefone celular do participante?
50	A EFPC oferece uma central de atendimento telefônica para o participante/assistido?
51	Existe um canal de denúncia para o participante ou assistido?
52	Existe uma área de divulgação do processo eleitoral e seu resultado?
53	A entidade mantém uma galeria de fotos dos eventos realizados?
54	O *website* oferece uma opção de como fazer a adesão a um plano/perfil da entidade?
55	O *website* disponibiliza a explicação de "quem somos"?

56	A entidade utiliza de pesquisas de opinião ou enquetes para saber a opinião dos participantes ou assistidos?
57	O *website* tem a ferramenta de "mapa do site"?
58	O RAI - Relatório Anual de Informações da entidade é personalizado para a entidade?
59	A diretoria executiva direciona uma mensagem para os participantes ou assistidos no Relatório Anual de Informações da EFPC?
60	O RAI divulga número de participantes da entidade?
61	Existe uma análise do cenário econômico disponível no RAI?
62	O RAI tem iniciativas de educação financeira?
63	A entidade apresenta um relatório de atendimento nos canais de comunicação disponíveis dos participantes no RAI?
64	O RAI mostra a estrutura organizacional da entidade?
65	O RAI oferece a rentabilidade dos planos/perfis da entidade?
66	O RAI divulga o demonstrativo de custeio da gestão administrativa?
67	O RAI divulga os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?
68	O RAI divulga as notas explicativas dos demonstrativos financeiros/contábeis da EFPC?
69	O RAI contém o quadro informativo dos investimentos da entidade?
70	O RAI divulga a política de investimento que orienta a alocação dos investimentos da entidade?
71	A entidade oferece explicações das práticas de governança da EFPC?
72	Existe no RAI o parecer dos auditores independentes para as demonstrações financeiras/contábeis apresentadas?
73	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Deliberativo com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?
74	O RAI divulga ata de reunião da Diretoria Executiva sobre a submissão dos demonstrativos financeiros/contábeis da entidade para o Conselho Deliberativo e o Conselho Fiscal?
75	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Fiscal com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?
76	O RAI apresenta o Parecer Atuarial da EFPC?

77 O RAI apresenta as Hipóteses Atuariais da EFPC?

Adaptação Autor – Fonte: De Lima et al. – 2015 – p. 12-17

Para maior entendimento, o Anexo 1 mostra a explicação de cada pergunta.

1.7 Hipoteses

Hipótese 1: No Brasil, existe uma correlação positiva entre as informações publicadas pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar e a rentabilidade dos investimentos das reservas técnicas da entidade.

Hipótese 2: No Brasil, existe uma correlação positiva entre os canais de comunicação utilizados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar e a rentabilidade dos investimentos das reservas técnicas da entidade.

2. FUNDAMENTAÇÃO

Como vimos, existe um desafio enorme de como enfrentar questões relacionadas ao envelhecimento acelerado da população, que governos e organizações internacionais tentam equacionar. Vários indicadores demográficos são importantes para as decisões sobre os sistemas previdenciários no âmbito global, públicos e privados, como por exemplo a expectativa de vida no momento da aposentadoria, os índices de mortalidade da população, o aumento ou diminuição da força de trabalho, a existência de uma idade mínima de aposentadoria, as políticas de migração e o índice de natalidade, pois estes influenciam a formação da população economicamente ativa e na forma de financiamento dos sistemas de previdência.

2.1 Envelhecimento da População Mundial

Publicação da Organização das Nações Unidas – ONU, de 2019, mostra que o envelhecimento da população está acontecendo em velocidade sem precedentes. A expectativa de vida ao nascer chegou a 72 anos em 2019, o que significa um crescimento de mais de 8 anos comparativamente a 1990, e a previsão é de que essa tendência irá atingir 77 anos em 2050. Essa previsão dependerá da continuidade do combate e tratamento de doenças endêmicas mortais e da ausência de eventos naturais catastróficos e guerras de grandes proporções (UNITED NATIONS, 2019, p. 28–30).

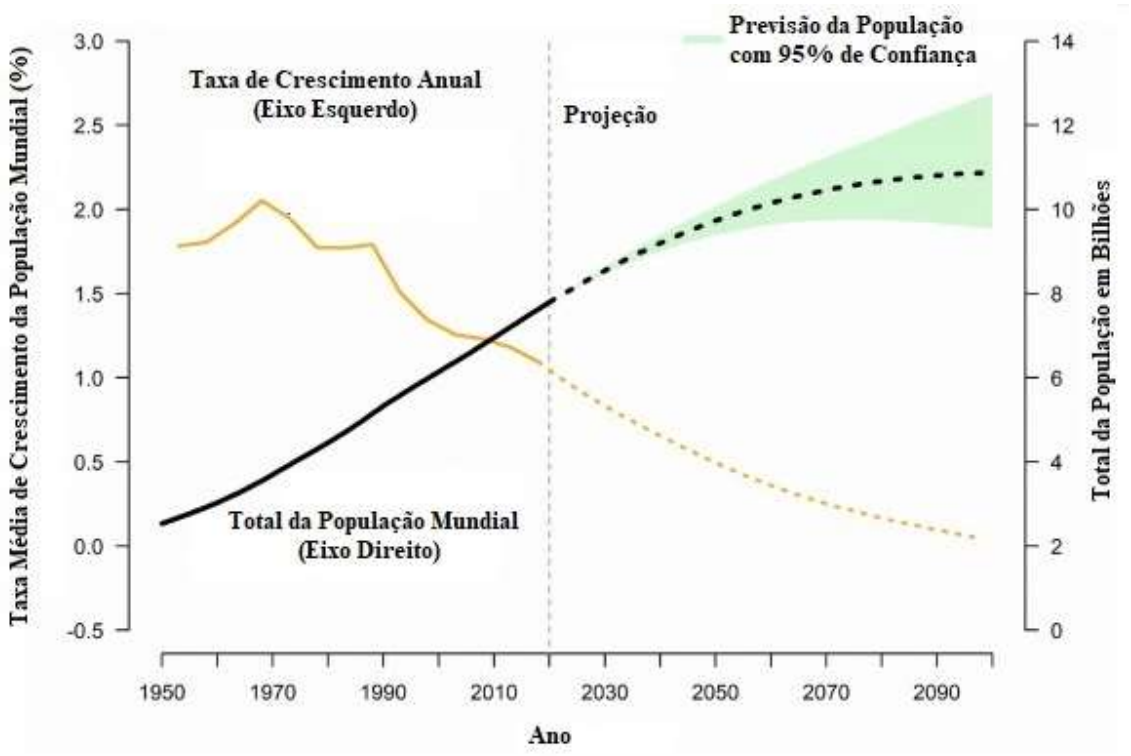
De maneira semelhante, a taxa de fertilidade também tem caído nas últimas décadas. A projeção é que a fertilidade deva se reduzir de 2,9 nascidos vivos por mulher, em 2019; para 2,2 em 2050 e alcançar 1,9 no final do século XXI (UNITED NATIONS, 2019, p. 23). A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, em uma publicação de 2017, mostrou que a média da fecundidade nos países membros atingiu 1,71, o que é significativamente aquém do necessário para repor a atual população (OCDE, 2017, p. 118).

Cerca de metade da população mundial, vive em regiões onde a fertilidade é de 2,1 nascidos vivos por mulher, ou seja, ainda menor do que a média mundial. Dentre os países com baixa fertilidade estão alguns dos mais populosos, como a China, Estados Unidos, Brasil, Bangladesh, Rússia, Japão e Vietnã. A previsão da ONU para o ano de 2050, é que 70% da

população mundial viverá em regiões onde a fertilidade será menor que 2,1 nascidos vivos por mulher (UNITED NATIONS, 2019, p. 27).

Apesar disso, a população mundial continuará crescendo entre 2015 e 2020 na taxa média de 1,1% ao ano, ritmo bastante inferior ao do período de 1965 a 1970, quando o crescimento médio era de 2,2 % ao ano. A projeção para a metade do século vinte e um aponta uma expansão ao redor de 0,5% ao ano, quando a população mundial passará dos atuais 7,7 para 10,0 bilhões de habitantes em 2050 (UNITED NATIONS, 2019, p. 5).

Gráfico 3 – População Mundial e Crescimento Anual - 1950 a 2100



Fonte: United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2019) – World Population Prospects

O aumento da expectativa de vida e o declínio da fertilidade têm consequências socioeconômicas importantes, gerando pressão substancial nos sistemas previdenciários, principalmente naqueles baseados em repartição simples e na renda das aposentadorias. O primeiro impacto é que o declínio da fertilidade reforça a tendência de queda do crescimento da população. O segundo impacto, é que o envelhecimento da população resultará na diminuição do número de indivíduos que trabalham e, portanto, teremos menos contribuintes

participando do financiamento desses sistemas previdenciários. Finalmente, o terceiro impacto é produzido pela qualificação dos próprios trabalhadores ativos que, ao envelhecer, serão menos suscetíveis aos avanços tecnológicos, acarretando uma diminuição da produtividade e do crescimento econômico (OCDE, 2017, p. 118).

2.2 Migração

Associado ao fator fertilidade, a migração é um dos determinantes das variações no crescimento ou diminuição das populações. Um exemplo da importância da migração pode ser visto em países passando por conflito bélico, desastres naturais ou naqueles onde a situação econômica é crítica. Entre 2010 e 2019 a Síria perdeu 20% de sua população devido aos riscos relativos à guerra civil no país. O furacão Maria provocou a migração de 18% da população de Porto Rico em 2017. Por último, a crise política e econômica da Venezuela, deverá produzir a migração de 12% dos venezuelanos entre 2010 e 2020 (UNITED NATIONS, 2019, p. 12–33).

Em algumas regiões a migração tem se tornado um componente importante de transformação da população. Na Europa, nos Estados Unidos e no Canadá, a entrada líquida de migrantes é estimada em quase 26 milhões no período de 2010 a 2020, enquanto que, no mesmo período, a região da Ásia central e sul deverá ter uma emigração de aproximadamente 15 milhões de pessoas (UNITED NATIONS, 2019, p. 32).

Permitir o aumento da imigração pode ajudar um país, com baixo crescimento populacional, a criar um incremento na força de trabalho. Todavia, se o objetivo for o somente o financiamento dos sistemas previdenciários, a medida pode ser controversa (BODIE; SIEGEL; SULLIVAN, 2008, p. 17), visto que isso depende da forma de absorção desses novos trabalhadores no mercado de trabalho. Se forem empregados no setor formal, consequentemente, o trabalhador será um contribuinte do sistema previdenciário, produzindo uma melhora no financiamento do sistema para os atuais beneficiários e auxiliando na viabilização do sistema no futuro. Por outro lado, o imigrante que vai trabalhar na informalidade, não é um contribuinte do sistema e compromete os demais programas de seguridade social do país.

A imigração pode ser uma forma de solucionar a questão do desenvolvimento sustentável dos países de origem e destino dos migrantes, pois quando feita de maneira planejada, segura e regular, pode contribuir para combater a pobreza, aumentar bem-estar das pessoas e combater a migração irregular (UNITED NATIONS, 2019, p. 37).

2.3 Reformas dos Sistemas Previdenciários

As previsões das tendências para a composição etária da população e para os níveis de fertilidade no século XXI, provocaram uma série de reações em governos e organizações supranacionais, preocupados com a sustentabilidade dos sistemas de previdência e com o bem-estar de populações de idades mais avançadas. Uma análise mais aprofundada do assunto, mostra que o tema é mais complexo do que se imaginava inicialmente, porque não há uma solução única para todos os países e regimes de previdência, uma vez que envolve questões intrincadas sobre estruturas e regulamentos, além de questões legais locais.

O equilíbrio entre a adequação dos benefícios e sua acessibilidade pela população deve ser uma busca constante das políticas para as aposentadorias, desafio este que é aumentado pelo envelhecimento da população, queda da fecundidade e pelas crises econômicas e políticas de âmbito mundial (OCDE, 2011, p. 9). A combinação desses elementos pode ofuscar o preceito de que a previdência trabalha com uma perspectiva de longo prazo, portanto, quaisquer soluções têm que ser focadas nesse horizonte.

Desde meados da década de 90, tem ocorrido uma série de reformas nos sistemas previdenciários no âmbito mundial. Algumas das reformas feitas foram consideradas progressistas pois alteraram regras de aposentadorias, enquanto outras foram consideradas uma evolução dos sistemas existentes, correspondendo a uma lista de mudanças de parâmetros ao longo do tempo que tiveram um impacto considerável nos direitos a aposentadorias futuras (OCDE, 2007, p. 55; WHITEHOUSE et al., 2009, p. 516).

No início dos anos 2000, três metas foram identificadas: i) melhorar a cobertura dos sistemas de aposentadoria; ii) adequar os benefícios de forma a combater a miséria na terceira idade; e iii) reduzir os benefícios futuros de forma a atingir a sustentabilidade fiscal do sistema (WHITEHOUSE et al., 2009, p. 515).

Segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, as principais medidas tomadas para reformar sistemas previdenciários nos anos 2000, nos países membros dessa organização, podem ser resumidas abaixo:

- Aumento na idade mínima para elegibilidade da aposentadoria - A grande maioria dos países que implementaram mudanças nos regimes previdenciários aumentou a idade para se ter o direito à aposentadoria, entretanto isto pode ter um efeito penalizador para os trabalhadores que foram alijados do mercado de trabalho antes dessa idade e que terão dificuldades de cumprir o requisito.

- Ajuste nos incentivos à aposentadoria - Algumas das ações tomadas foram no sentido de estimular a aposentadoria tardia, como por exemplo a incorporação ou aumento de bônus pagos para quem continuasse a trabalhar sem se aposentar. Por outro lado, outros ajustes foram feitos para desestimular aposentadorias prematuras, como por exemplo, multas ou aumento no número de anos obrigatórios para receber o valor total do benefício.

- Mudanças na forma de cálculo dos benefícios - Alteração na quantidade de contribuições feitas pelas pessoas para cálculo dos benefícios, como forma de diminuir os valores pagos aos futuros aposentados. Muitos países consideravam, no cômputo do valor da aposentadoria, poucos anos de contribuição. Esse número foi aumentado de forma a se considerar um período maior. O efeito de diminuição do benefício somente será conseguido considerando aumentos ao longo da carreira do trabalhador. Em uma carreira estável, não há mudanças substanciais nos benefícios a serem pagos.

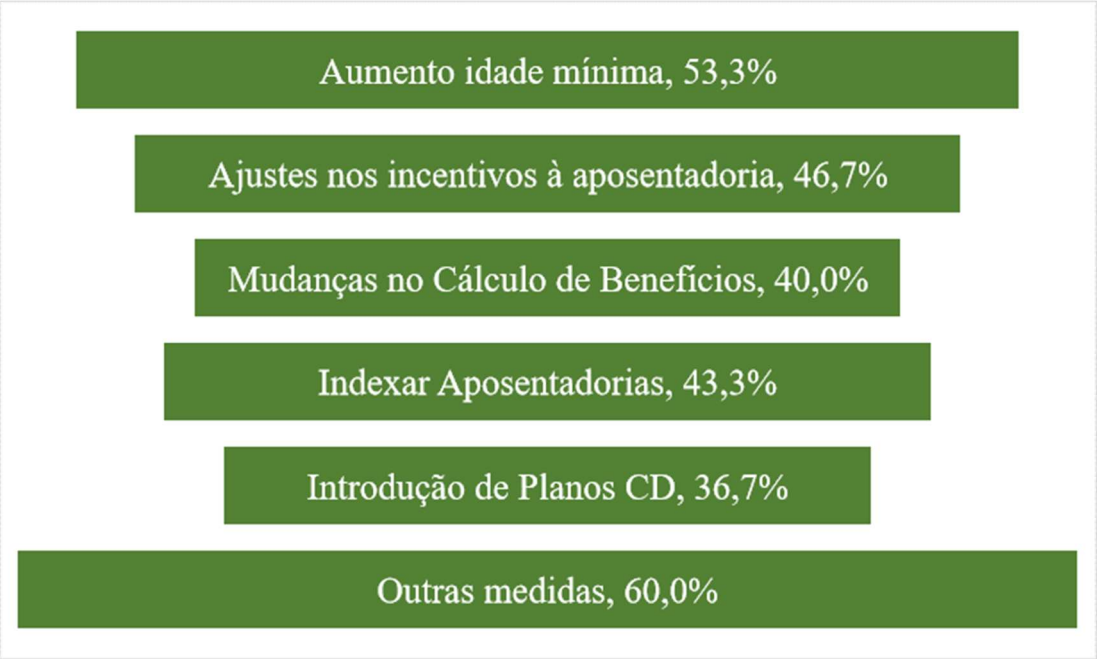
- Indexar aposentadorias à expectativa de vida futura - Mecanismos de ajustes de benefícios ou idade para se ter direito à solicitação de pensões foram mudanças realizadas nos sistemas de previdência. Uma forma de se fazer isso foi a obrigatoriedade de participação em planos de benefício definido que automaticamente ajusta os benefícios à expectativa de vida. Parte-se do princípio de que o capital acumulado por cada indivíduo será transformado em pagamentos mensais na aposentadoria. Esses pagamentos serão menores se a expectativa de vida aumentar, tendo em vista que tais desembolsos têm que ser feitos até o final da vida da pessoa. Para se obter o mesmo

valor de benefício mensal, será necessário que a pessoa trabalhe mais anos, adequando o valor mensal a uma expectativa de vida mais longa.

– Introdução de planos de pensão de contribuição definida - Essa mudança representa uma transferência da administração das aposentadorias do poder público para o setor privado. Não é possível uma passagem imediata para esse tipo de gestão pois os sistemas são diferentes. O sistema público é de repartição, ou seja, os aposentados recebem seus benefícios pagos pela contribuição dos trabalhadores ativos. Por sua vez, o sistema privado de contribuição definida é feito pela capitalização das contribuições individuais dos trabalhadores e o montante de capital é privativo. Os efeitos dessa medida são complexos e dependem da interação com o sistema público de benefícios.
(OCDE, 2007, p. 55–61)

Na Figura 1 temos as principais medidas tomadas, mencionados acima, e a participação percentual dos países membros OCDE que adotaram tais providências. Outras precauções foram tomadas por 60% dos países membros, entretanto de caráter particular para aquele determinado país.

Figura 1 – Reformas Previdenciárias e Participação dos Países Membros da OCDE



Elaboração do Autor – Fonte: OCDE - Pensions at a Glance: Public Policies Across OECD Countries – 2007

Algumas mudanças foram adiadas ou tomaram um ritmo mais lento, como o aumento da idade para se ter o direito à aposentadoria ou o aumento na expectativa de vida. Também há o temor de que os trabalhadores que optaram por planos de contribuição definida não poupem o suficiente para sua aposentadoria, assim como existem ainda muitos incentivos às aposentadorias precoces.

Apesar das iniciativas tomadas, questões demográficas relativas ao envelhecimento da população continuaram a pressionar os sistemas de pensão nos últimos anos. Além disso, a crise financeira de 2008, conhecida como Crise do *Subprime*, gerou um aumento das dívidas públicas, um fraco crescimento econômico e baixas taxas de juros, o que não ajudou a aprovação e implementação de reformas previdenciárias nos sistemas de pensão.

Nos últimos anos houve um retrocesso nas reformas dos sistemas de pensão por conta das condições econômicas e das pressões políticas para não se implantar medidas que já haviam sido decididas e aprovadas e, mais do que isso, recentes medidas políticas parcialmente reverteram reformas que já haviam sido efetuadas (OCDE, 2019a, p. 16).

Nos países que compõe a OCDE, a maior parte das mudanças nos sistemas previdenciários nos últimos anos foi uma revisão das reformas aprovadas anteriormente. As principais medidas, consideradas como retrocesso na evolução dos sistemas de pensão, foram:

- limitar o aumento da idade da aposentadoria;
- expandir as opções de aposentadoria antecipada;
- aumentar a cobertura das aposentadorias;
- aumento de benefícios e redução de contribuições para pessoas com baixos salários;
- alteração das taxas de contribuição ou expansão das opções de contribuição;
- expansão da cobertura de pensões obrigatórias; e,
- alteração das regras tributárias para os aposentados.

(OCDE, 2019a, p. 25).

Importante destacar que essas medidas não foram tomadas de forma uniforme ou consensual entre os países integrantes da OCDE. Existe uma interdependência clara entre as medidas reformistas dos sistemas de pensão, o nível da atividade econômica e a resistência a

mudanças previdenciárias. Em alguns países europeus, houve medidas contraditórias ao longo do tempo, como: i) vincular a aposentadoria à expectativa de vida e depois de alguns anos abolir essa medida; ii) interrupção do aumento progressivo da idade durante alguns anos para depois ser retomado de forma mais lenta; e iii) um caso de aumento de idade mínima de aposentadoria contrariando a tendência de retrocessos nas reformas previdenciárias (OCDE, 2019a, p. 26).

2.4 Resistência da População e dos Políticos a Mudanças Previdenciárias

Em decorrência dos efeitos do envelhecimento da população, migração e da tendência da baixa fecundidade entre as mulheres, muitos países iniciaram reformas em seus sistemas de pensão e, como consequência, enfrentam uma resistência severa da população e dos políticos. Da mesma forma, sucessivas crises econômicas mantiveram altos os níveis de desemprego, de modo que a proporção de pessoas que financiam o sistema previdenciário diminuiu, enquanto os aposentados tiveram uma tendência de crescimento consistente (REY-ARES; FERNÁNDEZ-LÓPEZ; VIVEL-BÚA, 2018, p. 248) pressionando governos a realizar as reformas mencionadas.

Mesmo com todas as indicações demográficas e dificuldades de sustentabilidade financeira nos sistemas previdenciários, governos tendem ignorar ou postergar essas reformas para um próximo mandato, argumentando que alternativas mais simplistas podem ser aplicadas, isto porque mudanças de maior envergadura envolvem decisões de longo prazo sob condições de incerteza, cujos resultados esperados não são garantidos (OCDE, 2007, p. 8). Essa visão de longo prazo é de difícil explicação para a população que por um lado pode entender os impactos dos aumentos da idade mínima para aposentadoria e por outro, tem uma dificuldade para interpretar o alcance que medidas mais técnicas, cujos efeitos são igualmente significativos nos equilíbrios financeiros na previdência.

2.5 A Previdência no Brasil

No Brasil colonial entidades como Santas Casas de Misericórdia cuidavam de desvalidos, órfãos, doentes e idosos, perfazendo o papel do estado de cuidar do bem-estar social da população. Originárias da metrópole portuguesa, essas instituições eram uma iniciativa popular e dependiam da caridade privada na vital arrecadação de recursos, uma vez que a

colaboração da monarquia lusitana era pequena (RUSSELL-WOOD, 1968, p. 146). No assistencialismo dessas entidades religiosas surgiram as primeiras formas de preocupações com o futuro, com a segurança e com as incertezas (JARDIM, 2007, p. 35).

Ainda no Império surgiram os montepios, definidos como sociedades de auxílio mútuo, e considerados os precursores dos fundos de pensão (JARDIM, 2007, p. 37). O mutualismo se caracterizava por ser uma maneira de autoproteção dos trabalhadores, com arrecadação de recursos entre os associados para formação de fundos que tinham o objetivo de dar assistência àqueles que momentaneamente precisavam de auxílio, ou no caso de pensões para viúvas e órfãos (SOUZA, 2015, p. 86).

A primeira iniciativa do Estado Brasileiro, na área de previdência, data de 1795, quando o príncipe regente Pedro de Alcântara criou o Montepio dos Oficiais da Marinha da Corte. O formato de montepio foi expandido durante o século XIX, e nos primeiros anos da República, sendo que, várias dessas entidades foram criadas para categorias específicas (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 19). Podem ser citados como exemplo o Montepio do Exército (1827), Montepio dos Servidores do Estado (civis e militares – 1835), Caixa de Socorro para os Trabalhadores das Estradas de Ferro do Estado (1888), Fundos dos Empregados dos Correios (1889), o Fundo Especial de Pensões do Pessoal das Oficinas da Imprensa Régia (1889), o Fundo de Aposentadoria dos Trabalhadores da Estrada de Ferro Central do Brasil (1890). Já no início do século XX surgiu a Caixa de Montepio dos Funcionários do Banco da República do Brasil (1904) (JARDIM, 2007, p. 27; SOUZA, 2015, p. 37).

Na década de 1910 o Congresso Brasileiro deu indícios de maior atenção às questões trabalhistas e sociais ao revés de uma casa de maioria liberal. Um exemplo dessa movimentação foi a apresentação de um projeto de Lei, em 1917, autorizando o Executivo a criar o Departamento Nacional de Trabalho. Este projeto de Lei foi aprovado, mas nunca foi implementado (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 38).

As condições para discussão de questões sociais surgiram a partir da transformação da sociedade brasileira ocorrida no final do século XIX e início do século XX. O declínio da cultura cafeeira promoveu um deslocamento da economia para cidades do Rio de Janeiro e São Paulo e a consequente urbanização e industrialização dessas duas cidades. Um novo contingente de

trabalhadores assalariados, na sua maioria estrangeiros trazidos pelos programas de atração de imigrantes europeus, difundiu uma pauta reivindicatória por meio de manifestações e greves. Isso provocou uma mudança na postura do Estado em relação a questões sociais, a tal ponto que tais reinvindicações passaram a ser consideradas, resultando na promulgação de legislações favoráveis às relações trabalhistas e de saúde (JARDIM, 2007, p. 40; OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 40).

Muitos autores consideram que o Decreto Legislativo nº 4.682, de 1923, foi o marco inicial da previdência social no Brasil. Influenciado por Francisco Pais Leme de Monlevade, dirigente da São Paulo Railway Company, e por Adolpho Pinto, inspetor geral da Companhia Paulista de Estradas de Ferro, Elói Chaves, Deputado Federal pelo Partido Republicano Paulista - PRP, propôs a criação da Caixa de Aposentadoria e Pensões – CAP para os empregados de cada uma das empresas ferroviárias, objetivando propiciar aos associados: i) socorros médicos; ii) medicamentos; iii) aposentadorias por idade, ou invalidez; e iv) pensões (LEITE; VELLOSO, 1963, p. 117; LUCA, 1990, p. 62; SANTOS et al., 2004, p. 37).

2.5.1 Universalização da Previdência

Em suas origens, a previdência dos brasileiros foi concebida de forma particular e não universal. Desde o período colonial até a primeira década do século XX, a preocupação dos governos e legisladores era o atendimento de grupos específicos da sociedade, como Exército, servidores públicos, trabalhadores de estradas de ferro, funcionários do banco da república, dentre outros.

Como já comentado, a Lei Elói Chaves pode ser apontada como marco da previdência no país. Isso porque a abrangência efetiva da Lei, comparativamente às tentativas anteriores, foi significativamente maior, tendo em vista que as instituições previstas foram integramente implementadas. A Lei determinou a obrigação de se criar organizações previdenciárias para determinadas categorias de profissionais e proporcionou a formação de uma estrutura previdenciária, antes inexistente, em um período de tempo curto (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 21).

O resultado da promulgação da Lei Elói Chaves foi a criação, já em 1924, de 26 Caixas de Aposentadoria e Pensão – CAP. O crescimento rápido dessas instituições, no final da década de 1920, foi ainda estimulado por um segundo Decreto de nº 5109, de 1926. Esse decreto ampliava o regime da Lei Elói Chaves para empregados de outras empresas ferroviárias e outras categorias como portuários e marítimos. Além disso, o decreto possibilitou às Caixas de Aposentadoria e Pensão administrarem ativos de fundos de pensão de várias empresas ferroviárias, criando assim o conceito de fundos de pensão multipatrocinados (BRASIL, 1926, p. 19; PINHEIRO, 2007, p. 28).

A Lei Elói Chaves foi considerada também um avanço significativo no envolvimento, ainda que parcial, do Estado em questões de bem-estar social. Mas para alguns autores a Lei era de um alcance exagerado por agregar, a benefícios de aposentadoria e pensão, serviços médicos que contemplavam socorros médicos, fornecimento de medicamentos e benefícios pecuniários, não só ao empregado como também à "sua família, que habite sob o mesmo teto e sob a mesma economia" (BRASIL, 1923, p. 3; OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 23).

O fato é que essa legislação foi o resultado de uma importante mudança econômica e política no início do século XX, decorrente do declínio da cultura cafeeira e da industrialização das cidades e inovou pela cobertura de todos os trabalhadores de uma determinada categoria cujas empresas tiveram que organizar CAP para seus empregados (LUCA, 1990, p. 62).

A década de 1930, marcada pela crise mundial de 1929, foi especialmente ruim para o Brasil, por conta da estrutura econômica vigente do país. O governo provisório, constituído após a Revolução de 1930, tratou de fortalecer as CAP reformulando a legislação existente e estendendo os benefícios e serviços a todos os trabalhadores envolvidos em serviços públicos. Entretanto, esse modelo de filiação por empresa mostrou-se inadequado, pois apresentava uma quantidade infindável de instituições de pequeno porte e ao mesmo tempo não incluía um grande número de trabalhadores, que ficavam à margem desse sistema.

Levando em conta essa situação, o governo provisório concebeu uma nova forma de organização previdenciária com a criação do Instituto de Aposentadoria e Pensões dos Marítimos, pelo Decreto nº 22.872, de 1933 (LEITE; VELLOSO, 1963, p. 120). O Estado criou paulatinamente vários desses institutos, como dos Comerciários (1934), dos Bancários (1934),

dos Industriários (1936), dos Empregados em Transportes e Cargas (1938), dos Servidores do Estado (1938) e da Estiva (1939), estendendo a cobertura previdenciária. Essas instituições, que ficaram conhecidas como Institutos de Aposentadoria e Pensão – IAP, foram concebidas no âmbito nacional, ainda segmentadas por grandes categorias profissionais que futuramente iriam absorver as CAP (SILVA; COSTA, 2016, p. 166).

As décadas de 1940 e 1950 foram marcadas por uma discussão sobre dois conceitos previdenciários: Seguro Social e Seguridade Social. A ideia da previdência aos moldes do Seguro Social é originária do modelo alemão e consistia no princípio de que os segurados fizessem contribuições ao longo de sua vida laboral, garantindo por si só sua aposentadoria e pensões em caso de acidentes ou morte (SILVA; COSTA, 2016, p. 166). Os princípios da Seguridade Social são oriundos das ideias do britânico Willian Beveridge. Seus defensores argumentavam que a previdência deveria ser um sistema que garantisse uma condição ou padrão mínimo de subsistência ao cidadão aposentado, independente do motivo da necessidade, e de ter contribuído, ou não, para a previdência. Mais ainda, o sistema previdenciário deveria ser tratado como uma ampla política de seguridade social de forma a fornecer mais do que valores monetários, deveria oferecer, por exemplo, saúde, educação, habitação e emprego. (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 177).

Os princípios de Seguridade Social de Willian Beveridge, mencionados acima, encontraram nas décadas de 1940 até o início da década de 1960, um ambiente aberto à sua aplicação, em decorrência, principalmente, da própria redemocratização do país. As posições políticas, de contenção dos gastos previdenciários e de caráter menos assistencialista da Era Vargas, não tiveram continuidade nesse período, possibilitando uma pauta reivindicatória e organizada por parte da sociedade. Entretanto, os princípios da Seguridade Social em sua essência não foram adotados de forma completa no Brasil. Isso por que os trabalhadores assistidos pelo sistema de previdência brasileira sempre tiveram que contribuir e os valores pecuniários das aposentadorias e pensões, a todo tempo, foram proporcionais às contribuições (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 179).

Em 1960, depois de 14 anos de tramitação, a Lei Orgânica da Previdência Social – LOPS foi aprovada. A lei ampliou a abrangência dos benefícios, por adotar uma uniformização, tomando como padrão as coberturas mais altas. Mesmo assim, trabalhadores domésticos e rurais

continuavam excluídos da previdência no país (ABREU, 2016, p. 95), assim como servidores civis e militares. Alguns aspectos marcantes da LOPS foram:

- Uniformização dos regimes correntes com correção das distorções existentes;
- Consolidação da legislação previdenciária anterior em um único instrumento;
- Ampliação do âmbito da previdência social para donos de firmas individuais, sócios de quaisquer empresas, profissionais liberais e autônomos;
- Descentralização administrativa;
- Preparação para unificação dos vários regimes existentes;
- Limitação da participação do Estado na contribuição tríplice, fórmula de cálculo do custeio da previdência; e,
- Manutenção de alguns direitos de segurados e dependentes que estavam previstos em institutos que eles pertenciam.

(LEITE; VELLOSO, 1963, p. 211–231)

A Lei Orgânica da Previdência Social – LOPS marca o final de um período de intensas discussões doutrinárias sobre como o país deveria entender o papel da previdência social. Com a LOPS a tese assistencialista ganha espaço definitivamente como atribuição do estado ao ampliar e expandir planos existentes, inclusive outros benefícios, como empréstimos pessoais, alimentação e planos habitacionais (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 166).

Nesse novo contexto, a tendência assistencialista continua em destaque nos governos militares entre os anos de 1964 a 1988, diferentemente do contencionismo dominante na Era Vargas e do populismo trabalhista do período da Redemocratização. A promulgação da LOPS em 1960, preparou a previdência para uma unificação, que finalmente ocorreu em 1966, com o Decreto-Lei nº 72 que extinguiu as CAP e IAP, incorporadas no Instituto Nacional de Previdência Social – INPS (BRASIL, 1966, p. 1). O INPS consolidou o movimento para a universalização da cobertura dos benefícios, encerrando a ideia de previdência organizada por categoria profissional. A partir de então, a previdência passa a ser apontada como um aparato estatal e centralizada com funções assistenciais (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 204).

Dez anos depois da criação do INPS, o conjunto de atividades previdenciárias foi agregado em um único sistema com a publicação do Decreto nº 6.439, de 1977, que instituiu o Sistema Nacional de Previdência Social – SINPAS, subordinado ao Ministério de Previdência

Social. Foram criados por essa lei o Instituto Nacional de Assistência Médica da Previdência Social – INAMPS e o Instituto de Administração Financeira da Previdência e Assistência Social – IAPAS. Além desses dois, integravam o SINPAS o Instituto Nacional de Previdência Social – INPS, a Fundação Legião Brasileira de Assistência – LBA, a Fundação Nacional do Bem-Estar do Menor – FUNABEM, a Empresa de Processamento de Dados da Previdência Social – DATAPREV e a Central de Medicamentos – CEME (BRASIL, 1977, p. 1–2; PINHEIRO, 2007, p. 31; SILVA; COSTA, 2016, p. 166).

A legislação previdenciária, na tendência de ampliar a cobertura beneficiária à população, conviveu com uma série de alterações legais e com a criação de novos órgãos que fundamentaram, como veremos adiante, a regulamentação da previdência complementar no país. Como exemplo dessas medidas temos a incorporação pelo INPS dos seguros de acidentes de trabalho (1967), a criação da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP e do Sistema Nacional de Seguros Privados - SNSP, responsável pela emissão dos primeiros regulamentos das entidades de previdência aberta (1966), a criação do FUNRURAL e do PRORURAL (1971), que finalmente estenderia a previdência aos trabalhadores rurais, a inclusão dos empregados domésticos (1972) e dos trabalhadores autônomos na previdência social (1973), a criação do Ministério da Previdência e Assistência Social – MPAS (1974) e criação da Secretaria de Previdência Complementar – SPC (1978) (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 205; PINHEIRO, 2007, p. 31).

A universalização da proteção previdenciária ocorreu de forma gradativa e de maneira não equitativa para os trabalhadores. Isso em razão de que somente alguns setores conseguiam cobertura previdenciária, entretanto, o financiamento dessa cobertura era diferente (ABREU, 2016, p. 87). Desde o início do século, quando foi promulgada a Lei Elói Chaves, até a unificação das CAP e IAP pelo INPS, foi um longo caminho e muitos governos.

Estudo elaborado pela Coordenação Geral de Estudos Previdenciários – Ministério da Fazenda, em 2018, fez uma análise do alcance da universalização da previdência social dos brasileiros (DANTAS, 2018, p. 30). Baseado nos dados da Pesquisa Nacional por Amostra Domiciliar – PNAD de 2015 do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, esse estudo aponta que 72,5% de trabalhadores ocupados, entre 16 e 59 anos, contavam com

proteção previdenciária. Por outro lado, 27,5% não estavam cobertos, ou seja, 23,8 milhões de trabalhadores não tinham assistência da previdência social.

Conforme apresentado na Tabela 2, dos 72,5% de trabalhadores socialmente protegidos, 56,6% eram homens e 43,4% eram mulheres. Existe um equilíbrio entre a percentagem de protegidos de homens e mulheres em relação ao total do respectivo gênero, entretanto é importante destacar que esses números mostram uma 11 milhões de homens a mais do que de mulheres sob proteção previdenciária. É uma discrepância considerável levando-se em conta que, segundo estimativas do IBGE para 2019, a população total totaliza 210,1 milhões de brasileiros, sendo que 102,8 milhões de homens ou 48,9% e 107,4 milhões de mulheres ou 51,1% do total.

Tabela 2 – Proteção Previdenciária dos Trabalhadores Ocupados entre 16 e 59 anos de Acordo com o Gênero - 2015

Categoria	Homens	%	Mulheres	%	Total	%
Contribuintes RGPS	28.585.832	58,2%	20.832.528	55,4%	49.418.360	57,0%
Contribuintes RPPS	2.836.691	5,8%	4.000.192	10,6%	6.836.883	7,9%
Segurados Especiais	3.793.974	7,7%	1.999.860	5,3%	5.793.834	6,7%
Beneficiários Não Contribuintes	316.129	0,6%	487.773	1,3%	803.902	0,9%
Sub total Trabalhadores Socialmente Protegidos	35.532.626	72,4%	27.320.353	72,7%	62.852.979	72,5%
Trabalhadores Socialmente Desprotegidos	13.564.395	27,6%	10.259.696	27,3%	23.824.091	27,5%
Total	49.097.021	100,0%	37.580.049	100,0%	86.677.070	100,0%

Elaboração do Autor – Fonte: Ministério da Fazenda – Secretaria de Previdência - Envelhecimento da população e seguridade social – 2015

Outro importante aspecto, apontado na Tabela 3, mostra que a universalização da previdência tem um alcance maior na população idosa. Cerca de 81,7% da população com mais de 60 anos recebia aposentadoria e/ou pensão, em 2015, ou continuava a contribuir para algum regime previdenciário, sendo 86,1% de homens e 78,3% de mulheres (DANTAS, 2018, p. 18).

Os números do estudo da Secretaria de Previdência, baseados no PNAD – IBGE de 2015, mostram uma grande cobertura da população idosa no país, mas ao mesmo tempo um

número significativo de brasileiros não protegidos na população ocupada entre 16 a 59 anos. Idosos não socialmente protegidos somam 5,4 milhões enquanto entre os trabalhadores ocupados, 23,8 milhões não possuem cobertura previdenciária, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 3 – Proteção Previdenciária para a População Acima de 60 Anos

Categorias	Homens	%	Mulheres	%	Total	%
Aposentado	9.361.477	72,3%	7.986.329	48,6%	17.347.806	59,1%
Pensionista	169.443	1,3%	2.494.049	15,2%	2.663.492	9,1%
Aposentado e Pensionista	345.185	2,7%	1.831.750	11,1%	2.176.935	7,4%
Contribuinte não Beneficiário	1.266.812	9,8%	554.048	3,4%	1.820.860	6,2%
Protegidos	11.142.917	86,1%	12.866.176	78,3%	24.009.093	81,7%
Não Protegidos	1.802.544	13,9%	3.562.333	21,7%	5.364.877	18,3%
Total	12.945.461	100,0%	16.428.509	100,0%	29.373.970	100,0%

Elaboração do Autor – Fonte: Ministério da Fazenda – Secretaria de Previdência - Envelhecimento da população e seguridade social – 2015

2.5.2 Utilização política da previdência ao longo do tempo

Desde sua concepção a previdência social atraiu interesses políticos e econômicos alheios à necessidade de seguridade. Governos têm procurado nos recursos previdenciários financiamento para seus objetivos políticos e financiamento de projetos econômicos à revelia do papel que a previdência tem junto a população, agindo de forma imediatista, não compreendendo que esses recursos deveriam retornar para a população em um momento futuro. A utilização indevida pode ser vista, ao longo do tempo, desde o marco da criação da previdência no Brasil.

Essa ingerência de governantes, na destinação de recursos previdenciários, pode ser observada na Era Vargas, no Estado Novo, no período de redemocratização pós-guerra mundial, nos governos militares, nos anos 80, na década das privatizações e até no início desse século XXI. Os propósitos vão de implantação de indústrias, construção da nova capital brasileira,

apoio ao mercado de capitais, compra de títulos públicos federais e estaduais, apoio ao Fundo Nacional de Desenvolvimento, certificados de privatizações, dentre outros.

Em perspectiva histórica, o desenvolvimento da previdência social pode ser apresentado pelas diversas fases da política nacional e pelas relações entre os principais agentes.

A República Velha, ou República Oligárquica, foi pautada pela constituição de 1891, de caráter liberal. Predominava um acordo com os governos estaduais e as lideranças regionais que apoiavam o poder central não intervencionista, e, em troca, mantinham uma autonomia jurídica e fiscal e o poder nas mãos das oligarquias locais (FIORI, 1994, p. 133). O ambiente político no início do século XX era influenciado pelas ideias trazidas por operários imigrantes europeus em cidades com urbanização efervescente. Isso levou, naquele momento, o parlamento a aprovar uma legislação previdenciária, mesmo que abrangendo uma limitada cobertura setores específicos da sociedade.

A década de 30, marcada pela crise mundial de 1929, foi especialmente ruim para o Brasil por conta da estrutura econômica do país. A República Velha construiu uma economia baseada na agro exportação de um único produto primário, o café. Com o surgimento da crise, países importadores reduziram drasticamente suas compras do produto, impactando duramente na economia brasileira. Não só o volume físico de exportação caiu, como o preço do produto também caiu, fazendo o valor total exportado diminuir. Os anos 30 herdaram um cenário de uma economia dependente do mercado externo em crise, queda na arrecadação, desemprego, crescentes déficits internos e uma política oligárquica que lutava para manter o poder (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 131). Este cenário político-econômico levou a eclosão da Revolução de 1930.

A Revolução de 1930 foi uma ruptura do acordo estabelecido entre o governo federal, os governadores estaduais e as oligarquias agromercantis. Este pacto foi substituído por um estado desenvolvimentista que se levanta contra o poder regionalizado e a favor de uma centralização, entendida como fundamental para a unificação e organização da sociedade brasileira (FIORI, 1994, p. 133).

Uma das primeiras medidas do governo provisório, empossado na revolução, foi a criação do Ministério do Trabalho, Indústria e Comércio por intermédio do Decreto nº 19.667, de 1930, apontando não só a importância que o operariado tinha na estratégia política de Getúlio Vargas, mas também a importância do empresariado industrial e comercial, basicamente componentes urbanos da sociedade (LEITE; VELLOSO, 1963, p. 120; OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 137).

O fortalecimento das Caixas de Aposentadoria e Pensões – CAP, a criação dos Institutos de Aposentadoria e Pensão – IAP, com a consequente transferência da previdência do setor privado para o Estado, não foi uma ação desprovida de cunho político. Getúlio Vargas objetivava obter o apoio dos trabalhadores urbanos de classe média, mantendo seu governo à frente das reformas trabalhistas. Assim, evitaria que a oposição utilizasse movimentos reivindicatórios dos operários para confrontar o governo e tiraria as relações de trabalho do foco político (MEDEIROS, 2001, p. 11).

O sistema de previdência na década de 30 se tornou uma grande fonte de recursos para o Estado. Isso aconteceu em decorrência de quatro fatores: i) a mudança do entendimento do que deveria ser a cobertura da previdência; ii) o trabalho de contenção das despesas assistenciais; iii) a entrada de um significativo contingente de trabalhadores no sistema previdenciário e; iv) o regime de capitalização que as CAP e IAP estavam vinculadas (SILVA; COSTA, 2016, p. 165). O resultado dessa conjuntura foi a geração de um substancial montante de recursos acumulados pelas CAP e IAP cuja destinação era para investimentos em títulos públicos federais com juros baixos e muitas vezes até abaixo da inflação (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 142).

Esta simbiose entre o Estado e as instituições previdenciárias levaram os recursos das reservas de capitalização, destinados ao pagamento dos benefícios futuros, a serem utilizados para os projetos desenvolvimentistas dos governos centrais (CESIT, 2007, p. 127). Parte desses recursos, por exemplo, foram utilizados por Getúlio Vargas para implementação de sua política industrial e desenvolvimentista, como: i) a construção da Companhia Elétrica do São Francisco – CHESF; ii) na aquisição de ações da Companhia Siderúrgica Nacional – CSN; iii) em empréstimos para pessoas físicas ou jurídicas ligadas à indústria de celulose; iv) na subscrição de ações da Fábrica Nacional de Motores – FNM; e, v) em anistias de empresas estatais com

dívidas com o sistema previdenciário, como por exemplo para a Estrada de Ferro Madeira-Mamoré (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 143).

Outro ponto que influenciou a forma que os governos utilizavam a previdência com fins políticos decorreu da promulgação da constituição de 1946. Durante a República Velha e na Era Vargas a participação dos cidadãos com direito a voto era restrita. A partir da publicação da nova Carta Magna, a cidadania foi ampliada para um novo contingente da população representada pelas classes trabalhadoras e pelos migrantes que residiam nos grandes centros urbanos (FIORI, 1994, p. 134).

Especialmente no período pós-guerra até 1963, existiu uma forte elevação dos gastos previdenciários de aposentadoria, pensões, despesas médicas e hospitalares (SILVA; COSTA, 2016, p. 7). Essa evolução de gastos aconteceu a partir de uma gradual desmontagem das medidas instituídas na Era Vargas, caracterizada por uma política de contenção dos gastos previdenciários e de caráter menos assistencialista (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 151). Não há uma legislação específica que represente essa mudança de direção para uma política mais voltada ao assistencialismo ou que represente uma referência para o aumento significativo nos gastos previdenciários. O que ocorreu foi a aprovação de uma série de leis que demonstram essa mudança de direção na gestão dos recursos das CAP e IAP (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 155) de forma a beneficiar o novo contingente de trabalhadores que teve seu direito de voto reconhecido pós constituição de 1946.

As décadas de 1960 e 1970 apresentaram uma notável ampliação da cobertura da previdência social brasileira, em linha com a utilidade política da seguridade social. O Estado autoritário dos governos militares entende a previdência social como um canal de relacionamento direto com a população, excluindo participações que os sindicatos poderiam reclamar ter. Para exemplificar do uso político da previdência, basta lembrar a publicação da Lei nº 6.034, de 1974, que promoveu o desmembramento do Ministério do Trabalho e Previdência em Ministério do Trabalho e Ministério da Previdência Social – MPAS (SILVA; COSTA, 2016, p. 167), que criou um ministério específico para assuntos previdenciários. Os governos militares também utilizaram recursos originários da previdência social para executar projetos tidos como estratégicos ou de integração nacional, como a Ponte Rio-Niterói, a

Transamazônica e o complexo de geração e transmissão de energia de Itaipu (CESIT, 2007, p. 127).

Se por um lado os governos militares intensificaram os esforços para centralizar e universalizar a previdência social, por outro lado, houve uma reação de empresas, em categorias específicas de trabalhadores, que culminou com o surgimento de instituições privadas, que tinham o objetivo de complementar benefícios da previdência oficial. Certo é que já existiam os montepios, baseadas nas ideias mutualistas, porém, sem adequada supervisão do Estado na garantia de recebimento futuro das aposentadorias, ou na qualidade dos investimentos feitos em nome dos participantes (PINHEIRO, 2007, p. 31). De fato, os problemas observados em montepios, especialmente na gestão administrativa e nos investimentos de recuperação duvidosa, levaram à necessidade de uma regulação estatal e ao estabelecimento da atividade de previdência complementar (AFONSO, 1996, p. 25).

Companhias estatais foram as principais empresas que criaram fundos de pensão, antes da regulamentação do setor. Podem ser citados alguns exemplos dessas empresas pioneiras como o Banco do Brasil, com o fundo PREVI, que já existia como montepio desde 1904, Petrobrás, Eletrobrás, Embratel, Nuclebrás, Portobrás, assim como um número pequeno de empresas privadas como a Caemi Mineração e Metalurgia, Brahma, Promon e IBM (ABRAPP, 2007, p. 31; PINHEIRO, 2007, p. 31).

A regulação objetivava também o desenvolvimento do então recém-criado mercado de capitais no Brasil, mas, ao mesmo tempo, pode ser entendida como mais uma forma de ingerência de encaminhamento dos recursos dos fundos de pensão para projetos de interesse governamental. A primeira regulação da destinação dos investimentos dos fundos de pensão veio com a Resolução nº 460 do Banco Central do Brasil – BCB, de 1978, que trazia limites mínimos e máximos de aplicações em ativos financeiros (SPC, 2008, p. 9). Como exemplo desses limites, podemos citar os investimentos obrigatórios de pelo menos 20% do total das aplicações, até o limite máximo de 40%, em ações de companhias abertas. Não foi o que Getúlio Vargas fez na década de 1930, quando decretou que as CAP investissem em empresas escolhidas por ele, mas trata-se da mesma forma de utilização de recursos dos fundos de pensão, direcionados para o atendimento dos objetivos econômicos definidos pelo Estado.

Esse expediente foi também utilizado na década de 1980 com a criação do Fundo Nacional de Desenvolvimento – FND, cujo objetivo era dar apoio à iniciativa privada na organização e na ampliação de suas atividades econômicas (BRASIL, 1986, p. 1). Logo após a criação do FND, o Banco Central alterou limites estabelecidos para investimentos das reservas técnicas dos fundos de pensão e impôs a compra de títulos federais, estaduais e das obrigações do fundo, que tinham prazo de resgate de 10 anos.

Apesar do programa de privatizações ter sido iniciado no governo Sarney, o grande impulso de venda de estatais aconteceu nos anos de 1990, que ficaram conhecidos como a década das privatizações. O governo Fernando Collor de Mello, assim que empossado, lançou um plano econômico que pretendia estabilizar a inflação e que incluía extensa privatização das empresas controladas pelo estado. Assim foi instituído o Programa Nacional de Desestatização – PND em 1990. Os objetivos principais do governo eram: i) transferir para a iniciativa privada atividades que eram exploradas pelo poder público; ii) reduzir a dívida pública; iii) modernizar o parque industrial onde o governo não tinha capacidade de fazê-lo e; iv) fortalecer o mercado de capitais (BRASIL, 1990, p. 1).

Para regulamentar essa decisão do governo, o BCB definiu que os fundos de pensão deveriam utilizar 10% dos recursos garantidores de planos de benefícios na compra de Certificados de Privatização (BCB, 1990, p. 3). Isso significava uma participação compulsória dos fundos no processo de privatização por meio da compra de títulos não negociáveis e com prazos de 10 anos. Essa tentativa de utilização dos recursos dos participantes dos fundos de pensão não foi bem recebida pelas entidades de previdência que levaram essa discussão para os tribunais. A desavença sobre o assunto foi resolvida com outra resolução do BCB, antes de a justiça definir a causa, desobrigando os fundos de pensão a comprar os Certificados de Privatização. Por outro lado, a medida permitiu a compra de ações de companhias abertas, fundos mútuos de investimento em ações e ações de emissão de companhias fechadas no âmbito do PND (BCB, 1994, p. 2). Aparentemente simples, esse dispositivo possibilitou aos fundos de pensão uma abrangente participação nas privatizações (PEREIRA; MIRANDA; SILVA, 1997, p. 21), porém, de maneira voluntária e direcionada para os investimentos que julgassem mais atraentes.

2.5.3 Desbalanceamento entre contribuições e benefícios

Formas de financiamento da previdência social brasileira sempre foram um desafio para o Estado. Se por um lado a seguridade social pretendia uma abrangência universal de sua cobertura para a população, não houve um devido equacionamento da forma que se deveria encarar o custeio da previdência social. O ponto central da concepção de Seguridade Social é que o Estado deveria assumir todo o custo dos benefícios pecuniários e serviços relativos ao bem-estar da população. Isso não ocorreu no Brasil e os compromissos do Estado no modelo de financiamento tripartite não foi cumprido, ao contrário do que era estabelecido por lei. Este modelo tinha suas fontes de financiamento baseadas em contribuições de empregados, empregadores e uma contribuição do governo, com impostos específicos (PINHEIRO, 2007, p. 30). A contribuição governamental no financiamento da previdência, igualitária a contribuição dos trabalhadores e dos empresários, foi pouco a pouco questionada pelos governos do período da redemocratização, entre 1945 e 1960, a quem não interessavam participar desse custeio.

O presidente Eurico Gaspar Dutra foi contrário à orientação contencionista do período anterior, crítico do modelo de capitalização e na fórmula tripartite, propondo uma diminuição do Estado no orçamento da previdência. Getúlio Vargas, desta vez eleito, também direciona as discussões para a participação do governo no financiamento previdenciário. Juscelino Kubitschek segue a convicção de seus antecessores, com um viés baseado no desenvolvimentismo. Sua linha de pensamento leva à ideia de que o crescimento da economia seria muito mais eficaz, para a resolução dos problemas da sociedade, do que quaisquer legislações sociais. Seu foco sai de realizações e avanços na área previdenciária para questões de fiscalizações dos gastos, das dívidas e com a exclusão da contribuição do Estado no financiamento da previdência (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 181–190).

Esse desejo dos governantes foi atendido, no início da década de 1960, com a promulgação da Lei Orgânica da Previdência Social – LOPS, que interrompe de maneira definitiva a fórmula tripartite de financiamento da previdência, determinando, desse momento em diante, que empregados e empregadores colaborassem, cada um, com 8% sobre salários, até o máximo de 10 salários mínimos, e que a participação do Estado deixasse de ser igual aos demais, ficando definida a partir do custo da administração geral do sistema, relativos ao custo com pessoal e despesas relacionadas à administração (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 170).

Acaba assim o regime de capitalização instituído em 1931, que conforme explicado, consistia em acumular contribuições mensais e as respectivas rendas dos volumes economizados, para pagamento de benefícios pecuniários de aposentadorias e pensões. Desde o início desse sistema, o governo deixou de contribuir com a sua parte de um terço do custeio da previdência (LEITE; VELLOSO, 1963, p. 155) afetando a longo prazo o sucesso do sistema previdenciário. Além disso, a forma de utilização dos recursos da previdência pelos governos de Getúlio Vargas até o de Juscelino Kubitschek, a mudança direcional na política contencionista para uma política assistencialista, o excesso de gastos e os crescentes déficits orçamentários, foram determinantes para a falência do regime adotado durante 30 anos e sua passagem para o sistema de repartição. Nesse sistema, prevalece um pacto entre gerações ou intergeracional, cabendo à geração de contribuintes ativos pagar os benefícios para a geração anterior, agora inativos (JARDIM, 2007, p. 45), diferentemente do sistema anterior de capitalização.

2.5.4 Questões Demográficas

O mundo assiste uma transformação demográfica, fenômeno recorrente no Brasil. Segundo o IBGE em julho de 2019 a população brasileira atingiu a marca de 210 milhões de habitantes, apresentando um crescimento populacional estimado de 1,1% ao ano na última década. A maior taxa de crescimento do contingente populacional ocorreu na década de 1950, com um percentual médio anual de 3,2% o que representa um aumento de 37,8% na população no período. Nas décadas seguintes observou-se a queda acentuada na taxa de crescimento da população brasileira, passando de 2,9% nos anos 1960, para 2,5% nos anos 1980 e, a partir de 1990, inferior a 2,0%. Esse índice ficou abaixo da taxa de reposição populacional de 2,1 nascidos por mulher. Este fenômeno é resultante da combinação entre as reduções das taxas de mortalidade e de fecundidade, cujo efeito combinado tende a ser a redução da população (CAMARANO; KANSO, 2009, p. 8).

A Tabela 4 demonstra a taxa média anual de crescimento da população no Brasil, desde 1872 até o ano de 2019, segundo dados do Anuário Estatístico do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE.

Tabela 4 – Taxa Média Anual de Crescimento da População Brasileira

Ano	População	Taxa Média Anual de Crescimento %
1872	9.930.478	-
1890	14.333.965	2,06%
1900	17.438.494	1,98%
1920	30.635.605	2,86%
1940	41.236.315	1,50%
1950	51.944.397	2,34%
1960	70.191.370	3,06%
1970	93.139.037	2,87%
1980	119.002.706	2,48%
1991	146.825.475	1,93%
2000	169.799.170	1,63%
2010	190.755.799	1,17%
2019	210.147.125	1,08%

Elaboração do Autor – Fonte: IBGE – Anuário Estatístico 2018

No Brasil, a redução na mortalidade veio antes da queda na fecundidade. Até os anos 1940, o Brasil apresentava altas taxas de mortalidade combinadas com altas taxas de fecundidade. A partir de meados da década de 1940, há uma consistente queda na mortalidade devido a inserção de avanços da medicina nas políticas de saúde públicas, principalmente dos antibióticos no combate as doenças infectocontagiosas (IBGE, 2018a, p. 6; SIMÕES, 2016, p. 43). Em um primeiro momento o efeito foi entre os adultos e depois na população infanto-juvenil.

A Tabela 5 demonstra que nos anos 1940 a esperança de vida dos brasileiros ao nascer era de 45,5 anos, e chegou a 76,0 anos em 2017, um acréscimo de 31 anos na expectativa de vida ao nascer em um intervalo de 80 anos.

Tabela 5 – Expectativa de Vida ao Nascer em Anos

Ano	População		
	Total	Homem	Mulher
1940	45,5	42,9	48,3
1950	48,0	45,3	50,8
1960	52,5	49,7	55,5
1970	57,6	54,6	60,8
1980	62,5	59,6	65,7
1991	66,9	63,2	70.9
2000	69,8	66,0	73,9
2010	73,9	70,2	77,6
2017	76,0	72,5	79,6

Elaboração do Autor – Fonte: IBGE - Tábua Completa de Mortalidade para o Brasil - 2018

Há também uma diferença entre a expectativa de vida das mulheres e homens, que é parcialmente explicada pela sobremortalidade de homens na faixa de 20 a 29 anos, em decorrência de causas violentas como homicídios, acidentes de trânsito, quedas acidentais, afogamentos e suicídios (RIOS-NETO, 2005, p. 375). Tal diferença acarreta um efeito previdenciário relevante para elaboração e implementação de políticas securitárias e para o cálculo de benefícios, visando manter o equilíbrio atuarial dos planos de aposentadorias. É possível verificar uma feminização da velhice, pois quanto mais a população envelhece, aumenta a proporção de mulheres no total (KÜCHEMANN, 2012, p. 166).

Segundo o IBGE, a população total brasileira com mais de 65 anos, em 1980, era de 5,5 milhões de habitantes, sendo 2,9 milhões de mulheres e 2,5 milhões de homens. Já, para o ano de 2010, o IBGE apontou que a população com mais de 65 anos era de 14,3 milhões, sendo 8,1 mulheres e 6,2 de homens.

A expectativa de sobrevida condicionada a uma determinada idade fornece informações mais pertinentes para análises previdenciárias. Isso porque associa expectativa de vida ao período de recebimento de benefícios (TAFNER; NERY, 2019, p. 25). Enquanto a expectativa de vida ao nascer tem em seu cálculo a influência de eventos como a violência, a mortalidade

infantil e outras mortes precoces, a expectativa de vida aos 65 anos, por exemplo, elimina fatores decorrentes de problemas específicos de idades anteriores, cuja influência já não é mais relevante.

Se por um lado o aumento da expectativa de vida da população é um reflexo de mudanças culturais, progressos relacionados à saúde e melhores condições de vida, por outro assinala maior desenvolvimento de doenças degenerativas que tornam o idoso dependente de outras pessoas e de cuidados especiais (KÜCHEMANN, 2012, p. 167). Esse novo formato da pirâmide etária brasileira exige realinhamento das políticas públicas de atendimento dessa crescente população, como por exemplo formação de profissionais da área de geriatria, gerontologia e cuidadores de idosos, forçando uma adequação do sistema previdenciário para fazer frente à nova configuração (SIMÕES, 2016, p. 49).

A Tabela 6 mostra essa evolução que retrata o crescimento da expectativa de vida dos brasileiros a partir de 65 anos.

Tabela 6 – Expectativa de Vida aos 65 Anos no Brasil

Ano	Expectativa de Vida em Anos		
	Total	Homem	Mulher
1940	10,6	9,3	48,3
1950	10,8	9,6	50,8
1960	11,4	10,1	55,5
1970	12,1	10,7	60,8
1980	13,1	12,2	65,7
1991	15,4	14,3	70.9
2000	15,8	14,2	17,2
2010	17,6	16,0	19,0
2017	18,7	16,9	20,1

Elaboração do Autor – Fonte: IBGE - Em 2017, expectativa de vida era de 76 anos - 2018

Tão importante quanto a expectativa de vida do brasileiro, a fecundidade compõe um fundamento indissociável do crescimento populacional e seu entendimento é primordial para análise da composição da população brasileira e da construção de políticas públicas.

O declínio da fecundidade mostra maior consistência na década de 1960. Dois dos motivos apontados para esse fenômeno foram o incentivo do uso de pílulas anticoncepcionais e a prática de esterilização de mulheres que reduziram o tamanho das famílias (SIMÕES, 2016, p. 43). O que impressiona é a velocidade que esse fenômeno aconteceu no Brasil. Em meados do século XX, o Brasil tinha taxas de fecundidade superior a seis nascimentos vivos por mulher, um pouco maior do verificado no continente africano e superior à média sul americana.

Tabela 7 – Comparação Taxa de Fecundidade Brasil Versus Continentes

	Brasil	Média Mundial	Europa	América do Norte	América do Sul	Ásia	Oceania	África
1950-1955	6,10	4,97	2,66	3,34	5,62	5,83	3,89	6,57
1955-1960	6,06	4,90	2,66	3,61	5,63	5,59	4,10	6,62
1960-1965	5,97	5,02	2,57	3,28	5,58	5,80	3,97	6,70
1965-1970	5,34	4,93	2,37	2,55	5,12	5,75	3,59	6,71
1970-1975	4,63	4,47	2,17	2,02	4,54	5,06	3,25	6,70
1975-1980	4,24	3,86	1,98	1,77	4,20	4,10	2,76	6,64
1980-1985	3,80	3,59	1,88	1,79	3,77	3,69	2,63	6,50
1985-1990	3,14	3,44	1,81	1,88	3,30	3,50	2,53	6,19
1990-1995	2,72	3,01	1,57	2,00	2,95	2,90	2,52	5,72
1995-2000	2,47	2,78	1,43	1,95	2,66	2,61	2,48	5,35
2000-2005	2,13	2,65	1,43	1,99	2,36	2,45	2,46	5,08
2005-2010	1,86	2,58	1,56	2,01	2,13	2,33	2,54	4,90
2010-2015	1,77	2,52	1,60	1,85	2,02	2,21	2,44	4,73
2015-2020	1,74	2,47	1,61	1,75	1,95	2,15	2,36	4,44

Elaboração do Autor – Fonte: United Nations – World Population Prospects 2019

Apesar de já mostrar a tendência de queda desde a década de 1950, houve uma aceleração da queda desse indicador nos anos 1970, quando a fecundidade da população brasileira se equiparou à média mundial. A estimativa da ONU em seu estudo *World Population Prospects 2019,* prevê que o Brasil chegará em 2020 a uma taxa de fecundidade de 1,74 nascidos vivos por mulher, um pouco acima da Europa, praticamente igual à da América do Norte e bem abaixo da média mundial. Mesmo se retirarmos a influência africana na média global, o Brasil ainda apresentaria um número menor do que no resto do mundo, que seria 1,96 nascidos vivos por mulher.

Vários motivos levaram a taxa de fecundidade decrescer no âmbito mundial, como diminuição dos casamentos formais, aumento da idade dos matrimônios, aumento de separações e divórcios, aumento da escolaridade feminina, a entrada maciça das mulheres no mercado de trabalho e o aumento da participação feminina na renda familiar (CAMARANO; KANSO; FERNANDES, 2014, p. 119–120). No Brasil os mesmos motivos podem ser observados, entretanto ocorreram tardiamente, o que fez com que a queda da taxa de fecundidade fosse mais dramática.

2.5.5 Reformas Previdenciárias no Brasil

O Brasil tem promovido reformas para adaptar o sistema previdenciário às novas realidades demográficas do país, buscando a sustentabilidade das aposentadorias em um quadro de desigualdades sociais. A abrangência da previdência pública brasileira se estende por três regimes que têm regulamentos e administração separadas: i) O Regime Geral da Previdência Social – RGPS, onde estão incluídos os trabalhadores da iniciativa privada e trabalhadores autônomos; ii) Regime Próprio da Previdência Social – RGPS que engloba os servidores públicos da União, Estados e Municípios; e iii) o regime próprio dos militares das forças armadas, dos bombeiros e dos policiais militares (TAFNER; NERY, 2019, p. 11–12). A existência desses três regimes, separados em sua gestão e com interesses diferentes, traz para a previdência brasileira uma complexidade extra no enfrentamento dos problemas demográficos, apontados na seção anterior.

Além da questão demográfica e da multiplicidade de regimes que regem a previdência no Brasil, o custeio da previdência social é um ponto crítico da discussão previdenciária. Para se ter uma ideia geral da criticidade desse ponto, a despesa com previdência no Brasil atingiu

49,4% dos gastos primários da União em 2019, sendo que só o RGPS foi 43,4% (COSTANZI, 2020, p. 32).

A Tabela 8 apresenta o resultado financeiro da previdência em 2019 e as despesas com os regimes previdenciários.

Tabela 8 – Despesas dos Regimes Previdenciários Brasileiros

(Bilhões de Reais)

	RGPS	RPPS	Outras Despesas	Total
Despesa Primária da União	-	-	-	1442,0
Despesa	626,5	86,2	55,0	767,7
Percentual do Total da Despesa Primária da União	43,4%	6,0%	3,8%	53,2%

Adaptação Autor – Fonte: Costanzi - Análise da Situação Financeira da Previdência em 2019 - 2020

Diante desse quadro, o governo federal enviou uma Proposta de Emenda Constitucional – PEC nº 6, em 2019, para apreciação do Congresso Nacional, que foi aprovada e se tornou a Emenda Constitucional – EC 103/2019.

Os principais pontos de mudanças aprovadas pelo congresso foram:

- Idade mínima de aposentadoria para trabalhadores da iniciativa privada de 62 anos para mulheres e 65 anos para homens, observado o tempo mínimo de contribuição.
- Idade mínima de 55 anos para mulheres e 60 anos para homens, para trabalhadoras rurais.
- Idade mínima de aposentadoria para servidores públicos federais de 56 anos para mulheres e de 65 anos para homens, como também para estados e municípios mediante emenda às respectivas constituições e leis orgânicas.
- Idade mínima de aposentadoria para professores federais reduzida para 51 anos para mulheres e 55 anos para homens; contribuição mínima de 25 anos para mulheres e de 30 anos para homens; e a partir de janeiro de 2022 a idade mínima para aposentadoria passa a ser de 52 anos para mulheres e 57 para homens.
- Unificar as alíquotas da contribuição para a previdência dos trabalhadores da iniciativa privada e para os servidores públicos.

- Inclusão previdenciária para trabalhadores de baixa renda, inclusive trabalhadores informais ou pessoas sem renda própria no valor de um salário-mínimo.
- Aposentadoria por invalidez com 60% da média salarial, acrescido de 2% por ano de contribuição, que exceder 20 anos.
- No cálculo do benefício, o valor da aposentadoria de mulheres da iniciativa privada, começará a subir dois pontos percentuais por ano que exceder 15 anos de contribuição. Aposentadoria de homens só começará a subir depois de 20 anos de contribuição.
- Proibição de acumulação de benefícios, com o limite a 100% do benefício de maior valor, somado a um percentual da soma dos demais, começando em adicional de 80% para um salário mínimo e caindo para 10% acima de benefícios de mais de quatro salários mínimos.

(BRASIL, 2019, p. 1–17; MÁXIMO, 2019, p. 2–5)

Observa-se que as reformas do sistema previdenciário brasileiro procuraram, em primeiro lugar, corrigir uma distorção quanto a inexistência de idade mínima para aposentadoria e, em segundo lugar, diminuir as diferenças entre os regimes previdenciários existentes no país. Quanto a idade mínima, cabe ressaltar que poucos países do mundo não estabelecem esse parâmetro para requerer aposentadoria. Mesmo no Brasil a idade mínima era prevista na Lei Elói Chaves, de 1923, confirmada pela Lei Orgânica da Previdência Social – LOPS, de 1960, e foi suprimida em 1962 no governo João Goulart (TAFNER; NERY, 2019, p. 51–55). Quanto a diferenciação dos regimes previdenciários, a reforma procurou deixar o RPPS mais próximo do que existe na iniciativa privada ou do RGPS, tanto nos parâmetros de idade mínima, quanto o valor do teto de benefícios.

3. REVISÃO DA LITERATURA

Governança corporativa é definida como a forma que as organizações são dirigidas e controladas por intermédio de práticas administrativas, que visam a criação de condições para que as pessoas cumpram as regras explicitas e implícitas, de forma a tomar decisões em linha com os objetivos da empresa (OLIVEIRA, 2015, p. 16–17; SILVEIRA, 2015, p. 3). Um dos marcos da criação do conceito de governança corporativa foi o Relatório *Cadbury*, de 1992, onde afirmava que a governança corporativa era baseada nos princípios de transparência, integridade e prestação de contas (CADBURY, 1992, p. 4). Entretanto, o conceito de governança corporativa teve um longo caminho para se estabelecer e se consolidar.

O embate conceitual sobre o propósito da companhia é antigo e está longe de terminar, mesmo porque as companhias têm alterado seus objetivos e, consequentemente, sua forma de gerenciamento de recursos ao longo do tempo. Modernas sociedades por ações possuem as seguintes características essenciais: i) negociabilidade livre das ações com outros investidores; ii) capital permanente com prazo indefinido; iii) responsabilidade limitada de perdas ao capital investido; iv) formatação de pessoa jurídica capaz de celebrar contratos e com ativos e passivos separados dos acionistas; e v) separação entre gerenciamento e propriedade (SILVEIRA, 2015, p. 25–26).

A definição da responsabilidade limitada remete à determinação de uma barreira onde possíveis perdas dos acionistas seriam circunscritas ao valor do capital investido na participação na companhia. Nas primeiras sociedades por ações esse dispositivo não existia e determinava que os gestores respondessem com seu patrimônio pessoal pelas dívidas assumidas pelo empreendimento que administravam. O avanço no entendimento da restrição da responsabilidade foi alcançado no século XVII pelos gestores holandeses das companhias de comércio orientais, onde as dívidas contraídas pelo empreendimento passaram a ser uma obrigação específica da companhia (SILVEIRA, 2015, p. 25). A limitação da responsabilidade é um fator importante na moderna forma de gestão de companhias porque possibilitou a ampliação do número de acionistas de uma determinada sociedade. Não só pela questão de captação de recursos isso é importante, mas também pelo consequente distanciamento entre acionista e a gestão da companhia.

Esse distanciamento foi um fenômeno observado, pesquisado e matéria do livro *The Modern Corporation and the Private Property* (1932) de Adolf Berle e Gardiner Means. Os autores documentaram que empresas típicas, do final do século XIX e início do século XX, passaram de negócios de propriedade de poucas pessoas e de poucos funcionários, para corporações pertencentes a milhares de pessoas, com um grande contingente de trabalhadores, sob uma gestão unificada e centralizadora (BERLE; MEANS, 1932, p. 4). Segundo os autores, a empresa privada ou fechada deu lugar a grandes corporações, onde a multiplicação de proprietários, por intermédio dos mercados de ações, acarretou uma separação entre propriedade e controle da companhia. Essa efetiva separação ocorreu porque uma grande parcela de acionistas não exerce controle sobre a corporação, seus ativos ou sobre sua gestão. Além disso, a separação entre propriedade e controle levou a uma situação em que os interesses dos acionistas podem não estar alinhados com aqueles interesses das pessoas que estão efetivamente na gestão da companhia.

O trabalho de Berle e Means aponta que o gigantismo dessas corporações atribui um significado social diferenciado daquele de empresas menores. Isso se dá porque a corporação recebe recursos dos investidores assumindo obrigações para com um grande número de pessoas e, de maneira mais ampla, outras responsabilidades com trabalhadores, com consumidores e com o Estado (BERLE; MEANS, 1932, p. 7).

Outro pesquisador, Edwing Merrick Dodd, foi mais enfático na questão das responsabilidades das corporações para com a sociedade. Em um artigo publicado na *Harvard Law Review,* o autor destacou que cortes norte americanas, por meio de decisões legais, entenderam que os negócios poderiam ser afetados por interesses públicos e que esses negócios seriam permitidos e incentivados pela lei porque eram vistos como serviços à sociedade, não meramente uma fonte renda para os acionistas (DODD, 1932, p. 1149). No trabalho publicado em 1932, o autor argumenta que há uma mudança no entendimento das responsabilidades das corporações para com a sociedade. A opinião pública, de lideranças e de pesquisadores, segundo o autor, sugeria uma mudança substancial na percepção de que os negócios estariam se tornando uma atividade de utilidade pública.

Há a necessidade de se contextualizar as ideias desenvolvidas na publicação de Dodd. Além de ter sido escrito no período entre guerras mundiais, a economia global passava por uma crise nunca vista antes, período conhecido como A Grande Depressão. Além disso, havia o temor das repercussões da ascensão do comunismo na Rússia, e essas razões levaram a um debate da função da corporação e da propriedade no capitalismo. Nesse contexto, as análises Dodd levaram a algumas conclusões: i) a legislação obrigou a corporação a reconhecer outros interesses além daqueles dos acionistas; ii) a opinião pública influenciou na admissão de novas responsabilidades por parte da empresa; iii) que a responsabilidade social com funcionários, consumidores e a sociedade era uma atitude apropriada; e iv) a necessidade de incluir um comportamento ético na prática dos negócios (DODD, 1932, p. 1160).

3.1 Mudança no Debate – Teoria da Agência

O conceito desenvolvido a partir do trabalho de Berle, Means e Dodd perdurou durante décadas. Entretanto, o debate sobre como organizar a estrutura de poder e a forma de gestão das empresas mudou de forma contundente na década de 1970 com a publicação de um artigo de Milton Friedman na *The New York Time Magazine*.

Em uma publicação de poucas páginas, com uma linguagem direta e o título *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, Friedman não deixa dúvidas do seu pensamento sobre a função da empresa, argumentando que o executivo de uma organização é um funcionário contratado pelos acionistas da empresa, que em nome deles deve conduzir os negócios e maximizar seus ganhos (FRIEDMAN, 1970, p. 1).

Argumentou também que os executivos não podem, conforme seu entendimento, utilizar o dinheiro da companhia em finalidades sociais e que isso seria o equivalente a gerar "impostos", não considerando uma visão mais abrangente das necessidades da sociedade. A atribuição de criar tributos, dar sua destinação e priorizar sua destinação é uma função do Estado (FRIEDMAN, 1970, p. 2) e para isso existe uma estrutura de governo nas esferas executiva, legislativa e judiciária, com todas as instituições necessárias de implementação e de fiscalização para esses fins. Em resumo: a visão global do que a sociedade necessita é uma atribuição do Estado.

Dentro dessa forma de pensar sobre a função da organização, questões como responsabilidade social, consciência social ou fins sociais, são tratados como uma tentativa de difundir ideais não capitalistas. A sugestão de utilização de dinheiro dos acionistas em causas sociais, que não foram adequadamente obtidos na divisão dos recursos tributários arrecadados pelo Estado, poderia ser considerado como uma conduta antidemocrática (FRIEDMAN, 1970, p. 4). Tal alegação é baseada no fato de que os adeptos da responsabilidade social falharam em convencer demais segmentos da sociedade na alocação dos recursos disponíveis pelos meios públicos, mediante arrecadação de taxas e tributos e assim partem para captação desses recursos em outras fontes.

De maneira alguma Friedman sugere que a busca por maximizar os lucros dos acionistas deva ser feita de uma maneira antiética ou fraudulenta. Ao contrário, Friedman, em várias passagens de seu texto, exalta que esse objetivo tem que ser atingido em concordância com a lei, com as regras básicas da sociedade e com conduta ética (FRIEDMAN, 1970, p. 1).

Aqui também o ambiente que essas ideias surgiram deve ser contextualizado. As duas décadas seguintes ao pós-guerra foram de estabilidade e de crescimento da economia mundial, mas depois disso, os países começaram a sentir dificuldades e sofrer efeitos de uma recessão econômica. Esses problemas, consequentemente, impactaram na esfera política levando a eleição, para o governo de diversos países, de líderes alinhados às ideias neoliberais que incluíram nos seus mandatos a redução do tamanho do Estado, a redução de gastos públicos, o corte nos benefícios sociais, privatizações e desregulamentação da economia (SILVEIRA, 2015, p. 35).

Semelhante ao que aconteceu na política, uma corrente de pesquisadores entendeu que também as empresas deveriam passar por uma reformulação de suas estruturas, principalmente nos objetivos funcionais da organização. A abordagem que buscava o equilíbrio entre os interesses que circundavam a empresa perdeu terreno para o conceito de *shareholder value* ou "valor para o acionista" (SILVEIRA, 2015, p. 35). A defesa dos interesses do acionista, como ideologia, salvaguarda os interesses dos acionistas ou proprietários sobre os demais interesses que a organização poderia ter. Essa interpretação da função da corporação é a posição preconizada por Friedman e os seguidores da "Escola de Chicago", que se refere a um grupo

de professores da Universidade de Chicago que defendiam ideais econômicos como o mercado livre, o monetarismo e a economia positiva.

Toda essa conjuntura impulsionou um movimento de reformulação do que se entendia como governança corporativa, na direção ao alinhamento dos interesses de executivos àqueles dos acionistas proprietários. Mecanismos como maior prestação de contas por parte das empresas, remuneração vinculada ao desempenho da companhia e independência dos conselhos de administração, foram recomendados pelos analistas de mercado como instrumentos de governança voltados para o atingimento do objetivo de maximização do valor para o acionista (SILVEIRA, 2015, p. 35).

Jensen e Meckling desenvolveram uma linha de pesquisa estudando a falta de alinhamento entre os interesses daqueles detentores das ações da companhia e aqueles que estão encarregados de sua gestão, em uma teoria conhecida como Teoria da Agência ou Teoria da Representação. Em 1976 os autores publicaram um artigo chamado *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* onde apontam que a organização é baseada em um conjunto de contratos, ou acordos, entre indivíduos, argumentando que as corporações ou empresas privadas são uma ficção jurídica que servem de veículo, ou ponto de convergência, para esses relacionamentos contratuais (FAMA et al., 1983, p. 1; JENSEN; MECKLING, 1976, p. 9).

O problema de agência ou representação é definida como contratos onde os acionistas proprietários, chamados de principais, empregam um grupo de executivos, chamados de agentes, para gerir uma organização e tomar decisões em seu nome e, por consequência, é necessária a delegação de autoridade dos principais para os agentes (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 5). A impossibilidade de haver um alinhamento de objetivos perfeito, entre os principais e os agentes, leva a uma questão crucial de governança corporativa que é o problema de como fazer com que os agentes tomem decisões objetivando o melhor interesse dos acionistas. Mecanismos estabelecidos nas organizações com essa intuição acarretam custos que a Teoria da Agência denomina como custos de representação ou custos de agência.

Tais custos existem porque os contratos entre o principal e o agente não são completos pois não compreendem contingências imprevisíveis. Não é possível prever todas as ações

específicas que os agentes deveriam tomar, referentes aos recursos da organização, para potencializar o objetivo dos principais. Essa situação pode levar a uma conduta inadequada dos executivos, frente aos objetivos dos acionistas. Esse comportamento pode ser identificado em decisões tomadas pelos agentes que podem desvalorizar o investimento dos acionistas, como por exemplo: i) gastos supérfluos; ii) realização de projetos em benefício pessoal; iii) proteger posições executivas dificultando substituição de pessoal; e, iv) remuneração excessiva dos executivos, dentre outras decisões apontadas pela literatura (SILVEIRA, 2015, p. 72).

3.2 Busca pelo Equilíbrio – Teoria das Partes Interessadas

Com uma análise mais abrangente do relacionamento da organização com a comunidade, a Teoria das Partes Interessadas, ou Teoria dos *Stakeholders,* amplia questionamentos referentes aos conceitos da Teoria da Agência por defender que a empresa não pode ser somente vista como um meio de maximizar a riqueza dos acionistas ou maximizar seu valor de mercado. A Teoria das Partes Interessadas argumenta que a finalidade da empresa deve ir além do objetivo meramente financeiro e abranger outros objetivos e interesses da sociedade, como aqueles de pessoas, de grupos ou de organizações, que tenham uma ligação direta ou indireta com a empresa. Seguindo esse entendimento, clientes, fornecedores, empregados, investidores, acionistas, associações, sindicatos são *stakeholders* de uma empresa pois possuem interesses ou seriam influenciados pela atividade da organização. Mas a teoria vai além: grupos políticos, vizinhos, comunidades, órgãos de controle do governo e até, sob esses princípios, o meio ambiente pode ser considerado um *stakeholder*.

A clássica definição de *stakeholder,* como "grupos ou indivíduos que podem afetar ou ser afetados pela realização dos objetivos da organização" (FREEMAN, 1984, p. 25), foi criada por Robert Edward Freeman em 1984 e levou a uma nova linha de pensamento desenvolvida por pesquisadores, que cada vez mais desafia gestores das organizações a repensar estruturas e políticas organizacionais, considerando os *stakeholders* e suas interrelações com a empresa. Por sua vez, Andrew Friedman e Samantha Miles entenderam que a Teoria dos *Stakeholders* é essencialmente descritiva e assim é usada para detalhar características das organizações, como são administradas e como seus gestores pensam (FRIEDMAN; MILES, 2006, p. 29). Autores como Thomas Donaldson e Lee Preston definiram a Teoria das Partes Interessadas como uma teoria instrumental uma vez que estabelece bases para estudar correlações, ou a falta delas, entre

gestão de *stakeholders* e os tradicionais desempenhos da organização (DONALDSON; PRESTON, 1995, p. 71). Por fim, esses autores entenderam que a teoria tem um aspecto normativo, que é usado para compreender a função da corporação, como a identificação dos valores morais que guiam a gestão da empresa (DONALDSON; PRESTON, 1995, p. 71).

Um desafio para a governança corporativa está em como devem ser definidos os *stakeholders* da companhia e como os recursos devem ser distribuídos entre as diversas partes interessadas. Não há uma clareza de como os executivos devem gerir os conflitos entre os interesses que envolvem a empresa e para quais grupos deve dar mais atenção. Nesse ponto, dois aspectos são importantes: i) como responsabilizar os executivos por atos referentes ao gerenciamento dos interesses na organização; e ii) existe um aumento implícito no poder discricionário dos executivos, uma vez que o entendimento de como lidar com os grupos de interesse não é nítido.

O ponto de vista mais inclusivo, trazido pela Teoria dos *Stakeholders*, considera que a corporação tem uma dimensão ampla, impactando em interesses de diversos grupos ou indivíduos. Estudiosos dessa teoria discordam da ideia de que o preço de mercado de uma ação reflete todos os ativos e passivos da organização. Há uma influência para além do aspecto financeiro, como por exemplo, o desenvolvimento de um corpo de empregados, parcerias em cadeias produtivas de fornecedores e clientes, impactos ambientais e sociais que não são computados no preço à vista de uma ação.

3.3 Uma Terceira Corrente – Teoria *Stewardship*

Uma terceira corrente teórica traz uma alternativa para entender a finalidade da organização e a interação entre indivíduos. A Teoria *Stewardship* é baseada em concepções de comportamento onde os executivos não são motivados por propósitos individuais, mas são servidores cujos objetivos estão alinhados com os dos principais (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997, p. 118). Com suas raízes na psicologia e sociologia, essa teoria diverge de outras, considerando que a conduta dos executivos é pró organizacional e coletivista. Sendo assim um agente não colocará seus interesses pessoais acima daqueles da organização, agindo sempre de forma cooperativa (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997, p. 120). Esse

tipo de comportamento está alinhado aos objetivos dos acionistas, maximizando o valor de mercado das ações mediante um desempenho positivo da corporação, portanto, o incremento na performance organizacional satisfaz o interesse da maior parcela dos *stakeholders*, ou partes interessadas.

A Teoria *Stewardship* recomenda preparar estruturas de governança que facilitem a ação pró-organizacional do executivo com características ligadas a essa teoria, conferindo ao agente autoridade e autonomia nas suas decisões. Para as outras correntes organizacionais essa sobreposição de funções pode ser vista como temerosa, mas vale ressaltar que a principal premissa da Teoria *Stewardship* defende que os executivos estão alinhados com os objetivos dos acionistas, trabalham para o sucesso da corporação e que não vão agir oportunisticamente em detrimento dos melhores interesses da empresa. Entretanto, acionistas que tenham uma tolerância menor a risco, vão preferir uma governança mais próxima àquela sugerida pela Teoria da Agência (DAVIS; SCHOORMAN; DONALDSON, 1997, p. 121).

Se por um lado, existem mecanismos para controle das atividades dos agentes, por outro, os riscos dos principais são alienáveis permitindo a irrestrita transferência do risco para outros indivíduos (FAMA et al., 1983, p. 303) por meio da venda imediata de sua participação no mercado acionário.

No entendimento do que é a organização e sua função na sociedade, a Teoria da Agência assume a existência de um estado conflituoso entre agentes e principais, seguindo a premissa de que o comportamento do agente será voltado para seus próprios interesses. Quando esses interesses não estão alinhados com aqueles dos acionistas, há um conflito que pode ser resolvido ou minimizado com mecanismos como incentivos pecuniários e estruturas de controle, como Conselhos de Administração. Na visão da Teoria *Stewardship* o agente está alinhado com os interesses dos acionistas. Aqui o conflito é entendido e substituído pelo comportamento cooperativo, voltado para o bem da organização.

Partindo do argumento de que os agentes são individualistas e tomarão decisões voltadas para interesses próprios, exige dos acionistas a manutenção de estruturas de informação e controle que monitorem as atividades dos gestores encarregados da administração da organização. Custos associados a esse monitoramento podem ser significativos e impactantes

no objetivo de maximização do patrimônio dos acionistas. Se o pressuposto for de que o agente está alinhado e agirá de acordo com os interesses dos principais, uma estrutura de controle e incentivos poderá ser menos restritiva.

O que é recomendado é a utilização das teorias de forma complementar para um entendimento mais amplo do papel da governança corporativa na organização. Características culturais, psicológicas e o relacionamento dos principais com os agentes determinam a dosagem das teorias citadas na construção de uma organização eficiente, uma vez que as proposições de uma delas apenas, podem não ser válidas para todas as situações.

3.4 O Relatório Cadbury

Em maio de 1991 o governo britânico pressionou diversas instituições a criar um comitê de estudos com o objetivo de "tratar aspectos financeiros da governança corporativa" (CADBURY, 1992, p. 13). O que motivou essa ação do Estado foram os diversos escândalos em corporações inglesas, durante a década de 1990, e a inexpressiva atuação dos conselhos de administração nesses casos (IBGC, 2012, p. 71), que tiveram graves consequências como desvios de recursos de fundos de pensão, dívidas não reportadas nas demonstrações financeiras, fraudes, lavagem de dinheiro e outros crimes relacionados (SILVEIRA, 2015, p. 310). Havia a desconfiança de que informações das demonstrações financeiras não tinham o nível adequado de confiabilidade e que as auditorias independentes não forneciam análises precisas sobre as condições financeiras das empresas auditadas.

O resultado desse grupo de trabalho foi um relatório conhecido como Relatório *Cadbury*, publicado no final de 1992, e que é considerado como o primeiro código de boas práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2015, p. 37). As recomendações finais do relatório foram focadas nas funções do Conselho de Administração e das auditorias independentes, consequência do exame das práticas de prestação de contas e dos relatórios de demonstrações financeiras (CADBURY, 1992, p. 10). Essas recomendações foram reunidas em um código de melhores práticas cujo objetivo foi o de melhorar a governança corporativa das organizações e reaver a confiança dos investidores.

Dentre as várias contribuições resultantes desse trabalho, destaca-se a definição clara e precisa sobre o que é governança: "Governança Corporativa é o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas" (CADBURY, 1992, p. 14; SILVEIRA, 2015, p. 37). Além do mais, foram apresentados três princípios básicos que nortearam as recomendações e o código de melhores práticas, que são a transparência, a integridade e a responsabilidade, que foram seguidos por outros códigos posteriores ao Relatório *Cadbury*. Outras sugestões importantes foram a criação de comitês de auditoria e indicação de pessoas diferentes para o presidente executivo da empresa e o presidente do conselho de administração (SILVEIRA, 2015, p. 310).

A abordagem sugerida pelo Relatório *Cadbury* é de adesão voluntária do código de melhores práticas ao invés de uma imposição por regramento ou lei. Em sendo voluntária, os pontos que não fossem cumpridos por quaisquer motivos ou que a empresa não quisesse adotar, deveriam ter seus motivos explicados para os investidores e para o mercado.

O Relatório *Cadbury* tem como foco os seguintes conceitos:

- Separação das responsabilidades do Conselho de Administração e da Diretoria Executiva da empresa de forma clara e aceita pela organização;
- Divulgação e transparência das informações da organização;
- Aprimoramento da objetividade e da eficácia da auditoria;
- Melhoria da qualidade das informações e no conteúdo das demonstrações financeiras.

A publicação do relatório final do comitê com o nome de *The Financial Aspects of Corporate Governance* foi o marco inicial da governança nas empresas inglesas e gradativamente suscitou discussões que levaram a outras proposições, como, por exemplo, a remuneração da diretoria executiva e dos conselheiros (IBGC, 2012, p. 72). Esses conteúdos foram incorporados pelo Comitê *Greembury*, que levou em conta a proposição citada e ainda trouxe novas práticas de governança para o código inglês. Posteriormente, o Comitê *Hampel* revisou e consolidou os trabalhos dos comitês anteriores (IBGC, 2012, p. 72).

O Relatório *Cadbury* provocou o surgimento de várias outras iniciativas de códigos de governança pelo mundo como forma de adequação às exigências das bolsas de valores

americanas e inglesas e dos fundos de pensões internacionais. Diferentes características entre o sistema anglo-saxão, o nipo-germânico e dos demais países, são importantes para a compreensão do desenvolvimento da governança corporativa no mundo. A propriedade no sistema anglo-saxão é difusa entre inúmeros acionistas, as bolsas de valores são desenvolvidas e grande liquidez de mercado. No sistema nipo-germânico as participações nas empresas são mais concentradas e de caráter de longo prazo. No resto do mundo a propriedade é familiar, o controle centralizado e a participação de acionistas externos é pequena (BORGES; SERRÃO, 2005, p. 119–120; IBGC, 2012, p. 71–73)

Quadro 4 – Desenvolvimento da Governança Corporativa em Outros Países

País	Instrumento	Medidas
França	Comitê Vienot	Separação dos cargos de presidente do conselho e presidente executivo Comitês no Conselho de Administração Presença de conselheiros independentes no Conselho de Administração Divulgação da remuneração dos conselheiros e da diretoria executiva
Alemanha	Novo Mercado Ações	Empresas foram obrigadas a seguir novos padões de governança para operar nas bolsas americana e inglesa
Itália	Comitê Draghi	Privatização e modernização da Bolsa de Milão Maior transparência nas demonstrações financeiras Publicação de relatórios financeiros semestrais Divulgação da remuneração dos conselheiros investigações severas de uso de informações privilegiadas
Japão	Fórum de Governança Corporativa do Japão	Necessidade de explicação em caso de unificação dos cargos de presidente do conselho e diretor-presidente Sugestão de diminuíção do número de conselheiros

Fonte: Borges e Serrão - Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil - 2005; IBGC - Uma Década de Governança Corporativa: história do IBGC, marcos da governança e lições da experiência - 2012

3.5 Um Marco Global – Princípios da Governança Corporativa - OCDE

No final de 1999 a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE desenvolveu um conjunto de normas e diretrizes de governança corporativa, motivada pela considerável mudança do papel das organizações no desenvolvimento da economia e no bem-estar das pessoas. O resultado desse trabalho foi baseado nas experiências já existentes dos países membros, dos seus trabalhos anteriores sobre governança corporativa e de uma ampla gama de informações do Banco Mundial, do Fundo Monetário Internacional, de outros organismos e, também, de outros países não pertencentes à OCDE (OCDE, 1999, p. 3).

O relatório *Principles of Corporate Governance* da OCDE pode ser considerado como um outro marco na governança corporativa, pois é efetivamente a primeira iniciativa de uma organização intergovernamental para desenvolver uma lista de orientações para ser usada por governos (OCDE, 1999, p. 6; SILVEIRA, 2015, p. 37) como referência "para avaliar e aperfeiçoar os marcos legais, institucionais e normativos sobre governança corporativa, assim como propor referenciais modernizadores para bolsas de valores, investidores e corporações" (IBGC, 2012, p. 79). Entretanto, não há nessa iniciativa a intenção de estabelecer um padrão para todos os países, mas ao contrário, o documento argumenta que não existe um único modelo para uma boa governança corporativa, visto que sistemas de governança variam muito (OCDE, 1999, p. 6; SILVEIRA, 2015, p. 38), decorrentes de abordagens distintas do problema, de sistemas jurídicos únicos e de aspectos culturais de cada país.

Os princípios básicos defendidos pela OCDE são:

- Proteção aos direitos dos acionistas;
- Tratamento igualitário para todos os acionistas, minoritários ou estrangeiros, detentores de quaisquer classes de ações, por parte dos sócios controladores, diretoria executiva e conselho de administração;
- Reconhecimento dos direitos dos *stakeholders* e sua proteção pela lei;
- Divulgação e transparência de todas as informações importantes de forma oportuna e precisa dos resultados, da situação financeira e da governança das empresas;
- Conselho de Administração deve fornecer orientação estratégica para organização e deve ser a principal estrutura de monitoramento da diretoria executiva.

– Garantia de responsabilização do Conselho de Administração perante a empresa, os acionistas e a sociedade.

(IBGC, 2012, p. 81; OCDE, 1999, p. 15–21; OLIVEIRA, 2015, p. 14; SILVEIRA, 2015, p. 38).

Aqui também houve uma evolução com a incorporação de temas surgidos de debates internacionais como por exemplo o controle acionário concentrado e a figura do controlador, como também foram levadas em consideração as diferenças existentes entre os países membros e não-membros da OCDE. Os parâmetros criados por essa iniciativa supra nacional serviram de orientação para bolsas de valores, investidores institucionais, investidores pessoas físicas, empresas e outras instituições, parâmetros indispensáveis considerando os aspectos de um mundo globalizado.

3.6 Lei Sarbanes-Oxley

Outro marco de avanço na governança corporativa foi o "Sarbanes-Oxley Act" (SOX) de 2002, lei americana que surgiu em reação aos casos de irregularidades contábeis, manipulações de preços de ações e má conduta corporativa (CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2007, p. 1794) de grandes empresas americanas. As investigações da *Securities and Exchange Commission* – SEC (Comissão de Valores Mobiliários Norte-Americana) e as audiências no senado e na câmara de deputados americanas, levaram discussões relativas às demonstrações financeiras e da atuação das empresas de auditorias independentes (CVM, 2014, p. 162), com importantes desdobramentos para a governança corporativa no âmbito mundial.

A reação americana impondo, por meio de lei, parâmetros de conduta para as empresas, implicaram no pressuposto de que gerir uma corporação dentro dos princípios da boa governança não era mais uma questão de boas intenções, mas uma imposição da lei. Após a publicação dessa legislação, seu descumprimento poderia levar a pesadas multas e até a prisão dos envolvidos em fraudes contábeis. A nova exigência legal foi aplicada não somente às empresas americanas, mas a todas as empresas que tivessem ações listadas nas bolsas de valores americanas e por isso a repercussão foi tão intensa em um tempo de globalização das transações comerciais e financeiras.

Os pontos mais relevantes dessa legislação, na sua influência sobre a governança corporativa, foram:

- Conformidade legal e ética;
- Prestação de contas e de resultados responsável;
- Indicação dos responsáveis pelas informações prestadas;
- Transparência e autenticidade das informações publicadas;
- Aumento da responsabilidade das auditorias independentes;
- Punição severa aos gestores das empresas.

(OLIVEIRA, 2015, p. 15; SILVEIRA, 2015, p. 39).

4. O DESENVOLVIMENTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A década de 1990 se inicia com forte impacto da suspenção do pagamento dos juros da dívida externa de médio e longo prazos e das obrigações de curto prazo (MALAN; CERQUEIRA, 2003, p. 45). Na mesma época, o plano econômico Collor I mostrou-se insuficiente para conter a inflação, que ao longo do ano de 1990 volta a ter dois dígitos em um único mês. Em 1991, outros dois planos foram colocados em prática, Plano Collor II e Plano Marcílio, mas os resultados não foram aqueles esperados, por falta de requisitos estruturais para seu êxito.

Uma primeira condição para que um plano econômico tivesse sucesso foi conseguida com a equalização da moratória declarada no início da década de 1990. A solução para esse impasse, levou o país de volta ao mercado financeiro internacional e ao aumento suas reservas internacionais rapidamente, formando assim uma das condições que facilitaram o planejamento de combate à inflação.

A instrumentalização da URV (Unidade Real de Valor) como uma moeda paralela, diariamente corrigida, foi a segunda condição para um plano econômico ter um resultado positivo onde outros planos de estabilização falharam (PAULANI, 2012, p. 92). Iniciado no Governo Itamar Franco, a bem-sucedida implantação do Plano Real, em 1994, se concretizou porque ao contrário dos anteriores não foi um choque econômico, mas uma transição gradual para a estabilização da economia e controle da hiperinflação de mais de 25 anos. Também contribuiu para a redução drástica da inflação, a valorização da nova moeda criada, durante os primeiros cinco meses do Plano Real, que chegou ao nível de 0,84 Real por Dólar Norte-Americano (PINHEIRO; GIAMBIAGI, 2000, p. 28).

Nesse período, o círculo corporativo industrial brasileiro era formado por: i) estatais que atuavam predominantemente nas áreas de infraestrutura, como energia, telecomunicações, petróleo, etc. (IBGC, 2012, p. 33); ii) empresas multinacionais, principalmente na área de bens de capital; e iii) conglomerados familiares brasileiros, que atuavam na produção de bens de consumos e serviços (SILVEIRA, 2015, p. 217). O impacto da transformação no mundo dos negócios, com o novo ambiente da economia brasileira, e sob os efeitos da globalização em processo de desenvolvimento, foi enorme nas organizações brasileiras. A abertura da economia,

iniciada no governo Collor e que teve continuidade nos governos seguintes de Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, determinava o fim de um ciclo iniciado no final da segunda guerra mundial, quando dominavam ideologias nacionalistas e modelos de substituição de importação (IBGC, 2012, p. 34). Essa conjuntura econômica, potencializada pelos programas de privatizações que dominaram a década de 1990, intensificou as dificuldades enfrentadas pelos empresários brasileiros na gestão das organizações.

4.1 O Código de Melhores Práticas do IBGC

As ideias sobre governança corporativa desembarcaram definitivamente no Brasil na década de 1990 e tomaram corpo com a criação de uma entidade focada exclusivamente no tema. Bengt Hallqvist e João Bosco Lodi idealizaram a criação de uma instituição com finalidade de estudar e difundir práticas de gestão para melhorar a qualidade da administração das empresas brasileiras. Assim em 1995, junto com outros 36 entusiastas, foi fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração – IBCA (CVM, 2014, p. 163). A expansão natural do escopo do IBCA, motivou a mudança do nome da entidade para Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, no final dos anos 1990.

Em 1999, o IBGC lançou o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. A elaboração desse documento teve forte influência do que estava sendo discutido nos mercados europeu e americano. A primeira versão do código foi focada na atuação do Conselho de Administração e seu papel na gestão da organização. As evoluções seguintes foram consideráveis, uma vez que incluíram princípios como equidade entre acionistas, transparência, prestação de contas, consideração de outras partes interessadas, conceito de sustentabilidade, dentre outros (IBGC, 2012, p. 62). Além disso o código passou também a ser uma referência para todo tipo de organização, listada ou não em bolsa de valores, empresas familiares, entidades civis, como forma de aumentar o valor e a confiança dos investidores.

4.2 O Novo Mercado da Bovespa

Calcado no modelo alemão, criado 3 anos antes, a Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, criou o Novo Mercado para as companhias de capital aberto no final do ano de 2000. O resultado esperado pela Bovespa era de aumentar a confiança dos investidores brasileiros e estrangeiros, ampliar a liquidez no mercado de ações, aprimorar a transparência de informações prestadas pelas empresas listadas e, finalmente, fomentar igualdade de tratamento dos acionistas.

Apesar do ambiente favorável que a economia brasileira apresentava para o investidor, com estabilização da economia, processo de privatizações consolidado e abertura da economia para investidores estrangeiros, a Bovespa perdeu um número significativo de companhias negociadas em bolsa de valores durante a década de 1990 (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002, p. 30). Em 1990 a bolsa brasileira tinha 579 empresas listadas e passou a ter 468 no ano de 2000, uma queda de pouco mais de 19% em uma década. Da mesma forma, o volume negociado em bolsa no Brasil mostrava o encolhimento do mercado brasileiro de ações.

Vários motivos podem ser apontados para a diminuição das empresas listadas, como por exemplo:

- Preço das ações baixo por conta da falta de transparência, o que inibia novas aberturas de capitais e dificultava a manutenção do capital aberto das empresas;
- Alto custo de manutenção da estrutura de uma companhia aberta;
- Necessidade de divulgação de informações estratégicas da empresa, o que não era bem visto pelos acionistas controladores;
- Restrição a gestão da empresa com a divisão do poder com um conselho de administração;
- Debilidade do mercado acionário brasileiro, por conta da concentração dos negócios em poucas empresas;
- Economia ainda fechada, apesar dos avanços da década de 1990; e
- Taxa de juros alta promovida pelo governo federal para financiamento da dívida pública.

  (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002, p. 30–32)

No ano de 2000 a consultoria McKinsey, em conjunto com o Banco Mundial, realizou uma pesquisa intitulada *Investor Opinion Survey* com investidores de todo mundo, onde

procurou investigar a percepção do valor da governança corporativa nas empresas listadas em bolsa de valores em mercados desenvolvidos e emergentes. Os resultados da pesquisa apontaram que para países da América Latina: i) até 48% dos investidores consideravam a atuação dos conselhos de administração importante em assuntos financeiros da organização; ii) mais de 83% dos investidores disseram que entre empresas com desempenho financeiro similares, comprariam ações daquelas que apresentassem práticas de governança corporativa mais confiáveis, mesmo que tivessem que pagar mais por essas ações; e iii) investidores estariam dispostos a pagar 20% a mais por ações de companhias com boas práticas de governança (MCKINSEY, 2000, p. 1–11).

A pesquisa da consultoria McKinsey revelou a preocupação dos investidores em relação à governança em empresas, o que também motivou a Bovespa a lançar um mercado paralelo com empresas que aceitassem as exigências relacionadas a direitos dos acionistas investidores e melhores práticas de governança corporativa, além de um relacionamento proativo com os investidores (IBGC, 2012, p. 67; RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2002, p. 35).

Quadro 5 – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa Bovespa

Característica	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com mais direitos)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros e 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros e 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Moreiras, Tambosi Filho, Garcia - Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado - 2012

Foram oferecidas às empresas o Novo Mercado e mais dois Níveis de Diferenciados de Governança Corporativa, sendo que o Novo Mercado seria oferecido às empresas que abrissem o capital e os demais níveis de diferenciação para empresas que já tivessem capital aberto (IBGC, 2012, p. 65).

4.3 O Amparo das Leis

O desenvolvimento da Governança Corporativa no Brasil seguiu a evolução do mercado de capitais no país. Antes de 1965 o mercado de valores mobiliários carecia de regulamentação e existia poucas alternativas de aplicação de recursos para investidores, que na maioria optava por comprar ativos reais como imóveis (CVM, 2014, p. 56). Esse cenário começou a mudar com o programa de grandes reformas implementadas a partir de 1964.

Apesar de à primeira vista não parecer tão importante para o desenvolvimento do mercado de capitais, a Lei nº 4.537, de 1964, trouxe uma inovação significativa. É interessante considerar que o cenário econômico, no final da década de 1950 e começo da década de 1960, era de inflação crescente e uma legislação que permitia uma taxa de juros máxima de 12% ao ano, o que limitava muito as opções de investimento e o desenvolvimento do mercado de capitais (CVM, 2014, p. 56). A Lei nº 4.537 autorizou o Poder Executivo a emitir Obrigações do Tesouro Nacional – OTN reajustáveis "periodicamente em função das variações do poder aquisitivo da moeda nacional" (BRASIL, 1964a, p. 1), sendo que trimestralmente o governo publicaria no Diário Oficial os coeficientes para os três meses seguintes. A criação desse mecanismo, que ficou conhecido como correção monetária, anulou o efeito da limitação imposta pela Lei de Usura, ou o Decreto nº 22.626, de 1933, que proibia a cobrança de juros "superiores ao dobro da taxa legal" (BRASIL, 1933, p. 1).

Outra importante legislação foi a Lei nº 4.595, de 1964, conhecida como Lei da Reforma Bancária. Essa legislação reestruturou o Sistema Financeiro Nacional – SFN, criando o Conselho Monetário Nacional – CMN e o Banco Central do Brasil – BCB, ambos substituíram funções que eram da Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC. Para atuar junto com o CMN, vários comitês foram criados e dentre eles um com orientação ao mercado de capitais, com representantes: i) das sociedades de crédito, financiamento e investimentos; ii) das bolsas

de valores; iii) bancos privados; iv) das companhias de seguros privados e capitalização, dentre outros (BRASIL, 1964b, p. 4).

A primeira lei específica para o mercado de capitais foi a Lei nº 4.728, de 1965, e seu objetivo era disciplinar esse mercado e adotar medidas para seu desenvolvimento. Percebe-se a preocupação do governo em assegurar transparência e acesso a informações para os investidores já nessa legislação. As atribuições que a lei determinava ao CMN e ao BCB, eram:

- Facilitar acesso às informações sobre títulos e valores mobiliários e das sociedades que os emitissem;
- Proteger o investidor contra fraudes e emissões ilegais;
- Evitar manipulações de ofertas e preços de valores mobiliários;
- Garantir práticas comerciais igualitárias pelos profissionais do mercado; e
- Regulamentar a atividade das corretoras de títulos e valores mobiliários e de câmbio. (BRASIL, 1965, p. 1–2)

Além do mais, essa legislação criou os bancos de investimento, levou à profissionalização dos corretores de fundos públicos em sociedades corretoras e reformou legislação das bolsas de valores (CVM, 2014, p. 57).

Mais de dez anos depois, o que ficou conhecido como a segunda lei do mercado de capitais foi sancionada para complementar a legislação em vigor. A Lei nº 6.385, de 1976, criou a Comissão de Valores Mobiliários com as seguintes atribuições: i) estimular a poupança e sua aplicação em títulos mobiliários; ii) fomentar o mercado de capitais; iii) regular o mercado de bolsas e balcão; iv) proteger investidores; v) coibir fraudes e manipulações; vi) assegurar acesso a informações dos títulos mobiliários e das companhias que os emitem; vii) assegurar práticas comerciais equitativas; dentre outras atribuições (BRASIL, 1976a, p. 1–2). Além disso, tratou do sistema de distribuição e emissões dos valores mobiliários, da negociação nas bolsas e no mercado de balcão, da administração e custódia de títulos e, finalmente, da atuação dos auditores independentes, dos consultores financeiros e analistas de mercado.

Especialmente a Lei nº 6.404, de 1976, que ficou conhecida como a Lei das Sociedades por Ações ou Lei das SA, foi um avanço firme para a modernização das sociedades por ações, revogando o Decreto-Lei nº 2.627 de 1940 que tratava do tema. Essa lei introduziu o conceito

de companhia aberta e consequentemente a possibilidade de uma empresa se capitalizar por intermédio da venda de participação acionária, com a emissão de ações ou colocações de debêntures no mercado de valores mobiliários. Um dos avanços que a nova lei trouxe foi a definição de acionista controlador, seus deveres e responsabilidades. Entendeu a lei que essa figura teria a maioria dos votos em assembleias e, consequentemente, o poder de indicar a diretoria executiva, dirigir as atividades da empresa e administrar o funcionamento das diversas partes da organização. Claramente, em seu artigo 116, a lei exigiu que o acionista controlador utilizasse esse poder para a realização dos objetivos da companhia e da função social da organização. Decorrente disso, a lei impôs obrigações ao acionista controlador para com os demais acionistas, para com os empregados e com a comunidade onde a empresa atua, cujos direitos e interesses de todas essas partes deveriam ser atendidos (BRASIL, 1976b, p. 49).

Outro avanço categórico foi a criação do Conselho de Administração e sua obrigatoriedade para companhias abertas, as de capital autorizado e de economia mista. A lei determinou também era competência do Conselho de Administração determinar a orientação estratégica dos negócios, fiscalizar a gestão da diretoria executiva, escolher e destituir os auditores independentes da companhia, dentre outras atribuições, de forma que a estrutura básica de governança corporativa estava estipulada e deveria ser seguida por empresas de capital aberto (BRASIL, 1976b, p. 62; IBGC, 2012, p. 85).

Todos os pontos apresentados são importantes e por isso a Lei das Sociedades por Ações é considerada um dos marcos para a governança corporativa. Entretanto esse é um processo evolutivo do mercado em geral, dos participantes como figuras jurídicas e dos profissionais como analistas, gestores de carteiras e administradores de fundos. A Lei das SA foi reformada com a Lei nº 10.303, de 2001, esclarecendo pontos sobre transparência e equidade que repercutiram positivamente na confiança do investidor, tanto aqueles possuidores de ações ordinárias, quanto aqueles possuidores de ações nominativas (IBGC, 2012, p. 83). Além do mais, a nova legislação procurou defender os acionistas minoritários nos casos de fusão e aquisição da companhia, no aspecto dos preços de alienação das suas ações para o bloco controlador. Outra boa medida foi a possibilidade de recorrer a uma câmara de arbitragem para dirimir situações de conflito entre acionistas, nos moldes que o estatuto da organização determinar.

5. A GOVERNANÇA EM FUNDOS DE PENSÃO

Desde o final dos anos 1990 a governança corporativa tem sido foco da atenção dos pesquisadores, onde o maior propósito é buscar técnicas e metodologias de forma a proteger o interesse dos proprietários e aumentar a eficácia de uma organização (HESS; IMPAVIDO, 2004, p. 3). A governança em um fundo de pensão pode ser caracterizada como: i) a estrutura pela qual o corpo diretivo da entidade toma decisões (IOPS, 2008, p. 4); ii) o controle gerencial da organização; e iii) a supervisão do órgão regulador (STEWART; YERMO, 2008, p. 5). Como estrutura entende-se corpo diretivo e funcionários de suporte, processos decisórios e outros recursos. Como controle gerencial entende-se estatuto, regulamento, regimento interno, política de investimentos, controles de gerenciamento de riscos, controles internos, normas, procedimentos e auditorias interna e externa. Como supervisão entende-se leis, regulamentos, normativos, instruções e outras regras de caráter governamental.

5.1 Fundos de Pensão e a Teoria da Agência

Uma forma de analisar a governança corporativa é utilizar a Teoria da Agência como instrumento para oferecer explicações e preceitos aplicáveis a governança corporativa em fundos de pensão. Na Teoria da Agência o conflito entre o principal e o agente surge quando os interesses de ambos são diferentes e é difícil ou custoso monitorar as decisões do agente (EISENHARDT, 1989, p. 58). Considerando que a Teoria da Agência indica que os indivíduos são oportunistas e agem de acordo com seus próprios interesses, é esperado que os agentes tomem decisões em prol de seus objetivos e em detrimento dos interesses dos acionistas. Decisões baseadas nesse desalinhamento de objetivos, podem não ser do melhor interesse do principal.

Pode-se refletir a governança corporativa para as entidades previdenciárias, entretanto é necessário atender às particularidades características dos fundos de pensão, definindo procedimentos ou requisitos específicos para essas organizações, por meio de regulamentação apropriada (IOPS, 2008, p. 4). Existe uma diferença relevante da governança entre as corporações e as entidades previdenciárias quanto ao foco dos interesses que essas instituições representam. Enquanto a governança em corporações procura proteger interesses dos acionistas, em entidades previdenciárias a governança deve resguardar interesses de

participantes e beneficiários dos planos de previdência (IOPS, 2008, p. 4; SAMBORSKI, 2014, p. 350).

Nas corporações os acionistas são considerados os requerentes residuais, aqueles que têm a responsabilidade pelos riscos residuais do negócio e por conta disso a governança procura proteger interesses dos acionistas. Entretanto nos fundos de pensão os requerentes residuais são outros. Em planos de Benefício Definido – BD, onde o participante receberá um valor fixo durante sua vida pós laboral até sua morte, o reclamante residual é o patrocinador do plano, pois terá que arcar com quaisquer desiquilíbrios entre as reservas técnicas dos planos de benefícios e os passivos atuariais. Por outro lado, em planos de Contribuição Definida – CD, onde o participante receberá o valor das suas contribuições mais o desempenho dos ativos investidos de forma pré-estabelecida, o reclamante residual é o participante pois seus benefícios sofrerão as consequências de uma má gestão (HESS; IMPAVIDO, 2004, p. 15).

Isso nos leva ao problema de monitoramento dos agentes na defesa dos interesses dos principais. Patrocinadoras, como principais, têm mais chance de monitorar o comportamento dos agentes e estipular recompensas para induzir esses agentes a um alinhamento com seus objetivos. Ao contrário, os participantes e beneficiários, no papel de principais, têm uma dificuldade maior pois têm múltiplos interesses que são difusos pelos indivíduos que compõe esse grupo e, nesse caso, o monitoramento se torna mais difícil e necessariamente terá que passar por terceiros.

O governo, por meio do órgão regulador, pode ter seus próprios interesses em relação aos recursos previdenciários e isso pode ser fonte de conflito com os principais. Primeiro porque existe o risco que a corrente política dominante utilize os ativos dos fundos de pensão para objetivos sociais, no apoio a empresas ou para criar e salvar empregos, sem levar em conta a existência de riscos e dos retorno dos investimentos (HESS; IMPAVIDO, 2004, p. 9). Mais do que direcionar as aplicações, essa ingerência na alocação dos recursos do fundo de pensão, pode determinar limitações a algumas classes de ativos. Essas restrições podem limitar investimentos a alguns tipos de papéis, proibir investimentos em mercados, estabelecer prazos mínimos e máximos de investimentos ou levar posições de risco incompatíveis aos objetivos gerais de um fundo de pensão. As consequências de uma má gestão na alocação de investimentos podem

resultar em uma baixa rentabilidade das aplicações dos ativos do fundo (HESS; IMPAVIDO, 2004, p. 14) com consequências futuras nos benefícios dos participantes.

Necessário também lembrar dos casos de corrupção ou fraude, que também podem comprometer o equilíbrio financeiro de um fundo de pensão de maneira crítica, a ponto de os participantes terem que assumir uma maior contribuição financeira e de tempo contributivo, para garantir a sustentabilidade da entidade previdenciária.

Para se compreender a abrangência da governança em fundos de pensão é necessário que sejam identificadas as partes interessadas dessas entidades. Nas corporações os acionistas, clientes, fornecedores, funcionários, e outros, são considerados partes interessadas. No entanto, outros grupos devem ser considerados nos fundos de pensão, como por exemplo:

- participantes – indivíduos que contribuem para um plano de pensão;
- beneficiários – indivíduos que recebem benefícios do plano de pensão;
- Pensionistas e dependentes do plano de previdência;
- governo – com o papel de gestor da aposentadoria oficial ou com a função de supervisor/regulador de planos privados de previdência;
- patrocinadoras – empresas que oferecem a seus funcionários um plano de aposentadoria complementar;
- instituidores – pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial que oferece plano de benefícios previdenciário aos seus associados; e
- outras instituições como gestoras e administradoras de fundos de investimentos, auditorias, custodiantes, por exemplo.

5.2 Desafios de Governança em Fundos de Pensão

Instituições previdenciárias experimentam problemas de agência de espécie diferente daquelas das corporações. O primeiro ponto que pode ser abordado é o problema de separação de propriedade e controle e o consequente conflito de interesses entre principal e agente. Como não é possível prever todas as obrigações dos agentes em um contrato com o principal, existirá um espaço para divergências nas decisões tomadas, uma vez que não é possível um alinhamento completo dos interesses dos principais com os interesses dos agentes. Uma decorrência advinda desse ponto é a dificuldade do monitoramento das decisões dos administradores do plano. Além

disso, existe uma grande cadeia de agentes terceirizados, como por exemplo custodiantes, consultores financeiros, administradores e gestores de fundos de investimentos, que têm suas próprias convicções, objetivos, metas, motivações e recompensas que por isso são de difícil alinhamento com os interesses do principal (CLARK; URWIN, 2007, p. 6).

Um segundo ponto importante é que, no universo de participantes pertencentes a um plano de previdência, os interesses são distintos de acordo com a fase do ciclo de vida que o indivíduo está (ver MODIGLIANI; BRUMBERG, 1958, p. 5–6) e, por decorrência disso, da sua tolerância a riscos. Por isso, o trabalho de representação dos agentes, como gestores de um plano de pensão, tende a ser complexo. Ligado a essa questão há um aspecto, que é muito diferente nas corporações, onde um indivíduo possuí representatividade proporcional ao número de ações que detêm. Nos fundos de pensão o voto não é proporcional a quantidade de "ações" ou quotas do volume de investimentos do fundo de pensão. Cada participante votará em três representantes que comporão a direção da entidade, e assim, seu poder de representação é equivalente e aos dos demais participantes, independentemente do capital (BRASIL, 2001b, p. 4).

Um terceiro tópico é a evolução dos sistemas financeiros globalizados. Esse desenvolvimento levou sistemas e produtos financeiros para um nível de complexidade tamanho, que resulta em um risco de difícil compreensão para as organizações e governos. Tal complexidade dos mercados financeiros é decorrente de uma inovação constante, de diretrizes regulatórias, de supervisão governamental, existência de muita informação disponível e de mudanças rápidas nos mercados (SAMBORSKI, 2014, p. 349).

Finalmente, é importante salientar que o horizonte temporal, entre corporações e entidades previdenciárias, é distinto. No seu âmago, o fundo de pensão tem um horizonte de longo prazo, superior a grande maioria das corporações, sejam elas industriais ou comerciais. Mesmo durante a fase de pagamento de benefícios, essa perspectiva de longo prazo é predominante, nas instituições previdenciárias, pois se estende até o pagamento do total dos benefícios previdenciários a todos os participantes. Se considerarmos os sistemas públicos de aposentadoria, o horizonte temporal de funcionamento do fundo é indefinido.

Essas características levam os fundos de pensão a desafios na sua governança que devem levar em consideração: i) como minimizar conflitos de agência e buscar otimizar a eficiência na governança de fundos de pensão; ii) atender a expectativa dos participantes e os objetivos do fundo de pensão; iii) atuar no mercado financeiro com entendimento dos riscos envolvidos e utilizando instrumentos apropriados; e iv) entender o horizonte temporal de longo prazo do fundo de pensão.

Como principais tópicos da governança em fundos de pensão podem ser considerados como:

- Foco no gerenciamento de riscos – gestores de fundos de pensão devem saber distinguir entre risco normal e momentos de incerteza. A governança deve funcionar de forma eficiente, adaptando-se de maneira hábil para mudanças que podem não ser previsíveis.

- Foco no horizonte de tempo – oportunidades de curto prazo devem ser consideradas nas estratégias de investimento de longo prazo com o intuito de se obter uma rentabilidade acima da média. A governança deve possibilitar tomadores de decisões de investimento a agir no curto prazo em relação às metas de longo prazo, de forma a explorar oportunidades existentes.

- Capacidade inovadora – mercados financeiros globalizados e integrados são reconhecidamente rápidos e inovadores. Há ganhos significativos para as instituições financeiras que criarem mercados e produtos, além de ter a capacidade de precificar ativos e distribuir riscos dessas novas oportunidades. Por isso é de grande importância que entidades previdenciárias tenham processos que funcionem em tempo real. Processos que operam via calendário, como reuniões trimestrais por exemplo, não tem resposta suficientemente rápida para aproveitar oportunidades. A governança deve permitir inovação mediante aberturas para novas experiências, reconhecendo que as práticas e processos podem estar mal ajustados para entender a rapidez do mercado financeiro em oferecer novos produtos.

- Alinhamento com uma missão clara – em decorrência da complexidade dos relacionamentos e interesses de partes interessadas que orbitam uma instituição previdenciária, é um desafio imenso construir um alinhamento entre principais e agentes. A governança deve criar esse alinhamento baseado em declarações claras de missão, valores e objetivos, reconhecendo a multiplicidade de partes interessadas e admitindo que a renovação é um processo constante.

- Gerenciamento eficaz de agentes externos – entidades devem ter processos específicos para avaliar agentes externos. Isso por conta da assimetria de informações de cada oferta de negócios desses agentes. A governança examinar questões de agência na utilização de agentes externos com o objetivo de apoiar as metas da entidade.

(CLARK; URWIN, 2007, p. 7–8).

Como comentado, um fundo de pensão opera em mercados financeiros globalizados e integrados, e assim, a inclusão do gerenciamento de riscos é essencial para atingimento de metas de longo prazo, mediante um entendimento claro da missão, visão e valores da entidade. Além disso, devido a sua velocidade e característica imponderável, operar em mercados financeiros exige uma capacidade e flexibilidade de reconhecer oportunidades, além de diferenciar riscos de incertezas. Os tópicos listados acima devem, portanto, ser um questionamento frequente dos administradores de instituições previdenciárias como reflexão de qual é a melhor maneira de gerir as reservas técnicas dos fundos de pensão.

5.3 Melhores Práticas em Fundos de Pensão

Em uma pesquisa sobre governança, realizada em 2007, com um grupo selecionado de executivos de fundos de pensão, Clark e Urwin relatam que as melhores práticas da governança, referenciadas pelos pesquisados, são:

- Clareza e compromisso das partes interessadas com a missão definida para o fundo de pensão;
- Função de investimento altamente competente, encarregada de responsabilidades claramente especificadas e manifesta prestação de contas à instituição;
- Provisão de recursos necessários para cada elemento no processo de investimento e na cadeia de governança com um orçamento de tempo considerando o impacto e os recursos necessários;
- Liderança dos gestores do fundo até a execução de tarefas e funções delegadas, com a incumbência de incentivar uma cultura de prestação de contas e responsabilidade;
- Seleção para o conselho e funcionários seniores guiada para a busca de indivíduos com habilidades numéricas, capacidade de raciocínio lógico, capacidade de pensar em risco e probabilidades;

- Práticas eficazes de remuneração com objetivo de fortalecer o grupo e alinhar as suas ações à missão da entidade, trabalhando de acordo com o contexto do fundo;
- Confiança em uma forte crença e filosofia de investimento, demandando suporte de toda a instituição, alinhada com os objetivos operacionais e noticiando todas as decisões de investimento;
- Considerar as vantagens e desvantagens competitivas da instituição e seus limites no processo decisório;
- Trabalhar o processo de investimento por referência a um orçamento de risco alinhado às metas e incorporado a uma visão precisa do alfa e beta;
- Utilizar sistemas de tomada de decisão que funcionam em tempo real e não em tempo de calendário;
- Utilizar gestores externos por meio de mandatos claramente definidos, alinhados às metas e selecionados com aplicação rigorosa de critérios; e
- Trabalhar dentro de uma cultura de aprendizado que deliberadamente incentiva mudanças e desafia as premissas comuns do setor.

(CLARK; URWIN, 2007, p. 8–13).

Esta lista de melhores práticas não estava presente em todos os fundos de pensão estudados por Clark e Urwin, entretanto se manifestou em menor ou maior número e em diversos graus em todas as entidades. Além disso, para que estas práticas sejam seguidas, são necessários recursos internos significativos, que não estão disponíveis a todo e qualquer momento ou em entidades de qualquer tamanho. Aliás, em fundos de pensão menores, os custos com administração tendem a ser mais altos, estruturas de governança tendem a ser menos desenvolvidas e acesso a bons profissionais tendem a ser limitados (STEWART; YERMO, 2008, p. 33). As melhores práticas são encontradas em fundos de pensão que procuram melhorias constantes, ou seja, vive uma rotina de aprendizado, independente da estrutura existente e das práticas estabelecidas (CLARK; URWIN, 2007, p. 13).

6. AS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA PRIVADA NO BRASIL

Durante o período dos governos militares, de 1964 a 1988, houve um forte movimento para implementar o mercado de capitais brasileiro (PINHEIRO, 2007, p. 32). Nesse sentido, no decorrer de uma ampla reforma no mercado financeiro existente, foram criadas instituições que hoje formam a base do Sistema Financeiro Nacional – SFN. Dentre as leis mais importantes para a nova estrutura, destacam-se: (i) a Lei nº 4.357, de 1964, que criou a Obrigação Monetária do Tesouro Nacional – ORTN e consequentemente a correção monetária; (ii) a Lei nº 4.595, de 1964, que criou o Conselho Monetário Nacional – CMN, o Banco Central do Brasil – BCB e regulamentou o SFN; e (iii) a Lei nº 4.728, de 1965, do Mercado de Capitais, que disciplina e estabelece parâmetros para o desenvolvimento do mercado de capitais no país (CVM, 2014, p. 57).

Além das instituições mencionadas, a Lei nº 4.728 também criou os Bancos de Investimento. Essa medida autorizou instituições financeiras, que operavam com créditos de médio e longo prazos, a se transformarem em Bancos de Investimento. Importante ressaltar que no seu Artigo 29 – Item V, o BCB permitia que essas instituições a montar fundos de investimento em condomínio de títulos ou valores mobiliários (BRASIL, 1965, p. 18), o que veio a se tornar uma importante forma de investimento no mercado financeiro brasileiro.

6.1 Marco Regulatório

A regulamentação das Entidades de Previdência Privada teve início em 1977 com a Lei nº 6.435, com o Decreto nº 81.240, com o Decreto nº 81.402 e com a Resolução nº 460 do BCB, que normatizaram a atividade previdenciária privada e a colocaram sob tutela estatal.

A Lei nº 6.435 definiu dois tipos de entidades de previdência privada ou complementar: (i) Entidades Abertas de Previdência Complementar – EAPP - entidade com fins lucrativos aberta a qualquer pessoa que quisesse participar; e (ii) Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPP - entidade sem fins lucrativos com acesso limitado aos empregados de uma determinada empresa ou grupo de empresas denominadas patrocinadoras (AFONSO, 1996, p. 25; SOUZA, 2015, p. 88).

O Quadro 6 resume as características dos dois tipos de entidades:

Quadro 6 – Principais Características das EFPP e EAPP

	Entidades Fechadas de Previdência Privada	Entidades Abertas de Previdência Privada
Relação entre Entidade e Participante	Empregados da Empresa ou Grupo de Empresas	Público em Geral
Objetivos	Sem Fins Lucrativos	Com Fins Lucrativos
Tipo de Organização	Fundação ou Sociedade Civil	Sociedade Anônima
Órgão Normativo	Conselho de Previdência Complementar	Conselho Nacional de Segiuros Privados
Controle	Secretaria de Previdência Complementar	Superintendência de Seguros Privados
Tipos de Planos	Contribuíção Definida ou Benefício Definido	Contribuíção Definida

Elaboração do Autor – Fonte: Lei nº 6.435 - 1977

Tanto o Decreto nº 81.240 quanto o 81.402 tratavam disposições legais das EFPP e das EAPP, respectivamente. Já a Resolução nº 460 do BCB, como já foi comentado, trazia uma novidade impondo diretrizes e limites mínimos e máximos para aplicações em ativos financeiros (SPC, 2008, p. 9). O ponto mais polêmico tratava da obrigação de aplicações em ações de empresas companhias abertas. Explica-se essa obrigatoriedade, imposta pelo Estado, pelo seu objetivo de desenvolver o mercado de capitais e atribuir aos fundos de pensão, pelo seu caráter de longo prazo, o papel de um dos financiadores do desenvolvimento nacional. Esse mesmo protagonismo pôde ser visto durante o período de 1930 até meados da década de 50, quando os recursos das CAP financiaram desde a Fábrica Nacional de Motores – FNM, até a carteira de crédito agrícola e industrial do Banco do Brasil (OLIVEIRA; TEIXEIRA, 1986, p. 143).

A Resolução nº 460 tratava diferentemente dois tipos de reservas técnicas na questão de limites de investimentos em ações: as reservas técnicas comprometidas e reservas técnicas não comprometidas. As reservas comprometidas eram aquelas que destinadas a cobrir os compromissos de pagamentos de aposentadorias já assumidos. As reservas técnicas não comprometidas eram aquelas destinadas à benefícios a conceder. Para os montantes

representados pelas reservas não comprometidas, o percentual obrigatório de aplicações títulos de companhias abertas era de no mínimo 20% e no máximo 40%. Não havia obrigatoriedade de aplicação em ações para as reservas técnicas comprometidas. Dos valores alocados em ações ainda havia a determinação de que 75% desse valor aplicado deveria ser em empresas de capital nacional para os dois tipos de reservas.

A Tabela 9 mostra os limites que foram impostos às entidades por tipo de investimento e por tipo de reserva:

Tabela 9 – Resolução nº 460 – Limites de Aplicações Financeiras

	Reservas Técnicas Não Comprometidas				Reservas Técnicas Comprometidas
	EFPP		EAPP		EFPP & EAPP
	Mínimo	Máximo	Mínimo	Máximo	Mínimo
LTN / ORTN	10%	-	15%	-	50%
Ações / Debêntures / Cotas de Fundos	20%	40%	20%	40%	Sem Limite
Empréstimos a Participantes	0%	40%	Não Previsto	Não Previsto	Não Previsto
Depósitos a Prazo	0%	20%	0%	20%	Sem Limite
Tít. Estaduais e Municipais / Obrig. Eletrobrás / Tít. BNDE / Letras BNH	0%	20%	0%	20%	Não Previsto
Cédulas Hipotecárias / Imóveis	0%	40%	0%	20%	Não Previsto

Elaboração do Autor – Fonte: Resolução nº 460 BCB, de 23 de fevereiro de 1978

Não existiam só limites de aplicação por produto financeiro. Estavam previstas na resolução uma série de restrições de aplicações das reservas técnicas que objetivavam manter o caráter de investidor institucional para os fundos de pensão. Um exemplo dessas restrições pode ser visto no item IX alínea "c" da Resolução nº 460 do BCB, onde fica estabelecido que não poderia haver concentração superior a 10% em ações de companhias do capital votante ou capital total (BCB, 1978, p. 3). Outro exemplo determina que as entidades, abertas ou fechadas, não poderiam aplicar recursos em ações ou debêntures em companhias abertas onde associados

ou patrocinadoras dos fundos de pensão participassem com 10% do capital da empresa investida.

Por conta da regulamentação da Resolução nº 460, a adaptação dos antigos montepios e dos fundos de pensão, anteriores à publicação da Lei nº 6.435, não foi uma tarefa fácil, principalmente levando-se em conta a obrigatoriedade de aplicações em ações. Antes da legislação referente ao mercado de capitais entrar em vigor, os fundos de pensão e montepios tinham poucas alternativas de aplicações dos recursos dos participantes. Essa situação ocorria porque no final da década de 50 e início dos anos 60 houve um recrudescimento da inflação e, portanto, aplicações em letras de câmbio e títulos do governo não eram atrativos. Além disso, a Lei da Usura, Decreto nº 22.626 (abril de 1933), restringia a cobrança de juros ao teto de 12% ao ano, uma questão polemica desde a publicação do decreto. As carteiras dos montepios e fundos de pensão estavam concentradas em títulos das patrocinadoras e imóveis (SPC, 2008, p. 9), este último sendo um ativo de baixa liquidez.

O Estado estava ciente dessa situação e trabalhando na criação de instrumentos de investimento de longo prazo. Como forma de incentivar empresas nacionais a abrir seu capital, foi publicada a Lei nº 6.404, de 1976, conhecida como a Lei das SA, já comentada neste estudo. Para regulamentar e desenvolver o mercado de capitais foi editada a Lei nº 6.385, de 1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Esta lei ficou conhecida como a segunda lei do mercado de capitais e tinha como atribuições disciplinar e fiscalizar as seguintes atividades no mercado de valores mobiliários: (i) emissão, distribuição, negociação e intermediação; (ii) a organização, o funcionamento e as operações das bolsas de valores; (iii) administração de carteiras e a custódia; (iv) auditoria das companhias abertas; e (v) serviços de consultor e analista (BRASIL, 1976a, p. 1).

Em um primeiro momento, os limites mínimos impostos pela Resolução nº 460, poderiam ser vistos como um dificultador para as entidades de previdência complementar, entretanto essa exigência apresentava uma qualidade de abrir novas perspectivas para investimentos, uma vez que obrigava os gestores de investimentos a sair de uma letargia conservadora para uma maior diversificação do portfólio de aplicações, conhecendo e utilizando novos instrumentos financeiros (PEREIRA; MIRANDA; SILVA, 1997, p. 15). A mais significativa contribuição que essa resolução oferece é o fato de ser um marco no fomento

de investimentos no mercado de capitais para as entidades de previdência complementar fechadas.

Com o fim dos governos militares, o primeiro governo civil foi empossado em 1985 com José Sarney, vice-presidente de Tancredo Neves falecido antes de tomar posse. Uma das primeiras medidas do governo foi convocar uma assembleia constituinte para criar uma nova constituição, tendo em vista que aquela de 1967 já não representava a sociedade brasileira de meados dos anos 80. A assembleia foi formada pelos congressistas, senadores e deputados, eleitos no pleito de 1986, seguindo proposta do governo para a questão. Como em outros momentos da história republicana brasileira, diversas forças políticas, econômicas e sociais divergiram do conteúdo da carta magna até que em outubro de 1988 a nova constituição foi aprovada e promulgada.

Durante a fase de confecção da nova carta magna brasileira diversos representantes dos fundos de pensão se mobilizaram para que fossem incluídas definições e objetivos da previdência complementar (SPC, 2008, p. 14). Entretanto, a constituição promulgada em 88 faz uma referência indireta no seu artigo 10º: "É assegurada a participação dos trabalhadores e empregadores nos colegiados dos órgãos públicos em que seus interesses profissionais ou previdenciários sejam objeto de discussão e deliberação." (BRASIL, 2017, p. 22). Um registro definitivo da sobre previdência complementar na constituição somente seria feito com a aprovação da Emenda Constitucional número 20 de 1998, conforme pode ser visto adiante.

6.2 Inovações e Avanços

No final da década de 90 houve uma importante inclusão na Constituição, a Emenda Constitucional de número 20, que gravou de forma pétrea "o regime de previdência privada de caráter complementar e relação autônoma ao regime geral de previdência social" (BRASIL, 1998, p. 8) na lei maior do país. O que era uma menção na Carta Magna em 1988 na sua promulgação (Art. 192), com essa emenda constitucional, se tornou uma categórica descrição do regime de previdência privada. A aprovação da EC 20 se converteu no artigo 201 da Constituição, com os seguintes destaques:

- Caráter complementar;
- Organização autônoma do regime geral de previdência social;
- Facultativa;
- Regulação por Lei Complementar;
- Pleno acesso a informações relativas à gestão dos respectivos planos;
- Não integram o contrato de trabalho dos participantes, nem sua remuneração;

(BRASIL, 1998, p. 10–11)

A regulamentação das mudanças constitucionais, promovidas pela Lei Complementar – LC nº 20, foi somente concretizada com a publicação das Leis Complementares nº 108 e nº 109, ambas de 2001, revogando as Leis nº 6.435 e nº 6.462. Foi um importante passo na história da previdência complementar pois foram criadas diversas inovações indispensáveis para consolidação do mercado de fundos de pensão (JARDIM, 2007, p. 72). A Lei Complementar – LC nº 108 trata do relacionamento 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" (BRASIL, 2001b, p. 1). A LC nº 109 dispõe das entidades de previdência fechadas, objeto deste estudo, e que desde ponto em diante será o tipo de entidade focada. Apesar dessa distinção de objetos nas duas leis complementares, algumas definições para fundos de pensão abertos e fechados estão qualificadas na LC 108.

Dentre as inovações trazidas pelas Leis Complementares de nº 108 e nº 109, podem ser citadas, no âmbito de entidades fechadas de previdência:

- Clara definição da ação fiscalizadora e reguladora do Estado;
- Garantia a participantes e assistidos de pleno acesso às informações do plano de benefícios;
- Criação da previdência associativa – pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial;
- benefício proporcional diferido;
- Autopatrocínio;
- Portabilidade do direito acumulado para outro plano;
- Resgate da totalidade das contribuições;
- Estrutura mínima para as entidades fechadas;

- Representação;
- Regime disciplinar; e
- Regras de intervenção e liquidação das entidades.

A definição do papel do Estado, na sua relação com os fundos de pensão, ficou muito mais clara e precisa com a publicação da LC nº 109. No seu artigo quinto a legislação previu que a função do Estado seria a "normatização, coordenação, supervisão, fiscalização e controle das atividades das entidades de previdência complementar". Além disso, coube ao órgão regulador e fiscalizador a normatização de planos de benefícios, assim como, a emissão de "autorização específica" para a instituição e operação de entidades fechadas de previdência complementar. Percebe-se a prudência do poder público que, ao mesmo tempo, deixa a previdência complementar para a iniciativa privada, mas estabelece uma atuação bem delineada para desenvolvimento da atividade, de forma a proteger o participante, pessoa física que aderiu a um plano de benefícios.

Nota-se, com a LC 109, um deslocamento da atenção dos legisladores, antes focada na estrutura dos fundos de pensão fechados, e agora focada nos participantes da previdência complementar. Se a preocupação estava na estrutura dos fundos e como deveriam funcionar, agora essa atenção passou a ser como proteger o participante no seu propósito de poupar recursos para complementação da aposentadoria oficial. Comparativamente a Lei nº 6.435 e a LC 109, têm em comum, no objetivo da ação do poder público, proteger o interesse dos participantes, determinar padrões mínimos adequados de segurança econômico-financeira dos fundos de pensão, sua integração no processo econômico e social do país e coordenar as atividades dos fundos com as políticas de desenvolvimento social e econômico-financeira do governo. Entretanto a LC 109 vai além, quando assegura aos participantes e assistidos pleno acesso às informações relativas aos planos de benefícios que participam e proteger seus interesses.

Essa proteção está, do mesmo modo, pontuada em diversos artigos da LC 109, onde a questão disponibilidade da informação ao participante é abordada, como por exemplo: no Art. 3º - "assegurar aos participantes e assistidos o pleno acesso às informações relativas à gestão de seus respectivos planos de benefícios"; no Art. 10º - relativo aos documentos que devem obrigatoriamente ser entregues aos pretendentes a participar dos planos de benefícios; e no Art.

29º define que é do órgão regulador a competência para fixar as condições de garantia de transparência, de acesso, de fornecimento de dados dos planos de benefícios e aqueles referentes à gestão dos fundos administrados pela entidade. Posteriormente o Conselho de Gestão de Previdência Complementar – CGPC emitiu outras resoluções e recomendações relativas ao acesso a informações, determinando adoção de um relatório anual de informações contendo uma lista de dados e quadros como, por exemplo, o demonstrativo patrimonial e o de resultados do plano de benefícios, de política de investimentos, do demonstrativo de investimentos, do parecer atuarial do plano de benefícios, das despesas do plano de benefícios, das alterações de Estatuto e Regulamento do plano, dentre outros documentos.

Um importante avanço, que a LC 109 trouxe, foi a criação da previdência complementar associativa. Nesse caso, pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial poderiam instituir planos de benefícios por intermédio de entidades fechadas de previdência complementar. Para esses instituidores, a legislação exigiu a terceirização da gestão dos recursos garantidores dos planos de benefícios e somente o oferecimento de planos de benefícios na modalidade de contribuição definida. Assim, as entidades fechadas de previdência complementar deixam de ser uma alternativa restrita a empregados de grandes empresas, para atingir um público muito maior, onde sindicatos, associações, cooperativas, entidades classistas podem instituir para seus empregados e associados entidades previdenciárias (SPC, 2008, p. 39), oferecendo planos de benefícios para complementação de suas aposentadorias.

Outra importante contribuição da LC 109 foi a criação dos institutos que proporcionaram novas opções para os participantes, que sob determinadas condições, podem decidir o destino dos recursos economizados ao longo dos anos. O primeiro desses institutos é o Benefício Proporcional Diferido – BPD que permite ao participante receber o benefício no futuro, no caso do vínculo empregatício com a patrocinadora ou o vínculo associativo com o instituidor deixar de existir. Nesse caso o participante que aderiu ao um plano de benefício e contribuiu durante um determinado tempo, tem um valor acumulado, mas ainda não adquiriu o direito pleno ao benefício e só vai receber os recursos de acordo com o regulamento do plano de benefícios.

O segundo instituto é o Autopatrocínio, definido quando o participante não tem mais vínculo empregatício com a patrocinadora, mas quer continuar com o plano de benefícios que

seu antigo empregador oferece. Para isso o participante tem com continuar a contribuir com depósitos para o fundo de pensão, correspondente à sua parte e aquela do empregador. Nos casos do Benefício Proporcional Diferido e do Autopatrocínio, o participante opta por continuar no plano de benefício e, portanto, no fundo de pensão.

O terceiro instituto é o da Portabilidade. Este instituto permite ao participante transferir os recursos de um fundo de pensão para outro, somente na condição onde há quebra de vínculo empregatício ou associativo. Descrito como um direito inalienável do participante, não é passível de cessão sob hipótese alguma. O plano de benefícios que vai receber os recursos deve manter um controle à parte desses valores, desvinculado daqueles que o participante começará a formar.

O último instituto previsto na LC 109 é o do Resgate, que é a opção do participante de receber o valor total de suas economias decorrente do fim da relação trabalhista ou associativa e, por extensão, desligamento do plano de benefícios. O resgate tem por consequência o fim dos compromissos da entidade fechada de previdência complementar para com o participante, uma vez que todos os recursos serão devolvidos ao participante. O regulamento do plano de benefícios deve prever o pagamento do Resgate em quota única ou, por exclusiva opção do participante, em até 12 vezes mensais e consecutivas. Essas duas alternativas, Portabilidade e Resgate, acarretam o desligamento do plano de benefícios de forma definitiva, ao contrário das opções de Autopatrocínio e Benefício Proporcional Diferido.

6.3 Foco no Participante

Além dos institutos mencionados acima, o legislador manifesta mais uma vez que o foco das atenções passa a ser o participante a partir da LC 109. No seu artigo 35º, essa lei determina que deva existir uma organização mínima de governança com as estruturas de um conselho deliberativo, um conselho fiscal e uma diretoria executiva. Outrossim determina que essas estruturas tenham em sua composição pelo menos um terço das vagas reservadas para participantes e assistidos. A estrutura mínima, assim como, a reserva das vagas não estava prevista na Lei nº 6.435, que dispõe sobre as entidades de previdência privada. Nessa legislação

existe somente a menção a "conselhos consultivos, administrativos, fiscais ou assemelhados" sem quaisquer indicações de composição desses conselhos.

O Conselho Deliberativo teve suas funções definidas em várias leis e regulamentos. A LC 108, no seu artigo 10º, determina que o Conselho Deliberativo é "responsável pela definição da política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios" (BRASIL, 2001b, p. 4), determinação que vale para as entidades abertas e fechadas. Legislações posteriores acrescentaram a essas funções o dever de aprovação das demonstrações contábeis dos planos de benefícios e do Plano de Gestão Administrativa – PGA (MPS/CGPC, 2009a, p. 33–34) e aprovação da política de investimento elaborada pela Diretoria Executiva antes do início do exercício (BCB, 2009, p. 3–4). Já o Conselho Executivo tem a responsabilidade pela gestão administrativa, financeira e patrimonial da entidade fechada de previdência complementar (SPPC, 2011, p. 1), em consonância com a política traçada pelo Conselho Deliberativo. Por sua vez, o Conselho Fiscal é um órgão de controle interno da entidade, com o dever de verificar a aplicação da política de investimentos e execução das decisões do Conselho Deliberativo (SPC, 2008, p. 39).

Os membros do conselho deliberativo, do conselho fiscal e da diretoria executiva também devem ter requisitos mínimos para poder ocupar posições nos conselhos deliberativo e fiscal e na diretoria executiva, segundo o que especifica o parágrafo terceiro do artigo 35º da LC 109, como segue:

- "comprovada experiência no exercício de atividades nas áreas financeira, administrativa, contábil, jurídica, de fiscalização ou de auditoria;
- não ter sofrido condenação criminal transitada em julgado; e
- não ter sofrido penalidade administrativa por infração da legislação da seguridade social ou como servidor público" (BRASIL, 2001a, p. 14).

Da publicação da Lei nº 109, em maio de 2001, até o final do governo Fernando Henrique Cardoso, a Secretaria de Previdência Complementar (SPC) emitiu uma série de Instruções Normativas com o intuito de operacionalizar as mudanças promovidas pela atualização da legislação. Essa operacionalização veio na forma de:

- Instruções de preenchimento de demonstrativos analíticos de enquadramento das aplicações;

- Procedimentos para contratação de auditoria independente;
- Cálculo do valor em risco nos segmentos de renda fixa e variável;
- Padronização e adequação do cálculo das cotas das entidades fechadas de previdência complementar;
- Elementos mínimos que devem constar na Nota Técnica Atuarial;
- Padronização de cálculos de limites de enquadramento de derivativos;
- Procedimentos para o envio das informações referentes a benefícios previstos e contingente populacional;
- Padronização de planos de enquadramento nos limites de investimentos; e,
- Procedimentos e parâmetros para preenchimento, envio e divulgação do Demonstrativo Analítico de Investimentos e de Enquadramento das Aplicações.

A troca de governo do Fernando Henrique Cardoso para o de Luiz Inácio Lula da Silva, em 2003, gerou um nível considerável de incerteza decorrente da tendência, do viés ideológico, mais à esquerda. Entretanto, a política econômica não sofre mudanças e prova disso é que a liquidez da economia foi rigorosamente controlada, os juros permaneceram em patamares estratosféricos e os superávits primários tiveram resultados melhores que os esperados (PAULANI, 2012, p. 93). Além do que, outras medidas foram tomadas para aumentar o acesso aos mercados financeiros internacionais, como por exemplo, possibilidade de manter recursos no exterior para os exportadores. No primeiro mandato do novo presidente, a elevação do preço das commodities, puxado pelo crescimento da economia chinesa, e a perda do valor do Real, levaram a balança comercial a bons resultados (PAULANI, 2012, p. 93–94), o que manteve a estabilidade econômica.

A questão tributária sobre entidades de previdência complementar teve uma nova interpretação com a Lei nº 11.053, de 2004, que mostrou claro propósito de atender o objetivo de longo prazo dos participantes de entidades previdenciárias. Na sua criação em 1977, os fundos de pensão foram equiparados às instituições sem fins lucrativos e, portanto, isentos de cobrança de impostos. Em setembro de 2001, o governo estabeleceu, com a publicação da Medida Provisória – MP 2.222, convertida em Lei nº 10.431 de 2002, uma alíquota de 20% sobre os rendimentos líquidos para os investimentos das entidades fechadas de previdência privada (SPC, 2008, p. 27). O artigo quinto da Medida Provisória nº 2.222, previa o pagamento ou parcelamento dos débitos com a Secretaria de Receita Federal de dívidas decorrentes de

ações judiciais contrárias à ao pagamento de impostos sobre o rendimento de aplicações de fundos de pensão. Essa discórdia foi resolvida quase três anos depois mediante articulação entre a Secretaria de Previdência Complementar, o Ministério da Previdência Social, o Ministério da Fazenda e a Receita Federal e dessa discussão resultou a Medida Provisória nº 209, de 2004, convertida na Lei nº 11.053.

O cerne da Lei nº 11.053 foi o estabelecimento de uma tabela regressiva incidência de imposto de renda na fonte, conforme descrito abaixo:

- 35% para um prazo até dois anos;
- 30% para um prazo entre dois anos e até quatro anos;
- 25% para um prazo entre quatro anos e até seis anos;
- 20% para um prazo entre seis anos e até oito anos;
- 15% para um prazo entre oito anos e até dez anos; e
- 10% para um prazo superior a dez anos.

Essa tabela regressiva teve uma evolução pela Lei nº 11.096, de 2005, que estabeleceu uma alíquota única de 25% para recursos com prazos de acumulação de até seis anos, mantendo os demais prazos sem alteração (SPC, 2008, p. 28). Além disso, estendeu a opção de mudança para o regime de tributação regressivo para todos os participantes de fundos de pensão. Com essa mudança, ficou consagrado um esquema tributário próprio para a previdência complementar que contemplou o participante que tem como objetivo uma poupança previdenciária de longo prazo.

O olhar mais atento para a proteção do participante também se mostrou claro em outras iniciativas do legislador. Uma dessas iniciativas foi a de regulamentar o processo administrativo para averiguação de responsabilidade no descumprimento da legislação da previdência complementar fechada. Todo rito de autuação, defesa, recursos, penalidades aplicáveis, julgamento foram determinados no Decreto nº 4.942, de 2003. Essa normatização definiu que a aplicação das penalidades seria efetuada sobre a pessoa física e não sobre a entidade (SPC, 2008, p. 29) como nas legislações anteriores, indicando diretamente o responsável por um desvio da regulamentação. As penalidades previstas variavam de advertência, suspensão do exercício de atividades, inabilitação e multa de até um milhão de Reais.

Uma outra iniciativa com o propósito de proteger o participante foi a Resolução nº 13 do CGPC que estabeleceu regras e práticas de governança, gestão e controles internos para as entidades fechadas de previdência complementar. O objetivo principal era desenvolver uma cultura de governança dentro das entidades, o que pode ser verificado no seu Artigo 2º, que incita o "desenvolvimento de uma cultura interna que enfatize e demonstre a importância dos controles internos" (MPS/CGPC, 2004, p. 1). A resolução determinou que o estatuto da entidade tivesse claro qual a composição dos conselhos e da diretoria, quais seriam as atribuições de cada um, forma de acesso e mandato dos dirigentes e conselheiros. Um aspecto importante, determinado nesse regramento, é que os membros deveriam manter independência na atuação. Essa independência somada a responsabilização da pessoa física, transmite a seriedade que o legislador pretendeu dar para o tema de salvaguarda dos direitos e do patrimônio dos participantes, assistidos, autopatrocinados e aqueles que optaram pelo benefício proporcional diferido.

A forma de acessibilidade das informações foi também alvo de regulamentação dos órgãos normativos. O direito ao acesso foi uma constante desde a criação dos fundos de pensão fechados em 1977 e mantida na edição da LC 109. Não tardou para o legislador indicar que a padronização das informações, na periodicidade e na forma de publicação seriam facilitadores de acesso aos dados, notícias, políticas, demonstrativos financeiros, comunicados e esclarecimentos que a EFPC deveria divulgar. A Resolução nº 32, de 2019, do Conselho Nacional de Previdência Complementar atualizou as exigências mínimas de publicação no Relatório Anual de Informações – RAI, com as seguintes informações:

- Alterações do estatuto e do regulamento;
- Informações sobre participantes, assistido, patrocinadores e instituidores;
- Situação atuarial;
- Gestão dos investimentos;
- Política de investimentos e seus limites;
- Despesas administrativas e com investimentos;
- Composição e diversificação de investimentos; e
- Outras informações relevantes.

(CNPC, 2020, p. 3–4)

Além de todas as informações de divulgação obrigatórias, o órgão regulador também designou uma data limite para publicação do Relatório Anual de Informações em 30 de abril do ano subsequente. Interessante observar que a padronização permite a qualquer interessado uma comparação das informações ao longo dos anos de uma mesma entidade ou até entre entidades diferentes da previdência complementar fechada. A confrontação de informações leva, a pessoa que participa de um plano de benefícios, a questionamentos, dúvidas e a certeza quanto sua escolha do plano de benefícios e da entidade.

6.4 Evolução do Sistema Previdenciário

A adoção da supervisão baseada em risco foi uma das iniciativas para a modernização da metodologia de supervisão das entidades fechadas de previdência complementar e nos seus planos de benefícios. O regulador entendeu que a execução da atividade de supervisão, do regime de previdência complementar privado, deveria ser embasada na exposição ao risco das entidades. A metodologia da supervisão baseada em risco deveria conter "a identificação, a avaliação, o controle e o monitoramento da exposição a riscos que possa comprometer a realização dos objetivos da entidade fechada de previdência complementar e de cada plano de benefícios por ela administrado" (MPS/CGPC, 2009b, p. 1).

Mais ainda, para acompanhar a evolução do mercado de fundos de pensão, o governo de Luis Inácio Lula da Silva enviou ao congresso o Projeto de Lei – PL nº 3962, de 2008, para análise. Esse PL propunha a criação da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC e da Câmara de Recursos da Previdência Complementar – CRPC. Uma primeira tentativa nesse sentido já havia acontecido em 2004, com a edição da MP nº 233, que chegou a ser aprovada pela Câmara dos Deputados, mas não pelo Senado e assim perdeu sua validade por decurso de prazo. Desta feita, a criação da PREVIC foi efetivada, com a aprovação do Congresso Nacional e sanção do presidente da república, se transformando na Lei nº 12.154, de 2009. A superintendência foi concebida como uma autarquia autônoma, vinculada ao Ministério da Previdência Social, com a atuação definida "como entidade de fiscalização e de supervisão das atividades das entidades fechadas de previdência complementar e de execução das políticas para o regime de previdência complementar" (BRASIL, 2009, p. 1–2).

Dentre as competências mais relevantes da PREVIC descritas na Lei nº 12.154 estão:

- Fiscalizar as EFPC e suas operações;
- Averiguar e julgar infrações aplicando as penalidades cabíveis;
- Expedir instruções e estabelecer procedimentos para aplicação das normas;
- Autorizar constituição, funcionamento, operações de fusão, cisão, incorporação e de retiradas de patrocinadores e instituidores;
- Autorizar transferências de patrocínio, participantes, assistidos, planos de benefícios entre EFPC;
- Decretar intervenção e liquidação extrajudicial de EFPC; e
- Nomear administrador especial de plano de benefícios específico.

A Lei nº 12.154 também criou a CRPC, já idealizada no Projeto de Lei, com o objetivo de atuar como instância recursal e de julgamento de processos administrativos, decorrentes de auto de infração ou de inquérito, com finalidade de apurar responsabilidades e aplicações de penalidades apropriadas (BRASIL, 2009, p. 5). Ainda na adequação da nova estrutura criada no âmbito do Ministério da Previdência, o Conselho de Gestão da Previdência Complementar – CGPC, passou a denominar-se Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC, com a função de órgão regulador do regime de previdência complementar (BRASIL, 2009, p. 8).

Com a Instrução nº 5, de 2017, a PREVIC trouxe o conceito de Entidades Sistemicamente Importantes – ESI com o objetivo de fortalecer todo o sistema de previdência brasileiro. A ideia era fazer supervisão prudencial e regulatória permanente de entidades reconhecidamente importantes para o sistema de previdência complementar privado brasileiro tendo em vista seu tamanho e relevância (PREVIC, 2017a, p. 1). Os critérios para que uma EFPC seja considera da ESI são:

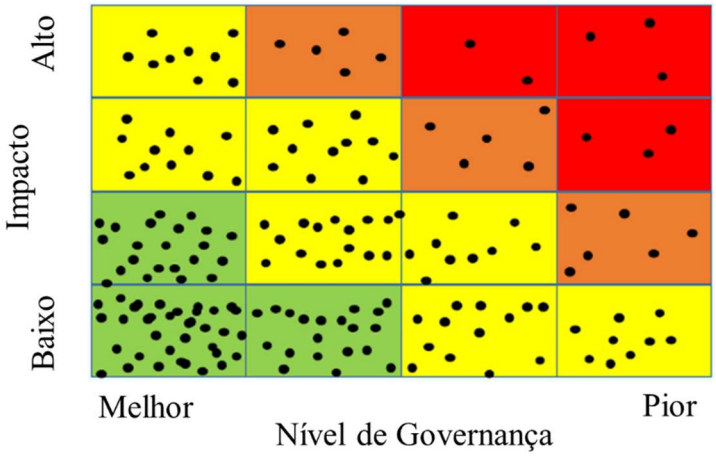
– "EFPC cuja soma das provisões matemáticas de seus planos de benefícios exceda a 1% (um por cento) do total das provisões matemáticas de todas as EFPC; e

– EFPC criadas com fundamento no artigo 40, parágrafos 14 e 15 da Constituição Federal, cuja soma das provisões matemáticas de seus planos de benefícios exceda a 5% (cinco por cento) do total das provisões matemáticas das EFPC que compõem este segmento".

(PREVIC, 2017a, p. 1).

A seleção das ESI leva em consideração, além dos valores de provisão matemática, a qualidade da governança da entidade e, assim, aquelas consideradas com maiores riscos são escolhidas para supervisão permanente, segundo avaliação da PREVIC. Do total de EFPC, oito entidades foram consideradas de alto risco, conforme demonstrado no Gráfico 4:

Gráfico 4 – Matriz de Risco de Governança



Fonte: PREVIC – Relato Integrado - 2019

A primeira lista de ESI foi publicada pela Instrução nº 7, de 2017. O Quadro 7 apresenta as entidades listadas na Instrução nº 7, suas denominações sociais e as correspondentes provisões matemáticas em dezembro de 2018.

Quadro 7 – Entidades Sistemicamente Importantes - ESI

SIGLA	Nome	Provisões Matemáticas 12/2018
BANESPREV	Fundo Banespa de Seguridade Social	16.714.840
FAPES	Fundação de Assistência e Previdência Social do BNDES	12.668.069
FATL	Fundação Atlântico de Seguridade Social	9.547.644
FORLUZ	Fundação Forluminas de Seguridade Social	7.914.563

FUNCEF	Fundação dos Economiários Federais	66.900.938
FUNCESP	Fundação CESP	27.421.515
FUNDAÇÃO COPEL	Fundação Copel	9.525.763
FUNPRESP-EXE	Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo	1.254.428
FUNPRESP-JUD	Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário	326.741
ITAÚ UNIBANCO	Fundação Itaú Unibanco de Previdência Complementar	23.147.536
PETROS	Fundação Petrobras de Seguridade Social	92.807.166
POSTALIS	POSTALIS – Instituto de Previdência Complementar – Correios	13.020.375
PREVI/BB	PREVI - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil	168.587.226
REAL GRANDEZA	REAL GRANDEZA	15.663.625
SISTEL	Fundação Sistel de Seguridade Social	12.259.133
SP-PREVCOM	Fundação de Previdência Complementar do Estado de São Paulo	1.087.220
VALIA	Fundação Vale do Rio Doce Seguridade Social	17.732.154

Elaboração do Autor – Fonte: Instrução PREVIC 7 - 2017

Como complemento para a Instrução nº 5, a PREVIC criou o Comitê Estratégico de Supervisão – COES, portaria nº 692, de 2017. O objetivo desse comitê é estudar os riscos sistêmicos intrínsecos do sistema previdenciário complementar fechado e definir estratégias e diretrizes de mitigação desses riscos (PREVIC, 2017b, p. 1).

Essas medidas do órgão regulador foram primordiais para a segurança e o desenvolvimento do sistema de previdência complementar, assim como contribuíram para o estabelecimento de uma estrutura de governança, tanto na supervisão do Estado quanto das EFPC. Certo é que foram também preparadas por influência dos resultados da Comissão Parlamentar de Inquérito dos Fundos de Pensão, em 2016 e 2017, que analisou desvios de

recursos e de conduta em quatro grandes fundos de pensão: o Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos – POSTALIS; a Fundação dos Economiários Federais – FUNCEF; a Fundação Petrobrás de Seguridade Social - PETROS; e a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil - PREVI.

Uma nova diretriz referente às aplicações dos recursos garantidores foi implementada pelo regulador com a Resolução CMN nº 4.661, de 2018, e também apresentou algumas inclusões significativas que dizem respeito à imputação de responsabilidades envolvendo dirigentes e funcionários da entidade, bem como profissionais de empresas terceiras, como por exemplo, consultores.

O primeiro ponto importante trazido pela Resolução nº 4.661 atribui a gestão de risco dos investimentos para um administrador ou comitê que deve ser escolhido pela EFPC, considerando a complexidade e porte da entidade (CMN, 2018, p. 2). Na mesma linha, a resolução estabeleceu que a utilização das chamadas agências classificadoras de risco não é suficiente para sobrepor uma análise própria de riscos dos investimentos.

Como segundo ponto, pode ser citado o reforço que a Resolução nº 4.661 dá à governança, no âmbito dos controles internos. O CMN realça a necessidade de adoção de regras, controles e procedimentos que assegurem que as disposições, limites e condições da resolução sejam seguidas. Demanda também definição clara de separação de responsabilidades dos envolvidos no "processo de análise, avaliação, gerenciamento, assessoramento e decisão sobre a aplicação dos recursos dos planos da entidade, inclusive com a definição das alçadas de decisão de cada instância" (CMN, 2018, p. 2). Este aspecto é interessante porque mostra a objetivo de se indicar os responsáveis e quantificar a responsabilidade de cada indivíduo no processo decisório sobre a alocação dos recursos da entidade. Independente de outros envolvidos, o regulador determina que a EFPC aponte o AETQ como o principal responsável pela alocação dos recursos garantidores dos planos de benefícios, englobando a gestão, supervisão, seguimento e prestação de contas dos investimentos.

O terceiro ponto a ser ressaltado, é que a identificação de conflitos de interesses ganha proeminência. A resolução do CMN requer avaliação na segregação das funções de custodiante, administrador e gestor de investimentos. Não só aí existe essa preocupação, mas também em

relação a prestadores de serviços, pessoas que participam do processo de decisão e terceiros, configurada na legislação como situações em que decisões tomadas não estejam alinhadas com o objetivo do plano, independente da observação de vantagem particular para quaisquer partes.

Um último destaque que merece ser mencionado, refere-se aos investimentos e limites de aplicação dos recursos garantidores dos benefícios. Na Tabela 10, estão as instruções da Resolução nº 4.661 relacionadas com as aplicações das EFPC. Nota-se, comparativamente com a legislação anterior, uma maior variedade de produtos possíveis para alocação das reservas técnicas do fundo, o que permite uma maior flexibilidade para composição de diferentes alternativas para planos de benefícios. Há também de se considerar que o mercado brasileiro de capitais hoje oferece uma gama ampla de instrumentos, existe uma maior abertura para o mercado externo e, por consequência disso, uma maior competitividade pelos recursos das EFPC.

Tabela 10 – Tipos de Investimentos e Limites Máximos Permitidos

	Tipos de Investimento	Limites Máximos
Renda Fixa	Títulos Federais Fundos Renda Fixa de Títulos Federais	100%
	Títulos Instituições Financeiras Bancárias Debêntures Empresas Abertas Fundos DI	80%
	Títulos Estaduais e Municipais Tít. Inst. Financeira não Bancária e Cooperativas Debentures Sociedades Fechadas Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Cédulas de Produto Rural Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio Certificados de Recebíveis do Agronegócio Warrant Agropecuário	20%
Renda Variável	Ações Segmento Especial Negociadas Bolsa de Valores	70%
	Ações que Não Estão em Segmento Especial negociadas em Bolsa de Valores	50%
	Brazilian Depositary Receipts	10%
	Ouro Físico Padrão Negociado em Bolsa de Mercadorias e Futuros	3%

Operações Estruturadas	Fundos de Investimento em Participações Fundos de Investimento Multimercado Fundos de Invest. Ações - Mercado de Acesso	15%
	Certificados de Operações Estruturadas	10%
Segmento Imobiliário	Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário Certificados de Recebíveis Imobiliários Cédulas de Crédito Imobiliário	20%
Operações com Participantes	Empréstimos Pessoais Empréstimos Imobiliários	15%
Segmento Exterior	Fundos de Invest. Renda Fixa - Dívida Externa Fundos de Índices do Exterior Fundos de Investimentos Constituídos no Brasil para Investimentos no Exterior Brazilian Depositary Receipts Nível I Fundos Investimento Ações – BDR Nível I	10%

Elaboração do Autor – Fonte: Resolução nº 4.661 – Banco Central do Brasil - 2018

6.5 Divulgação de Informações das EFPC

A divulgação de informações para participantes e assistidos de um plano de benefícios administrado por uma Entidade Fechada de Previdência Complementar foi uma preocupação dos reguladores desde a promulgação das Leis Complementares nº 108 e 109 de 2001. No seu artigo 24º definia que informações pertinentes deveriam ser comunicadas pelo menos uma vez ao ano por meios estabelecidos pelo órgão fiscalizador e regulador (BRASIL, 2001a, p. 8–9).

Uma das formas de divulgação dessas informações era o Relatório Anual de Informações – RAI. Na Resolução nº 32 do Conselho de Gestão de Previdência Complementar – CGPC, de 2006, definia que o RAI deveria conter as seguintes informações:

- Demonstrativo patrimonial e de resultados do plano de benefícios;
- Política de investimento;
- Demonstrativo de investimentos em forma resumida;
- Alterações de Estatuto e Regulamento ocorridas no ano; e
- Outros documentos relevantes.

(MPS/CGPC, 2006, p. 1–2)

Tais regramentos evoluíram ao longo do tempo e chegaram a uma abrangente quantidade de informações que devem estar disponíveis para os participantes e assistidos. A Resolução nº 32 do Conselho Nacional da Previdência Complementar – CNPC, de 2019, publicou determinação de que as EFPC no seus relatórios anuais "deveriam conter informações gerais e relevantes, apresentadas de forma clara e precisa, sobre o funcionamento da EFPC e sobre a situação de cada plano de benefícios" (CNPC, 2020, p. 3–4). Para se ter uma ideia da evolução os requisitos obrigatórios nos RAI deverão ser:

- Alterações aprovadas nos regulamentos e estatuto;
- A quantidade de participantes e assistidos;
- Quantidade de patrocinadores e instituidores;
- Valores de contribuições recebidas e de benefícios pagos;
- Situação atuarial, discriminando superávit e déficit dos planos de benefícios;
- Gestão de investimentos própria ou terceirizada;
- Política de investimentos e seus limites;
- Despesas administrativas e com investimentos;
- Gastos referentes à gestão de carteiras, custódia, consultorias, auditorias e outras despesas relevantes;
- Diversificação e composição das aplicações financeiras;
- Governança de investimentos na análise de riscos; e
- Outras informações relevantes.

(CNPC, 2020, p. 3–4)

Para o *website*, a Resolução 32 determina que as EFPC devem fazer uma "divulgação ativa", significando que deve ser realizada em local de fácil acesso no *website*, com as seguintes informações obrigatórias:

- Estatuto e regulamento;
- Conteúdos que descrevam as características de cada plano de benefícios;
- Comunicações com as mudanças do estatuto e do regulamento, aprovados pelo órgão regulador;
- Termos de ajustamento de conduta assinados com o órgão fiscalizador;
- Relatório Anual de Informações;

- Informações contábeis e atuariais;
- Informações de auditoria obrigatórias;
- Demonstrativo de investimentos; e
- Iniciativas de educação financeira e previdenciária.

(CNPC, 2020, p. 1–2)

As informações acima listadas são aquelas que devem ser públicas e disponíveis para qualquer pessoa interessada no funcionamento de um fundo de pensão. Outras informações também devem ser divulgadas, de forma restrita para os participantes e assistidos como por exemplo comunicações de propostas de alterações de estatuto e regulamento, comunicações de adesão ou retirada de patrocínios, relações de prestadores de serviços, dentre outros. Outras informações somente terão sua divulgação individual para cada participante ou assistidos, como por exemplo extratos de situação financeira.

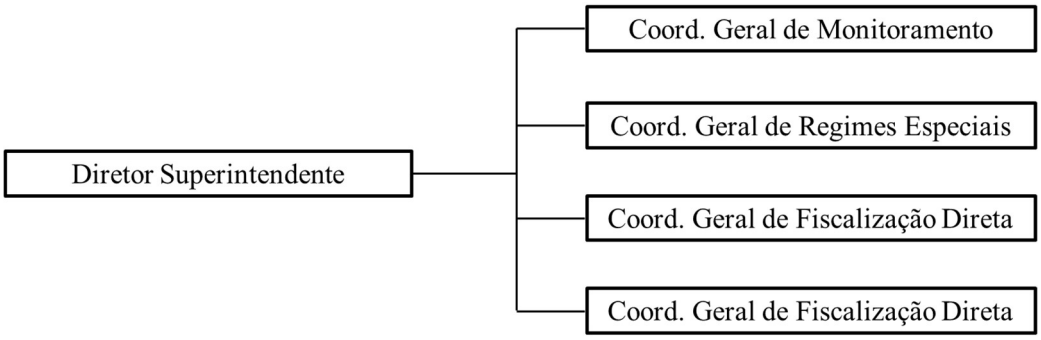
Outra diretriz do CNPC, que reforça uma posição do regulador, é a determinação de que a linguagem empregada na divulgação de informações deve ser clara e acessível a cada público. Além disso, a EFPC deve utilizar recursos didáticos sempre que possível, disponibilizar informações de interesse dos participantes e assistidos, priorizando uso de plataformas digitais (CNPC, 2020, p. 1).

A Resolução nº 32 do CNPC deverá ter suas determinações implementadas pelas EFPC até o final de 2020.

7. SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO DAS EFPC

Dentre as quatro diretorias que a PREVIC possui, a Diretoria de Fiscalização e Monitoramento (DIFIS) é responsável pela fiscalização e supervisão do sistema de previdência complementar fechada e atua na difusão das melhores práticas de governança, normas previdenciárias, esclarecimento da legislação e na definição dos padrões mínimos de segurança econômica, financeira e atuarial (PREVIC, 2019b, p. 26).

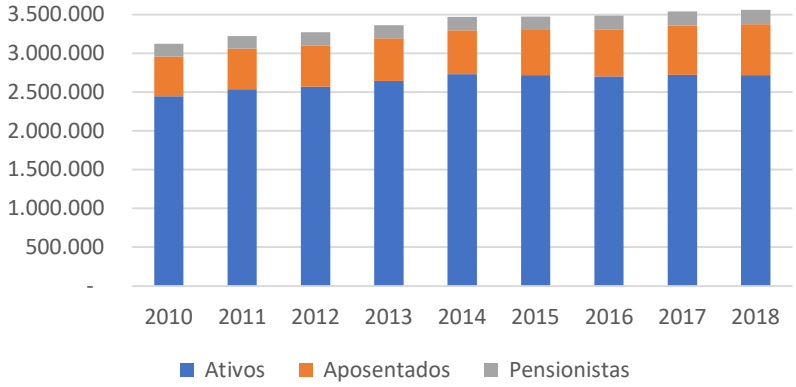
Figura 2 – Estrutura de Supervisão e Fiscalização da PREVIC



Elaboração do Autor – Fonte: PREVIC – Relato Integrado – 2019

Para se dimensionar a importância da PREVIC, como órgão regulador, fiscalizador e de supervisão, basta observar o número de pessoas resguardadas pela atividade dessa autarquia. O Gráfico 5 mostra que, em 2018, mais de 3,6 milhões pessoas faziam parte da população abrangida pela previdência complementar fechada, sendo dois milhões e oitocentas mil eram participantes ativos, setecentas mil aposentados e duzentas mil pensionistas.

Gráfico 5 – População Abrangida pela Previdência Complementar Fechada



Fonte: PREVIC – Relato Integrado – 2019

As atividades de supervisão e fiscalização da PREVIC podem ser reunidas em 3 grupos:

- Monitorar as operações, os resultados e a governança - trata-se de atividades de acompanhamento, tratamento e avaliação de dados e informações de investimentos, atuarial e contábil;
- Planejar e executar ações fiscalizatória – trata-se da análise dos riscos e tomada de ações que evitem ameaças preventivamente; e
- Tratar denúncias e representações – trata-se da atividade de receber, analisar, atuar e encaminhar denúncias e representações de acordo com a legislação previdenciária.

(PREVIC, 2019b, p. 36).

O campo de supervisão e fiscalização prudencial da PREVIC é composto das seguintes esferas:

- Fiscalização Direta;
- Supervisão Permanente;
- Monitoramento;
- Regimes Especiais; e
- Sistemas

A Fiscalização Direta abrange a orientação, acompanhamento e análise da formação das reservas técnicas, das provisões, dos fundos, das demonstrações financeiras, atuariais contábeis e do investimento dos recursos garantidores dos planos administrados pela EFPC. Além disso pode solicitar informações específicas sobre os planos de benefícios aos patrocinadores ou instituidores, como também dos administradores das entidades (PREVIC, 2019c).

Tem como objetivo principal a fiscalização da observância da legislação e do regramento referente às atividades das EFPC e da elaboração dos demonstrativos contábeis, atuariais, investimentos dos das reservas constituídas e dos planos de benefícios.

Também é função da Fiscalização Direta o encaminhamento de representação na apuração de indícios de crimes ou práticas irregulares em EFPC ao Ministério Público Federal, ao Banco Central do Brasil, à Secretaria da Receita Federal ou a outros órgãos de fiscalização e controle. No âmbito da previdência complementar, a fiscalização tem o poder de lavrar auto

de infração na constatação de transgressões à legislação previdenciária complementar, além de propor a instauração de inquéritos administrativos com o objetivo de apurar as responsabilidades, tanto da entidade, quanto das pessoas físicas envolvidas nas atividades da EFPC (PREVIC, 2019c).

A Supervisão Permanente tem como meta o acompanhamento constante da EFPC para responder com rapidez quaisquer ocorrências que possam pôr em risco o equilíbrio financeiro da entidade. Esse acompanhamento funciona de forma integrada com a área de monitoramento por meio de indicadores atuariais, contábeis, de investimentos e por meio de reuniões periódicas com os conselhos deliberativo e executivo, áreas técnicas, comitê fiscal e de investimento, consultores externos e empregados da entidade.

A Supervisão Permanente também tem um aspecto orientação e aconselhamento de melhoria constante da governança da entidade e de seus controles internos. Nesse ponto a atuação da PREVIC é voltada à avaliação da forma de administrar a entidade e isso abrange áreas onde são identificados dos riscos que possam comprometer o cumprimento do objetivo previdenciário da EFPC.

Ações de monitoramento compreendem a coleta e processamento dos dados, transformações em informações e análise da situação atuarial, contábil e da alocação dos reservas constituídas, provisões e fundos das entidades. A captação de dados envolve convênios de recebimento de informações complementares de outros órgãos governamentais. Assim a PREVIC consegue executar o controle e análise das atividades das EFPC, adotar procedimentos para apuração de irregularidades e interagir com outros órgãos de fiscalização nacionais (PREVIC, 2019c) na troca de informações referentes a atividades previdenciárias.

A PREVIC, nas suas atribuições de órgão regulador e fiscalizador, pode solicitar a intervenção em uma EFPC em casos de irregularidades, aplicações inadequadas, insuficiência na constituição de reservas técnicas, descumprimento da legislação previdenciária, situação econômico-financeira ou atuarial desequilibrada, dentre outras situações. Também pode decretar sua liquidação extrajudicial quando constatar que não é possível a recuperação da entidade ou se não tiver condições de funcionamento (BRASIL, 2001a, p. 18–19). Nesses casos

o fundo de pensão entra em um regime especial de intervenção e tem um administrador especial, interventor ou liquidante, conforme o caso, que atuará para sanear ou liquidar a EFPC.

O papel da PREVIC é, em conjunto com as áreas técnicas, propor uma linha de ação para poder recuperar a entidade, com medidas que busquem a viabilidade e o equilíbrio dos planos de benefícios, ou encaminhar sua liquidação, uma vez constatado impossibilidade de continuar funcionando.

8. PROBLEMAS RECENTES

A corrupção em entidades de previdência complementar provocou prejuízos de montante considerável, que têm sobrecarregado os participantes dos planos de benefícios no reequilíbrio da situação financeira das entidades. Em 1992 foi instalada uma Comissão Parlamentar de Inquérito – CPI com o intuito de investigar denúncias envolvendo autoridades do Governo Collor. O resultado da CPI apontou que existia uma rede de tráfico de influência nas decisões das EFPC e uma das causas apontadas para essa ocorrência foi a falta de estrutura da Secretaria Nacional de Previdência Social e Complementar (CÂMARA DOS DEPUTADOS, 2016, p. 16).

Em 1995, a Câmara dos Deputados criou a CPI dos Fundos de Pensão com objetivo de investigar atuação das entidades na gestão dos seus ativos. A CPI constatou a dificuldade de levantar provas partindo de operações do mercado financeiro e problemas em diferenciar o que era um mal negócio de um negócio ilícito.

Por sua vez, em 2005 foi criada a Comissão Parlamentar Mista de Inquérito – CPMI dos Correios, com a finalidade de averiguar esquemas de corrupção na instituição e que acabou sendo o caminho para apuração do escândalo do "Mensalão". Essa CPMI contava com uma sub-relatoria de fundos de pensão, focada em transações dos bancos BMG, Santos e Rural. A CPMI concluiu seus trabalhos com proposições focadas em licitações, improbidade administrativa e contratos administrativos (CÂMARA DOS DEPUTADOS, 2016, p. 16).

Somente em 2015, um diagnóstico mais profundo foi apresentado pelo legislativo federal referente ao funcionamento de esquemas de corrupção em fundos de pensão. Uma outra CPI dos Fundos de Pensão da Câmara dos Deputados foi instalada para investigar prejuízos causados pela aplicação de recursos e manipulação de fundos de previdência complementar. Como resultado, o relatório final pediu o indiciamento de 145 pessoas, a investigação de mais outros 166 envolvidos, encaminhou medidas nas áreas Cível, Penal e Administrativa, além de propostas legislativas e propostas para a CVM e PREVIC. Certamente foi a comissão parlamentar que mais resultados obteve, por ter focado as investigações em quatro EFPC: i) o Instituto de Previdência Complementar– POSTALIS, dos funcionários dos correios; ii) a Fundação dos Economiários Federais – FUNCEF, dos funcionários da Caixa Econômica

Federal; iii) a Fundação Petrobrás de Seguridade Social – PETROS, dos funcionários da Petrobrás; e a Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – PREVI. Diferente de outras ocasiões, desta vez foi possível rastrear, por intermédio de provas documentais e testemunhais, as operações com aplicações financeiras e com fundos de investimento, que resultaram em vultosos prejuízos para os participantes dessas entidades investigadas.

Para se ter uma ideia da grandeza dos volumes envolvidos, a CPI estimou que a rentabilidade dos ativos totais dos fundos citados ficaram abaixo da meta atuarial em 113,4 bilhões de Reais, no quinquênio de 2011 – 2015, sendo que o valor na POSTALIS foi de 4,1 bilhões de Reais; na PETROS 22,3 bilhões; na PREVI 68,9 bilhões; e na FUNCEF 18,1 bilhões (CÂMARA DOS DEPUTADOS, 2016, p. 49–52).

Na Tabela 11, pode-se comparar o volume total de investimento de cada entidade e os superávits ou déficits registrados nos anos de investigação da CPI. Pode-se observar a evolução dos valores deficitários decorrentes dos resultados dos investimentos problemáticos levantados pela CPI de 2015.

Tabela 11 – EFPC – Investimentos e Superávits/Déficits Fundos Investigados

Investimento			Bilhões de Reais		
	2011	2012	2013	2014	2015
POSTALIS	6.715	7.682	8.338	7.917	8.581
PETROS	58.008	67.322	66.097	68.173	64.377
FUNCEF	47.644	51.728	55.046	56.146	55.050
PREVI	155.636	166.242	169.466	166.594	153.739

Superavit/Déficit Acumulado + Equacionado			Bilhões de Reais		
	2011	2012	2013	2014	2015
POSTALIS	-405	-986	-1.979	-5.535	-6.763
PETROS	4.011	3.268	-2.299	-6.245	-23.647
FUNCEF	103	-1.371	-3.116	-6.555	-12.360
PREVI	24.665	27.295	24.759	12.539	-16.138

Elaboração do Autor – Fonte: ABRAPP – Consolidado Estatístico – 2011-2015 e Câmara dos Deputados – Relatório Final CPI Fundos de Pensão – 2015

Os problemas apontados no relatório final das investigações foram:

- Falta de análise de risco em investimentos, corroborado pela ausência de documentos comprobatórios de tais processos decisórios;

- Falha da governança da entidade em identificar, avaliar e monitorar riscos de aplicações financeiras; erro na estruturação das garantias dos investimentos; e desenquadramento das normas do investimento;
- Aplicação de recursos acima dos limites permitidos pela legislação/regulação.
- Influência política nas decisões das entidades;
- Prestação de serviços de administração e controladoria fiduciária condicionada a aplicação em fundos exclusivos dos fornecedores de tais serviços, onde o contratado era também administrador e gestor do fundo, com sobreposição de obrigações e deveres que levavam a um conflito de interesses. Essa situação de administrador fiduciário, administrador e gestor de fundos investimentos gerou uma cobrança em cascata em prejuízo para as entidades;
- Simulação de compra e venda de papéis com o objetivo de gerar taxas de corretagens inexistentes e aumentar o valor dos títulos que seriam vendidos para as entidades;
- Troca fraudulenta de títulos da dívida pública brasileira por títulos da dívida da Venezuela e da Argentina;
- Compra de imóvel para posterior aluguel para a patrocinadora com valores abaixo do mercado. Além disso, o valor pago pelo imóvel foi manipulado com compras e vendas sucessivas com objetivo de aumentar o preço do imóvel, em poucos meses;
- Participação em esquema fraudulento para lesar a EFPC em aplicação em fundos de investimentos em direitos creditórios inexistentes. A participação só foi possível pela falta de avaliações nos fundos de investimentos escolhidos e na visível sobreposição de funções de administrador fiduciário, administrador e gestor do fundo e custodiante;
- Aplicação de recursos em fundos de investimento que visavam a realização de negócios das patrocinadoras. A Caixa Econômica Federal era gestora e administradora do fundo de investimento que financiaria projetos de prospecção de petróleo da Petrobrás no Pré-Sal;
- Investimento em ações de cliente da patrocinadora em valores acima dos praticados no mercado acionário;
- Compra de lote de ações fora do pregão da bolsa de valores sem aprovação do comitê de investimentos da entidade e com preços acima da média, caracterizando falha na governança da fundação; e

- Superestimação de valores de ações da carteira de investimentos com objetivo de esconder déficits e evitar solicitações de aportes e equalização, demonstrando frágil governança nos processos decisórios de investimentos.

(CÂMARA DOS DEPUTADOS, 2016, p. 53–371)

Um exemplo, do resultado dessas malversações das reservas técnicas das EFPC, pode ser demonstrado no efeito ocorrido no POSTALIS. Mesmo antes da apresentação do relatório final, o fundo assinou um Termo de Ajustamento de Conduta – TAC com a PREVIC para a implementação de um programa de equacionamento do desequilíbrio do plano de Benefício Definido – BD, a partir de abril de 2016 (CÂMARA DOS DEPUTADOS, 2016, p. 56–57). Nesse programa, os trabalhadores ativos teriam que pagar uma contribuição adicional que variava de 3 a 6% além dos 8% de contribuição habitual sobre o salário. Para os aposentados e pensionistas, a contribuição complementar foi definida em 17,92%, mais a contribuição normal de 9%, totalizando 26,92% (AGÊNCIA GLOBO, 2018, p. 1).

9. FUNDOS DE PENSÃO EM GRANDES NÚMEROS

9.1 Fundos de Pensão no Mundo

No âmbito mundial, recursos provenientes das reservas técnicas de fundos de pensão privados são bastante significativos. O total de recursos destinados para aposentadorias em todo mundo nos fundos de pensão atingiu 29 trilhões de Dólares, em 2018 (OCDE, 2019b). Entretanto, existe uma grande disparidade nos volumes de ativos dessas reservas entre os países.

Nos dados estatísticos da OCDE da Tabela 12, o grupo dos primeiros 7 países com maior volume de recursos de reservas técnicas em fundos de pensão privados representam 88% do total dos 88 países, cujas informações são levantadas anualmente. Percebe-se também uma concentração acentuada do volume existente e uma distância considerável do valor para os demais países de um segundo grupo, que têm uma amplitude de volumes de reservas entre 100 e 300 bilhões de Dólares.

Tabela 12 – Reservas em Fundos de Pensão Privados - 2018

País	Bilhões US$	País	Bilhões US$
Estados Unidos	16.178	Israel	199
Grã Bretanha	2.809	Chile	193
Austrália	1.883	México	182
Países Baixos	1.536	Coreia	171
Canada	1.373	Dinamarca	154
Japão	1.025	Itália	153
Suíça	893	Hong Kong	149
Singapura	286	África do Sul	137
Alemanha	268	Finlândia	132
Brasil	220	Espanha	121
China	216	Irlanda	119

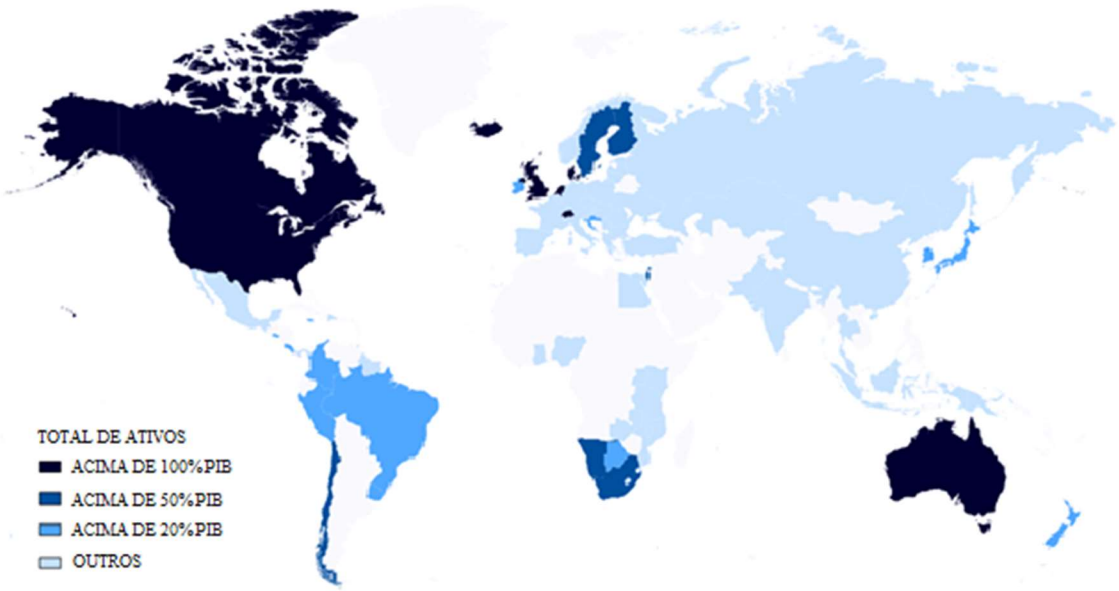
Elaboração do Autor – Fonte: OCDE – Funded Pension Statistics - 2019

Um outro enfoque interessante para análise é a comparação do volume dos ativos provisionados para aposentadorias proporcionalmente com o tamanho da economia do país. Desta vez, os países que se destacam são diferentes nessa comparação relativa, sendo que a Dinamarca possuía 199% do valor do Produto Interno Bruto – PIB em volume de ativos, ficando

em primeiro lugar, seguido da Holanda (173%), da Islândia (161%), Canadá (155%), Suíça (142%), a Austrália (141%) e os Estados Unidos (134%) (OCDE, 2019c, p. 12) .

A Figura 3 representa o volume das reservas provisionadas para aposentadorias em percentual do PIB de cada país.

Figura 3 – Volume de Reservas Provisionadas em Percentual do PIB



Adaptação Autor – Fonte: OCDE – Pension Markets in Focus - 2019

9.2 Fundos de Pensão no Brasil

Entidades Fechadas de Previdência Complementar são consideradas instituições importantes para o desenvolvimento econômico de um país pelo seu caráter de investidor institucional e de características de longo prazo. Entretanto, o que se observou foi um decréscimo do número de instituições no Brasil em dez anos. Houve uma redução de 19% no número de entidades previdenciárias privadas, sendo que em 2008 havia 371 EFPC e restaram 297 entidades no final de 2018. A maior queda foi nas EFPC de patrocínio privado, sendo uma diminuição de 35% ou 101 instituições, enquanto aquelas de patrocínio público cresceram 7%, ou seja, foram criadas 6 instituições. A Tabela 13 ilustra essa evolução.

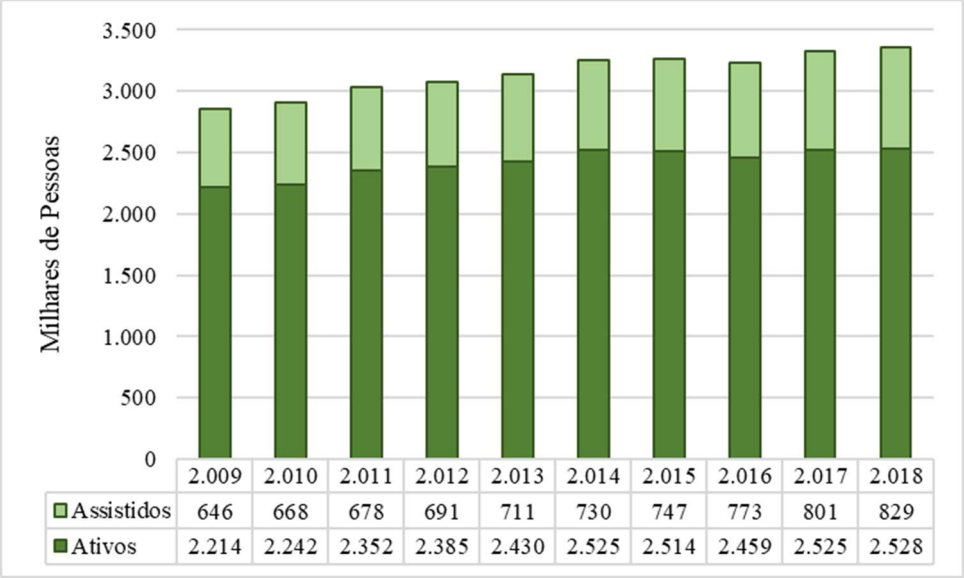
Tabela 13 – Quantidade de EFPC no Brasil

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Instituidor	18	18	19	19	21	21	21	21	21	21
Privado	269	262	246	235	222	216	203	199	196	187
Público Municipal	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3
Público Estadual	42	46	45	45	46	47	46	49	50	49
Público Federal	38	36	36	36	37	37	37	37	37	37
Total	369	364	348	337	328	323	309	308	306	297

Elaboração do Autor – Fonte: PREVIC - Relatório Gerencial de Previdência Complementar – 2019 e PREVIC – Informe Estatístico – 2008

Conforme foi visto, a população estimada para 2019 é de 210 milhões de habitantes o com um crescimento de 1,08% da população nos últimos dez anos. Ao mesmo tempo, o Brasil atravessa um período conhecido como Bônus Demográfico, que é um fenômeno populacional que se observa quando existe uma "redução na carga de dependência de crianças/adolescentes e aumento da proporção de adultos" (IBGE, 2018b, p. 11). Esse período se destaca por ter um aumento da população economicamente ativa. O Bônus Demográfico ou Dividendo Demográfico ajuda a explicar por que, apesar da queda existente no número de entidades previdenciárias fechadas e de um crescimento populacional abaixo da taxa de reposição, existiu um aumento no número de participantes totais de EFPC de 26% em 10 anos, como pode ser visto no Gráfico 6:

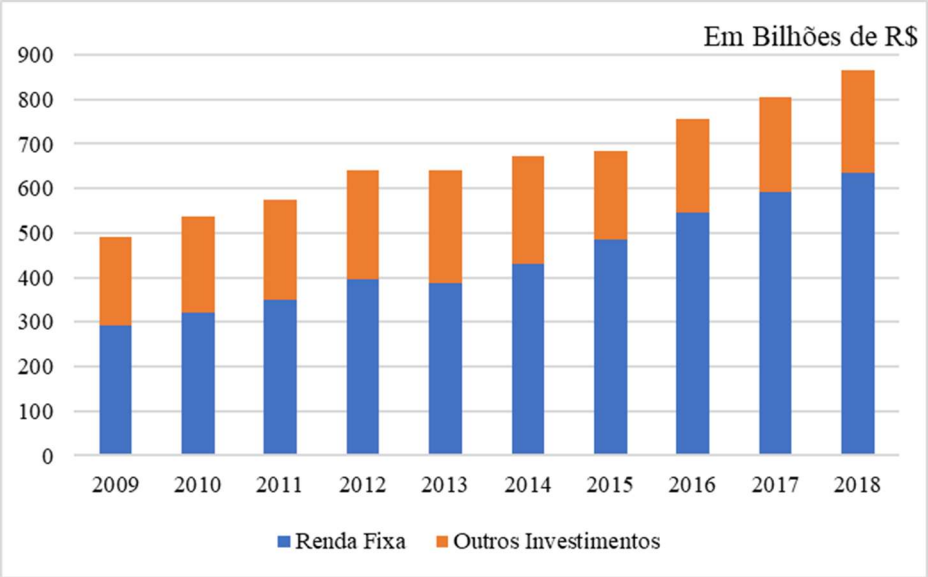
Gráfico 6 – Evolução da População das EFPC



Elaboração do Autor – Fonte: PREVIC - Relatório Gerencial de Previdência Complementar -2019 e PREVIC – Informe Estatístico – 2008

Na mesma direção com o crescimento da população que participa na previdência complementar fechada, os investimentos das EFPC cresceram. Em dez anos esse crescimento foi de 106%, sendo que o volume de ativos das entidades no Brasil era de 419 bilhões de Reais em dezembro de 2008 e alcançou 865 bilhões de Reais no final de 2018. Parte desse aumento pode ser explicado pelo crescimento no número de pessoas participantes no sistema de previdência fechada. Outra parte pode ser explicada pelas altas taxas de juros pagos no Brasil pelo governo nos títulos públicos durante o período. Essa taxa elevada explica também a concentração dos investimentos das reservas técnicas em instrumentos de renda fixa, com um percentual de 73% do total, em 2018, como pode ser observado no Gráfico 7:

Gráfico 7 – Total Investimentos EFPC Brasil



Elaboração do Autor – Fonte: ABRAPP Consolidado Estatístico – 2009-2018

Na Tabela 14, além de se observar a concentração em aplicações de renda fixa, pode ser constatado também que os volumes de investimentos em outros instrumentos financeiros ainda são insipientes. Basta constatar que em renda variável, que são aplicações em ações e fundos de investimento em ações, o volume de aplicações permaneceu praticamente o mesmo nível por 10 anos.

Tabela 14 – Carteira de Investimentos das EFPC por Tipo de Aplicação

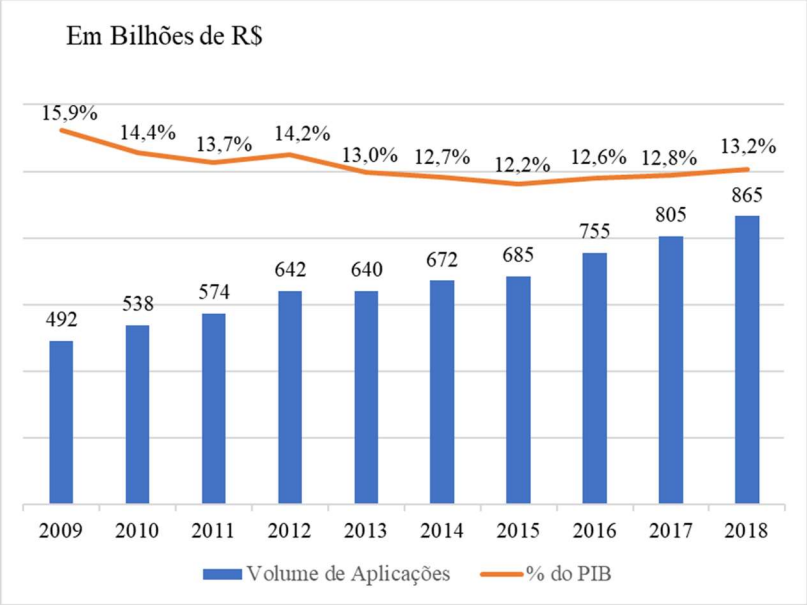
Bilhões R$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renda Fixa	292	322	350	396	387	431	484	547	593	635
Renda Variável	164	175	172	184	186	166	127	137	143	160
Invest. Estruturados	0	11	13	17	19	22	20	17	13	13
Imobiliários	15	16	21	26	29	31	33	32	32	32
Oper. Participantes	12	13	15	16	17	19	19	20	20	21
Outros	10	1	2	3	2	2	2	2	4	5
Total	492	538	574	642	640	672	685	755	805	865

Elaboração do Autor – Fonte: ABRAPP Consolidado Estatístico – 2009-2018

Comparativamente, o volume de investimentos das EFPC caiu em relação ao tamanho da economia brasileira. Em 2009 a participação percentual das aplicações das EFPC correspondia a 15,9% do PIB brasileiro e essa porcentagem baixou para 13,2% em 2018, como pode ser visto no Gráfico 8:

Gráfico 8 – Participação das Aplicações das EFPC no PIB



Elaboração Autor – Fonte: ABRAPP Consolidado Estatístico – 2009-2018

Nos dez anos deste estudo, a rentabilidade geral das EFPC tem acompanhado a meta estipulada pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC para os fundos de pensão. Enquanto a meta chegou a 191,96% a rentabilidade das EFPC atingiu 190,58%, ficando abaixo somente 0,47% do objetivo almejado. Em determinados anos, o rendimento da aplicação

das reservas técnicas das entidades foi bem abaixo das expectativas traçadas para aquele momento, como por exemplo no triênio 2013-2015, onde os rendimentos foram inferiores do objetivo atuarial. Ao mesmo tempo os índices de retorno do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – Ibovespa foram negativos, indicando que poderia ser uma das causas da queda nas rentabilidades das entidades previdenciárias.

A Tabela 15 apresenta um comparativo da rentabilidade das EFPC outros indicadores.

Tabela 15 – Comparativo da Rentabilidade das EFPC em 10 Anos

Ano	CDI	IBOVESPA	Meta Atuarial Total (*)	Rentabilidade EFPC
2009	9,88%	82,66%	9,53%	21,50%
2010	9,77%	1,04%	11,20%	13,26%
2011	11,58%	-18,11%	11,83%	9,80%
2012	8,40%	7,40%	12,18%	15,37%
2013	8,06%	-15,50%	12,00%	3,28%
2014	10,82%	-2,91%	12,26%	7,07%
2015	13,26%	-13,31%	16,48%	5,22%
2016	14,01%	38,94%	11,60%	14,56%
2017	9,93%	26,86%	7,84%	11,36%
2018	6,42%	15,03%	8,42%	12,30%
Acumulado	163,91%	134,06%	191,96%	190,58%

(*) IPCA + Meta atuarial máxima estabelecia pelo CNPC

Adaptação Autor – Fonte: ABRAPP Consolidado Estatístico – 2018

9.3 Fundos de Pensão da Amostra

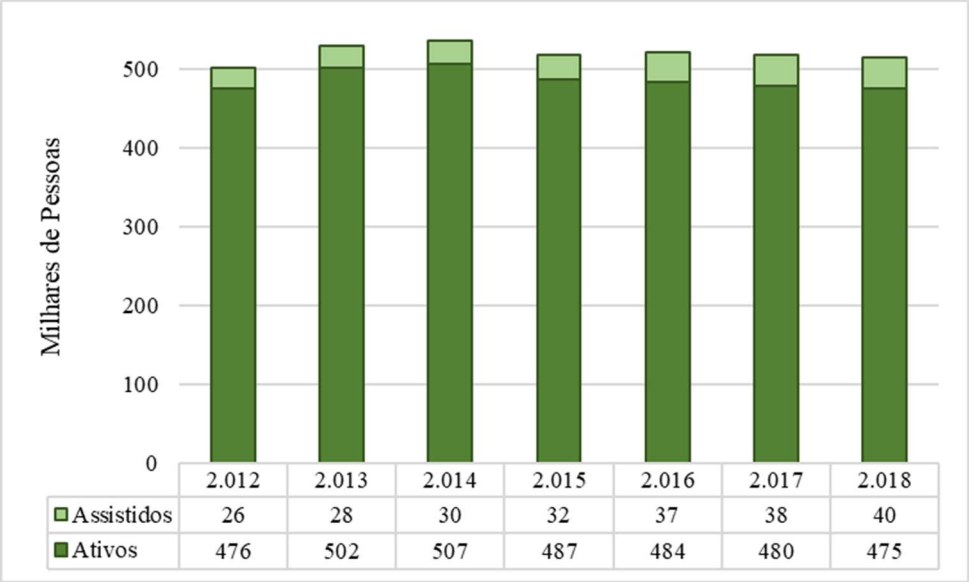
O levantamento de dados deste estudo foi realizado do ano 2012 até o ano de 2018 e compreende informações sobre investimentos, rentabilidades anuais e sobre governança corporativa, nos quesitos de informações publicadas e meios de comunicação utilizados pelas EFPC. Essas informações foram coletadas de dados secundários dos Relatórios Anuais de Informações e dos *websites* das entidades.

A amostra dessa pesquisa consiste em um grupo de EFPC, em sua maior parte, constituídas por entidades patrocinadas por empresas de capital estrangeiro, totalizando 58

fundos de pensão no ano de 2018, o que significa 20% do total de 297 entidades fechadas que atuam no Brasil.

Da mesma forma, a amostra soma 515 mil participantes e assistidos, o que representa pouco mais de 15% dos 3,4 milhões de pessoas cobertas pelo sistema previdenciário fechado no Brasil. O Gráfico 9 demonstra a evolução da população da amostra, participante do sistema de previdência complementar fechada, no período de pesquisa.

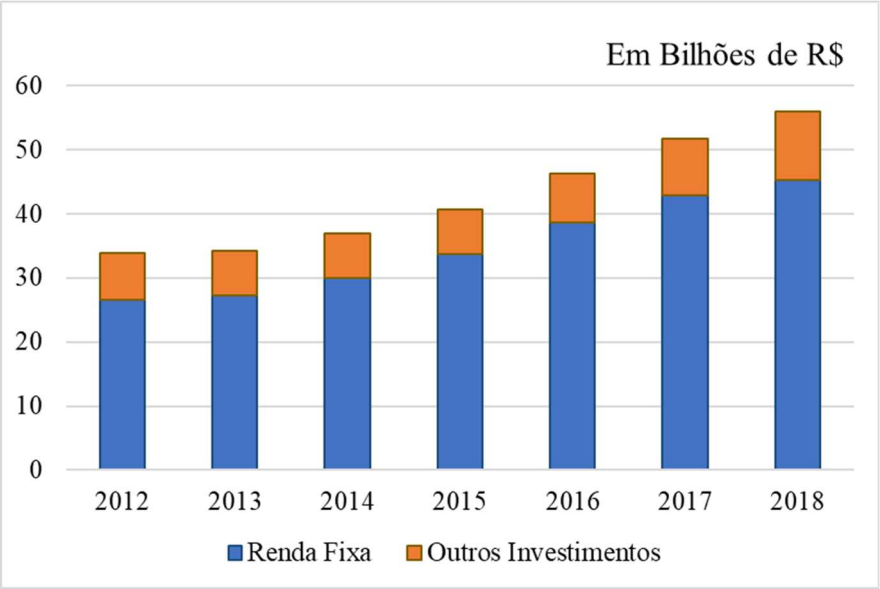
Gráfico 9 – Evolução da População das EFPC da Amostra



Elaboração do Autor – Fonte: Relatórios Anuais de Informações das EFPC

Por outro lado, o total de investimentos em dezembro de 2018, do grupo da amostra, alcançou 56 bilhões de Reais, o que representa 6,5% do total de 865 bilhões que as EFPC somavam no mesmo ano. Na evolução dos ativos das entidades da amostra, podemos observar o mesmo comportamento de concentração de investimentos em renda fixa. Do total de 56 bilhões de Reais aplicados no final de 2018 pelas EFPC, 24 bilhões eram de títulos do governo federal do Brasil e outros 21 bilhões eram outros instrumentos financeiros de renda fixa. Percentualmente, a alocação das reservas garantidoras dos fundos de pensão em renda fixa terminou o ano representando 81% do total investido pelas EFPC da amostra, enquanto o percentual da soma da renda fixa de todas as entidades no país ficou em 73%. O Gráfico 10 ilustra a evolução dos investimentos em renda fixa da amostragem.

Gráfico 10 – Total de Investimentos EFPC da Amostra



Elaboração do Autor – Fonte: Relatórios Anuais de Informações das EFPC

Na Tabela 16 é possível observar, mais detalhadamente, que nos sete anos estudados, o maior crescimento se deu no segmento de renda fixa e particularmente em títulos públicos do governo federal brasileiro, mantidos em carteiras próprias. Esse último apresentou um crescimento de 126% no período da pesquisa, ao passo que a renda variável, basicamente ações e fundos de ações, o valor ficou praticamente o mesmo no período.

Tabela 16 – Carteira de Investimentos da Amostra por Tipo de Aplicação

					Milhões R$		
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Renda Fixa Tit. Públicos	10.760	10.625	12.581	15.099	21.608	23.532	24.294
Renda Fixa	15.866	16.712	17.375	18.611	17.075	19.317	21.021
Renda Variável	4.263	4.027	3.243	2.464	3.037	4.068	4.457
Invest. Estruturados	2.447	2.228	3.037	3.582	3.702	3.690	5.138
Exterior	7	21	61	173	234	550	382
Imobiliários	114	158	178	241	182	168	205
Oper. Participantes	238	255	269	242	258	339	367
Outros	126	205	247	203	160	62	61
Total	33.821	34.231	36.992	40.615	46.256	51.725	55.925

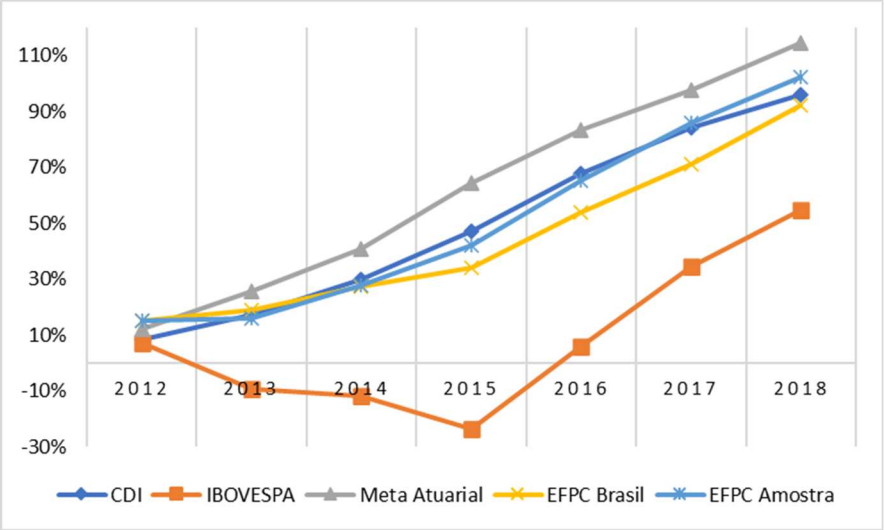
Elaboração do Autor – Fonte: Relatórios Anuais de Informações das EFPC

A Resolução nº 4661, do CMN - Conselho Monetário Nacional, em seu artigo vigésimo segundo, observa que a aplicação em renda variável tem que obedecer ao limite de 70% do total

dos recursos garantidores da entidade (CMN, 2018). Isso equivale a montante de 39 bilhões de Reais que poderiam ser investidos em renda variável do volume de aplicações das EFPC em análise.

A rentabilidade acumulada das EFPC da amostra no período de 2012 a 2018 foi melhor que aquela do total das EFPC brasileiras e abaixo da meta atuarial da estipulada pelo órgão regulador. O Gráfico 11 ilustra essa evolução:

Gráfico 11 – Rentabilidade Acumulada das EFPC da Amostra



Elaboração do Autor – Fontes: Relatórios Anuais de Informações das EFPC e ABRAPP – Consolidado Estatístico 2018

10. ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA

Como resultado da aplicação das questões listadas no Capítulo 1, Item 6, da Metodologia, foi construído um banco de dados com as respostas positivas e negativas para cada item da lista e aplicado no *website* e Relatório Anual de Informações de 2018 de cada EFPC. Com o resultado do banco de dados construído, as entidades da amostra foram separadas em quartis de acordo com a rentabilidade acumulada, de cada uma, nos sete anos de estudo. O objetivo dessa ordenação foi o de analisar práticas de disponibilização de informação e de utilização de canais de comunicação com as entidades que obtiveram as 25% melhores rentabilidades e com as entidades que obtiveram os 25% piores resultados nas aplicações de suas reservas técnicas. As entidades com melhor rentabilidade serão referenciadas como de "maior eficiência" e as de menor rentabilidade como de "menor eficiência".

10.1 Análise por Grupos de Informações

10.1.1 Grupo Informações – Subgrupo Estruturais

Conforme vimos, questões do subgrupo Estruturais estão relacionadas com a disposição da organização. Referem-se a como a entidade divulga a forma de sua estrutura, códigos de governança, estatutos e regulamentos dos planos de benefícios. De maneira geral, a maioria do total das entidades da amostra divulgava o Estatuto do fundo de pensão (91%), o Regulamento dos planos de benefícios e dos perfis de investimento (88%), o material explicativo dos planos e perfis (84%) e o organograma da entidade (78%). Entretanto não havia a mesma preocupação com questões relacionadas com a Missão/Visão/Valores (41%), Código de Conduta/Ética (47%), o Regimento Interno (28%), Manual de Governança (29%) e com a divulgação do resultado do último processo eleitoral (22%).

Um maior número de entidades, daquelas de maior eficiência nos investimentos no período de estudo, disponibilizavam o estatuto da entidade (93%), o material explicativo por plano e perfil (93%) e o regulamento e a estrutura organizacional da entidade (ambos com 86%). Na amostra poucos fundos apresentavam comitês de investimentos (22%) e nenhum deles reportou ter comitê de riscos.

Tabela 17 – Percentuais de Respostas Positivas em Questões Estruturais

Nº	Perguntas	Menos Eficientes	Mais Eficientes	Total Amostra
6	A entidade dispõe o estatuto da EFPC para os participantes?	86%	93%	91%
7	A entidade dispõe o regulamento dos planos e perfis para os participantes?	86%	86%	88%
48	Existe material explicativo sobre os planos e perfis que a entidade administra?	64%	93%	84%
5	A entidade disponibiliza sua estrutura organizacional?	50%	86%	78%
64	O RAI mostra a estrutura organizacional da entidade?	36%	71%	64%
3	A entidade oferece perfis de investimento?	57%	50%	57%
2	A EFPC dispõe o seu código de conduta ou ética?	43%	50%	47%
1	A entidade oferece definição da missão, dos valores e da visão da EFPC?	43%	64%	41%
4	A EFPC dispõe para os participantes um manual de governança?	29%	50%	29%
8	A entidade dispõe o regimento interno da instituição para os participantes?	21%	36%	28%
31	A entidade tem Comitê de Investimentos?	7%	21%	22%
33	A entidade tem Comitê de Riscos?	0%	0%	0%

Elaboração do Autor

10.1.2 Grupo Infromações – Subgrupo Prestação de Contas

Temas relacionados com prestação de contas e desempenho estão associadas à gestão do fundo de pensão e com os resultados obtidos pela administração e suas estratégias. São relatórios financeiros e contábeis, pareceres de auditores e conselhos, informações de rentabilidade, atas de reuniões, dentre outros.

No total amostral, poucos fundos relatavam quais são os gestores terceirizados que administravam e custodiavam os recursos das reservas técnicas da entidade (26%), um número

pequeno mostrava as análises dos resultados dos investimentos realizados (26%), alguns apresentavam informações sobre a interlocução com o órgão regulador PREVIC (9%) e quase nenhum oferecia as atas de reuniões dos conselhos deliberativo e fiscal (2%) ou análises sobre riscos envolvidos na gestão dos ativos e passivos previdenciários da entidade (2%).

Nas outras questões, não foram apresentadas diferenças significativas entre os fundos de pensão de maior eficiência ou de menor eficiência neste subgrupo, assim como no total da amostra.

Tabela 18 – Percentuais de Respostas Positivas Subgrupo de Prestação de Contas

Nº	Perguntas	Menos Eficientes	Mais Eficientes	Total Amostra
67	O RAI divulga os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	100%	93%	98%
65	O RAI oferece a rentabilidade dos planos/perfis da entidade?	93%	100%	97%
66	O RAI divulga o demonstrativo de custeio da gestão administrativa?	100%	93%	97%
68	O RAI divulga as notas explicativas dos demonstrativos financeiros/contábeis da EFPC?	100%	86%	97%
69	O RA contém o quadro informativo dos investimentos da entidade?	100%	86%	97%
72	Existe no RAI o parecer dos auditores independentes para as demonstrações financeiras/contábeis apresentadas?	100%	93%	97%
73	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Deliberativo com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	100%	93%	97%
75	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Fiscal com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	100%	93%	97%
76	O RAI apresenta o Parecer Atuarial da EFPC?	93%	86%	93%

77	O RAI apresenta o Hipóteses Atuariais da EFPC?	86%	79%	90%
27	A EFPC publica a rentabilidade os investimentos dos planos e perfis disponíveis?	86%	86%	84%
70	O RAI divulga a política de investimento que orienta a alocação dos investimentos da entidade?	86%	79%	83%
26	A entidade publica no website a política de investimentos?	71%	86%	81%
10	Os Relatórios Anuais de Informações dos últimos 5 anos estão disponíveis para consulta?	86%	86%	76%
74	O RAI divulga ata de reunião da Diretoria Executiva sobre a submissão dos demonstrativos financeiros/contábeis da entidade para a Diretoria Deliberativa e Conselho Fiscal?	86%	36%	72%
71	A entidade oferece explicações das práticas de governança da EFPC?	64%	50%	52%
28	A EFPC esclarece quais são os gestores e terceiros que trabalham para a entidade na gestão dos investimentos?	29%	29%	26%
32	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Investimentos?	14%	29%	26%
43	A entidade reporta quaisquer resultados de fiscalização, consultas, pedidos ou orientações do órgão regulador (PREVIC)?	7%	14%	9%
25	A entidade publica no website os seus demonstrativos financeiros?	14%	0%	7%
29	O website da entidade publica os pareceres recentes dos auditores independentes?	7%	0%	5%
30	O website da entidade publica as atas do conselho fiscal ou de suas atividades?	0%	7%	3%
34	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Riscos?	0%	7%	2%
35	A EFPC publica as atas ou atividades dos Conselho Deliberativo?	0%	7%	2%

Elaboração do Autor

10.1.3 Grupo Informações – Subgrupo Instrutivas

O conteúdo instrutivo refere-se às informações pertinentes ao fundo de pensão como forma de aumentar o conhecimento dos participantes e assistidos. São a área de educação financeira, programas de educação financeira, simuladores de benefícios, área de legislação, boletins informativos da entidade, notícias econômicas, missão/valores/visão da entidade, dentre outros.

Um maior número de entidades, com maior eficiência, publicava boletins informativos e notícias (ambas com 71%), divulgava "Quem Somos" (100%) e oferecia explicação da estrutura do *website* (93%). Por outro lado, muitas EFPC, com menor eficiência, ofereciam no *website* de perguntas frequentes (64%), simuladores de benefícios (57%), análise de cenário econômico nos Relatórios Anuais de Informações (57%) e iniciativas de educação financeira nos Relatórios Anuais de Informações (71%).

Ambos grupos de entidades, com maior e menor eficiência, tinham o mesmo percentual de EFPC oferecendo programas de educação financeira (21%) e *links* para *websites* relacionados com as atividades dos fundos de pensão (57%).

Tabela 19 - Percentuais de Respostas Positivas no Subgrupo Instrutivas

Nº	Perguntas	Menos Eficientes	Mais Eficientes	Total Amostra
60	O RAI divulga número de participantes da entidade?	93%	86%	91%
55	O website disponibiliza a explicação de "quem somos"?	64%	100%	90%
46	O website da entidade oferece links para instituições relacionadas com assuntos previdenciários?	57%	57%	67%
57	O website tem a ferramenta de "mapa do site"?	50%	93%	64%

40	O Website publica Boletins Informativos sobre atividades da entidade?	43%	71%	59%
41	O Website publica notícias relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, dentre outros?	36%	71%	57%
39	O Website oferece aos visitantes do website área de "Perguntas Frequentes"?	64%	50%	55%
44	Website disponibiliza simuladores de contribuição ou de benefícios?	57%	43%	55%
62	O RAI tem iniciativas de educação financeira?	71%	36%	53%
61	Existe uma análise do cenário econômico disponível no RA?	57%	36%	50%
36	A entidade tem uma área de educação financeira/previdenciária desenvolvida?	36%	43%	36%
37	A entidade tem um programa de educação financeira estruturado?	21%	21%	31%
47	A entidade oferece links ou a legislação previdenciária para os visitantes do website?	7%	7%	14%
63	A entidade apresenta um relatório de atendimento nos canais de comunicação disponíveis dos participantes no RA?	0%	14%	7%

Elaboração do Autor

10.2 Análise do Grupo Canais de Comunicação

Canais de comunicação estão relacionados com a forma que a EFPC dialoga com o participante ou assistido. Tais instrumentos vão desde as formas mais tradicionais de comunicação, como telefone, *e-mail*, atendimento *on-line* ou formulários digitais tipo “Fale Conosco”, como também mídias eletrônicas como *Youtube*, *Instagram*, *Twitter*, *LinkedIn*, dentre outros. Nesta categoria também foram incluídos o Relatório Anual de Informações e o *website*.

Até 2018, muitas entidades utilizavam empresas de comunicação especializadas para divulgação de informações, tanto do *website*, quanto do Relatório Anual de Informações. O serviço oferecido por essas empresas era padronizado e, portanto, semelhante para todos os fundos de pensão contratantes. No caso dos *websites* das entidades, a página era hospedada em um servidor da empresa terceirizada. De toda a amostra 31% das entidades usavam a mesma empresa de comunicação, e assim, tinham o mesmo formato de *website*. Além disso, a formatação padrão oferecia poucos recursos, que não eram usados adequadamente, na maioria dos casos. De fato, os recursos, como páginas, *links*, disponibilização de documentos ou notícias eram limitados nesses "produtos" padronizados. *Websites* personalizados eram encontrados em 86% dos fundos de pensão de maior eficiência, enquanto 67% do total das entidades da amostra usam esse recurso personalizados ou feitos sob medida. Por outro lado, somente 50% das entidades de menor eficiência usavam *websites* fora do padrão, ou personalizados.

O Relatório Anual de Informações também tinha seu formato padronizado oferecido por empresas de comunicação. Nesse caso, a diagramação dos textos, gráficos, tabelas, fotografias eram iguais, mudando somente o conteúdo referente à instituição previdenciária. Os textos informativos, como, por exemplo, cenário econômico e político eram os mesmos. Em termos de Relatório Anual de Informações, do total de entidades da amostra, 78% optaram por ter seu Relatório Anual de Informações personalizado, não utilizando o padronizado oferecido pelas empresas de comunicação do mercado. Ao mesmo tempo, das instituições com maior eficiência, 100% usavam relatórios feitos sob medida, enquanto somente 43% dos fundos de pensão de menor eficiência usavam relatórios personalizados.

Uma quantidade significativa dos fundos de pensão de maior eficiência oferecia instrumentos de comunicação, como *e-mail* de contato (86%), telefone de contato (100%), ferramenta "Fale Conosco" (71%), os resultados do último processo eleitoral (64%), e endereço físico da entidade (43%). De outra parte, entidades de menor eficiência eram em menor proporção na disponibilização de *e-mail* (50%), comparativamente um pouco menor nos telefones de contato (71%), menor ainda eram a quantidade de entidades que tinham a ferramenta "Fale Conosco" (43%) e também na divulgação do endereço físico (35%). No geral, a amostra total teve os mesmos números que as instituições de menor eficiência.

Um aspecto interessante que sobressaiu nas análises preliminares, foi a utilização das mídias sociais e aplicativos de celular. Muitos dos fundos de maior eficiência utilizavam Aplicativo de Celular - APP, para oferecer informações da entidade (43%) e também usavam *WhatsApp* (36%). Ao contrário, nenhuma entidade de menor eficiência usava a Aplicativo de Celular próprio ou *WhatsApp*. Das mídias sociais, as entidades de maior eficiência usavam *Facebook* (43%), *Youtube* (29%) e *LinkedIn* (29%). As entidades de menor eficiência não usavam nenhuma dessas mídias.

Uma outra característica marcante na análise foram as mensagens, da diretoria ou da superintendência da entidade previdenciária, para os participantes e assistidos, encontradas na quase totalidade dos Relatórios Anuais de Informações (93%) das entidades de maior eficiência, enquanto, nos fundos de pensão de menor eficiência, poucos tinham esse recurso (36%).

Tabela 20 - Percentuais de Respostas Positivas Grupo Canais de Comunicação

Nº	Perguntas	Menos Eficientes	Mais Eficientes	Total Amostra
13	A EFPC disponibiliza um telefone para contato?	71%	100%	78%
58	O RAI - Relatório Anual de Informações da entidade é personalizado para a entidade?	43%	100%	78%
59	A diretoria executiva direciona uma mensagem para os participantes ou assistidos no Relatório Anual de Informações da EFPC?	36%	93%	72%
54	O website oferece uma opção de como fazer a adesão a um plano/perfil da entidade?	57%	71%	71%
16	Existe um sistema de "Fale Conosco" disponível?	43%	71%	67%
38	O website da entidade é personalizado para a entidade?	50%	86%	67%
12	A EFPC disponibiliza um *e-mail* para contato?	50%	86%	59%
14	A EFPC disponibiliza o endereço físico da instituição?	36%	43%	50%

50	A EFPC oferece uma central de atendimento telefônica para o participante/assistido?	21%	21%	31%
18	A EFPC utiliza a mídia social *Facebook*?	7%	43%	28%
24	A EFPC oferece aos participantes um APP para telefone celular?	0%	43%	28%
20	A EFPC utiliza a mídia social *Instagram*?	21%	29%	22%
52	Existe uma área de divulgação do processo eleitoral e seu resultado?	0%	64%	22%
19	A EFPC tem um canal de comunicação no *Youtube*?	0%	29%	21%
45	Entidade realiza eventos com participantes e/ou assistidos?	7%	29%	19%
56	A entidade utiliza de pesquisas de opinião ou enquetes para saber a opinião dos participantes ou assistidos?	14%	21%	19%
42	O Website noticia reuniões com participantes ou assistidos?	7%	21%	17%
15	A EFPC disponibiliza o mapa digital com a sua localização?	21%	7%	10%
23	A EFPC disponibiliza um telefone para o aplicativo *WhatsApp*?	0%	36%	10%
49	A entidade oferece uma *News Letter* para o *e-mail* ou para o telefone celular do participante?	7%	21%	10%
11	Existe a ferramenta digital de "Assistente Virtual" para auxiliar os participantes?	7%	0%	9%
22	A EFPC utiliza a mídia social LinkedIn?	0%	29%	9%
53	A entidade mantém uma galeria de fotos dos eventos realizados?	0%	14%	7%
9	Existe um serviço de Ouvidoria na EFPC?	0%	14%	5%
17	A entidade tem um atendimento *on line* para os visitantes do website?	0%	7%	2%
21	A EFPC utiliza a mídia social *Twitter*?	0%	0%	2%

51	Existe um canal de denúncia para o participante ou assistido?	0%	7%	2%

Elaboração do Autor

10.3 Análise da Carteira de Investimentos

Como visto na Tabela 16, o total de investimentos das EFPC da amostra alcançou cerca de 56 bilhões de Reais no final de 2018. Grande parte desse volume estava aplicado em fundos de investimentos de renda fixa e em carteiras próprias de títulos do governo federal brasileiro, perfazendo 45 bilhões de Reais ou 81% do total. Em uma análise das entidades com maior eficiência nos investimentos e daquelas com menor eficiência no período estudado, observamos uma diferente alocação dos recursos das reservas técnicas das entidades.

Primeiramente a Tabela 21, demonstra a ordem de grandeza dos investimentos das fundações com maior eficiência, os investimentos daquelas com menor eficiência, o total dos investimentos dos fundos de pensão da amostra e o total dos investimentos das EFPC no Brasil em dezembro de 2018.

Tabela 21 - Comparativo do Total de Investimentos Final de 2018

R$ Milhões

	Total Brasil		Total Amostra		Total 25% Mais Eficiênte		Total 25% Menos Eficiênte	
Renda Fixa	635.113	73%	45.315	81%	17.623	82%	6.060	78%
Renda Variável	159.742	18%	4.457	8%	1.246	6%	830	11%
Estruturado	12.613	1%	5.138	9%	1.986	9%	808	10%
Outros	57.724	7%	1.015	2%	565	3%	116	1%
Total	865.192	100%	55.925	100%	21.420	100%	7.814	100%

Elaboração do Autor – ABRAPP Consolidado Estatístico – 2018 / Relatórios Anuais de Informações das EFPC da amostra.

As Tabelas 22 e 23 demonstram as alocações existentes nos fundos de pensão com maior e com menor eficiência nos investimentos entre 2012 e 2018. Observa-se que nos fundos de maior eficiência nas aplicações das reservas técnicas, a evolução percentual da alocação em carteiras próprias de títulos públicos federais cresceu de 32%, em 2012, para 55% em 2018. Em contrapartida, os fundos com menor eficiência, apresentaram uma evolução inferior, terminando no ano de 2018 com 31% de alocação em carteiras próprias de títulos do tesouro.

Esta opção de investimento é representada por títulos do governo brasileiro comprados como investimento dos fundos de pensão. Nas aplicações em fundo de renda fixa, oferecidos pelas administradoras de fundos de investimentos, também há um volume significativo de recursos em papéis públicos que não são considerados como carteira própria na análise elaborada por esta dissertação.

Tabela 22 – Alocação Percentual das EFPC com Maior Eficiência

Em %

	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018
Renda Fixa Títulos Públicos	35%	35%	37%	39%	55%	53%	55%
Renda Fixa	47%	47%	46%	45%	27%	26%	28%
Renda Variável	13%	12%	10%	7%	9%	10%	6%
Estruturado	3%	4%	4%	7%	7%	9%	9%
Outros	2%	2%	2%	3%	2%	3%	3%

Elaboração do Autor

Tabela 23 – Alocação Percentual das EFPC com Menor Eficiência

Em %

	2.012	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018
Renda Fixa Títulos Públicos	24%	26%	30%	33%	40%	38%	31%
Renda Fixa	49%	53%	49%	51%	43%	43%	46%
Renda Variável	15%	15%	11%	7%	6%	8%	11%
Estruturado	11%	4%	7%	7%	9%	9%	10%
Outros	1%	2%	2%	2%	2%	3%	1%

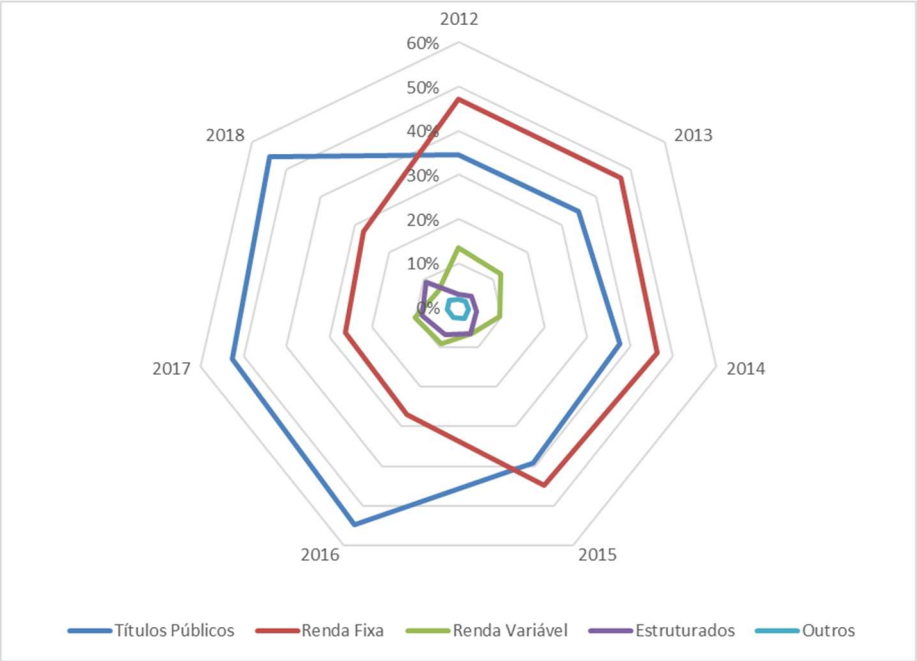
Elaboração do Autor

A alocação de recursos em fundos de investimentos de renda fixa apresentou um decréscimo de 19 pontos percentuais no período estudado nas EFPC de maior eficiência nos investimentos. De outra parte, as fundações com menor eficiência nos investimentos, apresentaram uma manutenção na alocação em fundos de renda fixa na faixa média de 48% nos sete anos de pesquisa.

Já a alocação de recursos na renda variável demonstra claramente que nenhum dos grupos conseguiu captar o bom desempenho da bolsa de valores no triênio 2016 a 2018, quando a rentabilidade das ações alcançou 102,6% em três anos. Ambos os grupos de fundações apresentaram queda na alocação de recursos na renda variável, apresentando uma alocação média de 10% da carteira em sete anos.

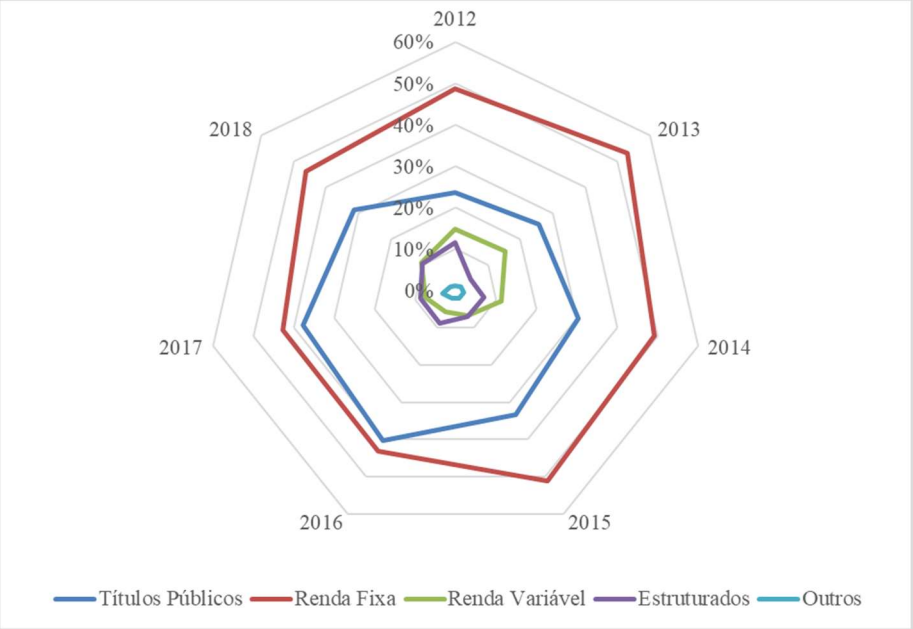
Nos Gráficos 12 e 13, a questão da alocação dos recursos das reservas técnicas dos fundos de pensão fica mais clara. Pode-se inferir que o movimento de destinação de recursos para títulos públicos em carteira própria e o inverso fluxo em aplicações em fundos de investimento de renda fixa, têm uma significância no resultado da rentabilidade dos fundos estudados.

Gráfico 12 – Alocação Percentual de Recursos das EFPC de Maior Eficiência



Elaboração do Autor

Gráfico 13 – Alocação Percentual de Recursos das EFPC de Menor Eficiência



Elaboração do Autor

A alocação dos recursos é uma das determinantes de uma maior eficiência na rentabilidade. Entretanto, a devida e oportuna escolha dos investimentos, como por exemplo que títulos públicos federais comprar ou quaisquer outros ativos, é igualmente importante. Nesse ponto o papel do Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado – AETQ é relevante, uma vez que cabe a ele, com o suporte do comitê de investimentos, quando adotado pela entidade, decidir quais ativos devem ser comprados e em que momento, balizado pela política de investimentos aprovada pelo conselho deliberativo.

Por essa razão, a Resolução nº 19 do Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC, de 2015, exige que o titular do cargo de AETQ, em um fundo de pensão, seja previamente qualificado antes de ocupar a função. Da mesma forma, integrantes do comitê de investimento e os outros colaboradores, que estejam envolvidos diretamente na aplicação dos recursos das reservas técnicas, devem ser igualmente qualificados previamente ao exercício da função, conforme prevê a Resolução nº 19. Os demais dirigentes da entidade têm o prazo de um ano para obtenção do certificado de qualificação que os permite a gestão das EFPC nos conselhos executivo, deliberativo e fiscal.

Percebe-se claramente que órgão regulador tem o propósito que os dirigentes da EFPC tenham a devida qualificação para gerir os recursos garantidores dos planos de benefícios, e em especial, os profissionais que atuam em investimentos. Cabe também aos instituidores e patrocinadores garantir esse mesmo objetivo, provendo as entidades de uma estrutura condizente com a importância institucional das EFPC e seus dirigentes tenham a qualificação melhor e mais aprofundada para gerir o fundo de pensão. Portanto, não basta que a qualificação seja baseada na experiência no mercado financeiro, mas que o conhecimento específico em previdência complementar seja uma obrigatoriedade para os dirigentes e especialmente para os AETQ, traduzindo maior competência na análise, escolha e monitoramento dos ativos para os investimentos das EFPC.

10.4 Análise de Correlação das Variáveis

A distribuição de probabilidade normal é largamente usada para descrever o comportamento de uma variável aleatória contínua. A curva normal retrata com fidelidade: i) processos nas organizações, como por exemplo, quantidade de erros de fabricação de produtos

produzidos em série; ii) análises biométricas, como pressão sanguínea de uma população; ou iii) em medições científicas, tal qual índices pluviométricos (SOUSA, 2019, p. 1; SWEENEY; ANDERSON; WILLIAMS, 2013, p. 249).

Conhecida como função de Gauss ou Gaussiana, foi desenvolvida pelo matemático francês Abraham de Moivre, em 1733, e é retratada por um gráfico em formato de sino. A curva normal pode ser representada pela fórmula:

$$f(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}}\, e^{-(x-\mu)^2/2\,\sigma^2}$$

onde,

μ = média

σ = desvio padrão

π = 3,14159

e = 2,71828

Assim, o primeiro passo na análise estatística foi testar a normalidade da variável quantitativa dependente, determinada como a rentabilidade acumulada nos sete anos da pesquisa. Para isso foi aplicado o Teste de Anderson-Darling na variável Rentabilidade Acumulada com as seguintes características:

Hipóteses:

H_0: a distribuição da amostra segue uma curva normal;

H_1: a distribuição da amostra não segue uma curva normal.

n = 58 (tamanho da amostra)

μ = 1,0220 (média de x)

σ = 0,1097 (desvio padrão amostral)

Significância = 0,05

Valor Crítico = 0,735 para tamanho de amostras de 50-100

AD Calculado = 0,1831 (resultado do teste Anderson-Darling Calculado)

AD* = 0,1856 (resultado do teste Anderson Darling Asterisco)

Neste caso, não há evidências estatísticas para rejeitar H_0, ou seja, os dados amostrais seguem uma curva normal, uma vez que os cálculos obtidos são menores que o valor crítico para a significância indicada de 0,05 e para o tamanho da amostra.

Depois de certificada a normalidade da variável dependente, foram calculados os coeficientes individuais de correlação entre cada uma das variáveis independentes, representadas nas perguntas listadas, com o objetivo de medir o tamanho da sua correlação com a variável dependente. A fórmula para o cálculo do coeficiente de correlação para dados amostrais é:

$$r_{xy} = \frac{S_{xy}}{S_x \,.\, S_y}$$

onde,

r = coeficiente de correlação amostral

S_{xy} = covariância amostral

S_x = desvio padrão amostral de x

S_y = desvio padrão amostral de y

O coeficiente de correlação varia de -1 a +1. Quando o coeficiente se aproxima de 1, demonstra uma relação linear forte. Quando negativa, denota que a reta linear que mais se aproxima do conjunto dos pontos é negativamente inclinada, refletindo a situação onde quanto maior y, menor o x. Por outro lado, quando positiva, a reta linear está inclinada positivamente, expressando que quanto maior y, maior x.

Os resultados da pesquisa para todas as perguntas listadas estão apresentados no Anexo 3. Na Tabela 24, temos as dez variáveis independentes de maior correlação com a variável dependente.

Tabela 24 - As Dez Maiores Correlações com a Rentabilidade Acumulada

Nº	Perguntas	Correlação	Grupo
52	Existe uma área de divulgação do processo eleitoral e seu resultado?	0,5190	Comunicação
23	A EFPC disponibiliza um telefone para o aplicativo *WhatsApp*?	0,4362	Comunicação
58	O RAI - Relatório Anual de Informações da entidade é personalizado para a entidade?	0,3968	Comunicação
59	A diretoria executiva direciona uma mensagem para os participantes ou assistidos no Relatório Anual de Informações da EFPC?	0,3865	Comunicação
22	A EFPC utiliza a mídia social LinkedIn?	0,3330	Comunicação
24	A EFPC oferece aos participantes um APP para telefone celular?	0,3299	Comunicação
55	O website disponibiliza a explicação de "quem somos"?	0,3069	Informação
18	A EFPC utiliza a mídia social *Facebook*?	0,2942	Comunicação
41	O Website publica notícias relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, dentre outros?	0,2914	Informação
38	O website da entidade é personalizado para a entidade?	0,2897	Comunicação

Elaboração do Autor

Observa-se que os coeficientes de correlação indicam uma correlação linear positiva, porém fraca. Somente no caso da pergunta 52, referente à divulgação do processo eleitoral, o coeficiente ficou acima de 0,50, de onde começaria a percepção de uma maior correlação. Independente da força, a indicação é de que existe a associação e aponta para uma inclinação positiva da reta linear.

Por outro lado, uma interessante informação é de que as questões, elencadas entre as dez maiores correlações, oito pertencem ao grupo de Comunicação: divulgação do último processo eleitoral, *WhatsApp*, Relatório Anual de Informações personalizado, mensagem da diretoria executiva no RA, LinkedIn, APP aplicativo para celular da entidade e *Facebook*. Duas outras questões estão relacionadas ao grupo de Informações que a entidade disponibiliza, referentes à “Quem Somos” e outro referente ao oferecimento de notícias sobre a entidade, os participantes, as aposentadorias, a economia, a política, dentre outros assuntos.

No final da lista, ordenada do maior para o menor valor, estão as questões com as menores correlações. Desse lado, todas as perguntas são do grupo de Informações, como parecer de auditores independentes, atas de reuniões dos conselhos deliberativo e fiscal, regulamento de planos e perfis, divulgação de práticas de governança no RA, disponibilização de simuladores, parecer atuarial, existência de área de legislação previdenciária no *website*, *links* para outros *websites* relacionados com a gestão da entidade e rentabilidade dos planos e perfis disponíveis.

Tabela 25 - As Dez Menores Correlações com a Rentabilidade Acumulada

Nº	Perguntas	Correlação	Grupo
72	Existe no RAI o parecer dos auditores independentes para as demonstrações financeiras/contábeis apresentadas no RA?	0,0318	Informação
73	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Deliberativo com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	0,0318	Informação
75	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Fiscal com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	0,0318	Informação
7	A entidade dispõe o regulamento dos planos e perfis para os participantes?	0,0248	Informação
71	A entidade oferece explicações das práticas de governança da EFPC?	0,0221	Informação
44	Website disponibiliza simuladores de contribuição ou de benefícios?	0,0179	Informação
76	O RAI apresenta o Parecer Atuarial da EFPC?	0,0141	Informação
46	A entidade oferece links ou a legislação previdenciária para os visitantes do website?	0,0133	Informação
45	O website da entidade oferece links para instituições relacionadas com assuntos previdenciários?	0,0088	Informação
27	A EFPC publica a rentabilidade os investimentos dos planos e perfis disponíveis?	0,0070	Informação

Elaboração do Autor

12. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação procura investigar existência de correlações entre as informações publicadas e canais de comunicação utilizados com a rentabilidade dos fundos de pensão em uma amostra selecionada de entidades. São informações disponíveis no *website* e nos Relatórios Anuais de Informações, como por exemplo a missão, a visão e os valores, demonstrativos financeiros, atas dos conselhos diretivo e fiscal, regulamento, regimento interno, estatuto, dentre outras informações que servem para mostrar a organização e a governança da entidade. A comunicação com os participantes e assistidos objetiva transmitir a informação gerada pela entidade para a sociedade em geral e para os participantes e assistidos em particular. Serve também como interlocução do fundo de pensão com as pessoas que escolheram um plano de benefícios oferecido pela entidade, com a finalidade de complemento à aposentadoria oficial, tanto aquelas pessoas que estão na fase de formação de poupança, quanto aquelas que já desfrutam das economias efetuadas no período laboral de suas vidas. Além das formas de comunicação disponíveis no RAI e no *website*, foram incluídas o emprego de mídias sociais pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC.

Pelo aspecto de informação, não é possível aceitar a Hipótese 1, pois não há evidencias estatísticas suficientes de que existam correlações significativas entre as variáveis do Grupo de Informações com a rentabilidade dos investimentos, exceto nas variáveis das perguntas de número 41 e 55. A Tabela 26 apresenta a perguntas citadas de suas explicações.

Tabela 26 - Variáveis de Informação com Maior Coeficiente de Correlação

Nº	Perguntas	Explicação
41	O *Website* publica notícias relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, dentre outros?	Notícias gerais relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, ou outro assunto, sem apreciação do conteúdo.
55	O *website* disponibiliza a explicação de "quem somos"?	Explicação sobre a identidade da entidade, com dados da origem e histórico da EFPC.

Elaboração do Autor

As correlações entre as duas variáveis independentes da Tabela 26 e a variável dependente rentabilidade, não são significativamente fortes, mas foram listadas entre as dez mais altas correlações da pesquisa. Contudo, na análise comparativa realizada entre as 25% entidades de maior eficiência e as 25% entidades de menor eficiência nos investimentos dos recurso garantidores dos planos de benefícios, é possível verificar que as entidades com maior eficiência enfatizavam os seus aspectos estruturais, disponibilizando o estatuto e o regulamento da entidade, material explicativo sobre os planos e os perfis, divulgavam sua estrutura organizacional. Realçavam também aspectos de prestação de contas e informativos, como por exemplo, demonstrativos financeiros e contábeis, pareceres de auditoria e atas de reunião dos conselhos dirigentes da entidade. Essas características discutidas no Capítulo 10 estão presentes, em essência, nas perguntas 41 e 55.

Pela perspectiva da comunicação, pode-se aceitar a Hipótese 2, pois há evidências estatísticas suficientes de que variáveis do Grupo de Comunicação apresentam uma correlação linear positiva com a rentabilidade dos investimentos dos fundos de pensão. Dentre as variáveis listadas do Grupo de Comunicação de maior coeficiente de correlação, temos as seguintes perguntas e suas explicações:

Tabela 27 - Variáveis de Comunicação com Maior Coeficiente de Correlação

Nº	Perguntas	Explicação
18	A EFPC utiliza a mídia social *Facebook*?	Utilização da mídia social *Facebook*.
22	A EFPC utiliza a mídia social *LinkedIn*?	Utilização da mídia social *LinkedIn*.
23	A EFPC disponibiliza um telefone para o aplicativo *WhatsApp*?	Utilização o aplicativo de trocas de mensagens *WhatsApp*.
24	A EFPC oferece aos participantes um APP para telefone celular?	Existência de aplicativo de celulares próprio da EFPC.
38	O *Website* da entidade é personalizado para a entidade?	Construção e concepção do *website* é personalizada para a entidade e assim superior ao padrão básico oferecido no mercado de comunicação visual.
52	Existe uma área de divulgação do processo eleitoral e seu resultado?	Espaço dedicado o expediente, a explicação e a divulgação do processo eleitoral e do seu resultado do apontamento dos representantes titulares e suplentes.

58	O RAI - Relatório Anual de Informações da entidade é personalizado para a entidade?	Construção e concepção do Relatório Anual de Informações é personalizado para a entidade e assim superior ao padrão básico oferecido no mercado de comunicação visual.
59	A diretoria executiva direciona uma mensagem para os participantes ou assistidos no Relatório Anual de Informações da EFPC?	Mensagem da diretoria de análise dos acontecimentos relacionados com a entidade e seus planos/perfis.

Elaboração do Autor

Nesta pesquisa, foi apontada uma ênfase na correlação entre as mídias sociais e a rentabilidade acumulada no período de 2012 a 2018. Instrumentos como *Facebook*, *LinkedIn*, *WhatsApp* e aplicativo para celulares próprio da entidade, foram os que tiveram maiores correlações lineares. Outro ponto interessante foi a adoção de instrumentos, Relatório Anual de Informações – RAI e a da programação visual do *website* personalizado e assim superiores ao padrão oferecido pelas empresas de comunicação visual do mercado. Definitivamente essa postura demonstra a preocupação, por parte das entidades, de tratar a comunicação de forma personalizada e adaptada às particularidades dos seus participantes e assistidos.

Corroborando com essa constatação, a análise comparativa efetuada neste estudo, no item Grupo Comunicação, demonstra que a grande maioria das EFPC de maior eficiência utilizaram a comunicação de forma mais intensiva. São exemplos desse uso: telefones para contato, *e-mails*, mensagens da diretoria executiva, eventos com participantes, central telefônica, ferramenta "Fale Conosco", dentre outros.

Sob outra perspectiva, uma análise das carteiras de investimento das entidades de maior e de menor eficiência nas aplicações das reservas técnicas das EFPC, demonstrou diferentes alocações de ativos entre os dois grupos. Fundos de pensão com maior eficiência aumentaram a alocação de recursos em carteiras próprias de títulos públicos federais no período de estudo. Por outro lado, as entidades de menor eficiência não fizeram o mesmo movimento com a mesma intensidade.

Somente a decisão de desinvestir em fundos de investimento de renda fixa para montar ou aumentar uma carteira própria de títulos do tesouro nacional brasileiro teve um efeito significativo na rentabilidade acumulada das entidades. Também, é preciso saber o momento de fazer isso e quais instrumentos, daqueles que o tesouro oferece, são indicados na composição dos investimentos de uma EFPC. O Tesouro Nacional oferecia, no período do estudo, uma gama

de títulos pré-fixados e pós-fixados, outros tantos indexados à inflação ou ao câmbio, em prazos que poderiam alcançar meados do século XXI.

A habilidade de escolher os instrumentos corretos e o momento mais apropriado para investimento ou desinvestimento em um ativo é a função do Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado – AETQ. A qualificação desse indivíduo, já discutida neste trabalho, mostra-se crítica no resultado dos investimentos das reservas técnicas do fundo de pensão. A qualificação de outros colaboradores ligados às atividades de aplicações dos recursos e a governança do fundo também apresentam um importante papel no desempenho das aplicações. Por conta disso, gestores dos fundos de pensão devem profissionalizar estruturas e buscar aprimorar a competência do AETQ e de pessoas envolvidas nos processos de investimentos.

Também foi destacado neste estudo que existem muitas características específicas dos fundos de pensão fechados de previdência complementar. Quaisquer entidades, que busquem excelência na governança de sua instituição, devem procurar uma melhor atuação por intermédio da profissionalização e do desenvolvimento dos colaboradores que atuam na gestão da entidade. A formação desses profissionais deve ser estendida para além do que a regulação exige ou das qualificações por experiência generalizadas, aceitas como capacitadoras para o exercício da gestão de entidades previdenciárias. Somente a constante atualização e formação de profissionais especializados em previdência pode elevar a eficiência da governança das EFPC.

13. RECOMENDAÇÕES

As informações disponibilizadas para os participantes e assistidos são de cunho técnico. São demonstrativos financeiros, pareceres de auditores, parâmetros atuariais, análises de investimentos e riscos, legislação previdenciária, dentre outros, que exigem um conhecimento prévio do assunto para uma completa compreensão.

Durante as investigações deste estudo, foram encontradas diversas formas de se apresentar a informação, entretanto pouca preocupação em adequar esse conjunto de dados em uma forma compreensível para o público que se espera atingir. Não se ofereceu um encadeamento ou interligação entre a educação financeira e as informações disponíveis. As EFPC focavam, a educação financeira oferecida nos *websites,* no ensino de temas como formação de uma poupança, como ordenar o fluxo de caixa doméstico ou como organizar finanças pessoais, entretanto não davam espaço para temas que levasse a uma tradução dos termos técnicos e suas implicações para as decisões previdenciárias dos participantes e assistidos. Recomenda-se, nesse caso, incluir um rol de conteúdos previdenciários e de interpretação das informações disponibilizadas, em uma linguagem acessível ao indivíduo que escolheu um plano de benefícios oferecido.

No mesmo tópico, observou-se que algumas das entidades estudadas ofereciam programas de educação financeira estruturados, sendo alguns próprios e outros terceirizados, e que tinham a qualidade de seguirem uma linha pedagógica nos temas de finanças pessoais e previdenciárias. Essa linha de educação seria a mais recomendada por ter uma organização didática e evolutiva que poderia levar à transformação da informação em conhecimento para aquelas pessoas que se dedicassem ao programa.

Ainda houve, dentre as instituições de fundos de pensão da amostra, a concepção de que as informações da EFPC seriam de cunho restrito aos participantes daquele plano de benefícios. O interesse na entidade vai além das pessoas circunscritas naquela organização previdenciária. Baseados na Teoria das Partes Interessadas, podemos inferir que uma EFPC influencia um grupo de pessoas, outros fundos de pensão, organizações e comunidades locais, regionais e nacionais internacionais, de forma que restringir a divulgação de informações é desconstruir o conhecimento, impedir comparações e dificultar o crescimento da própria indústria de fundos

de pensão. Nesse caso, a proposta é a determinação, de uma divulgação de informações, de dados, dos resultados e de políticas de forma transparente para a sociedade em geral, além de somente para participantes e assistidos de um determinado plano de benefícios.

Em linha com esse espírito o Conselho Nacional da Previdência Complementar – CNPC publicou a Resolução nº 32, em 2019, determinando quais informações deveriam ser publicadas no Relatório Anual de Informações – RAI e no website, de forma a dar transparência à governança do fundo de pensão e de seus resultados. Conforme comentado no Capítulo 6, item 5, a Resolução nº 32 do CNPC deverá ter suas determinações implementadas pelas EFPC até o final de 2020.

Canais digitais de comunicação são ferramentas úteis para uma rápida interlocução com participantes e assistidos. Nem por isso a importância da qualidade da informação fica menor. Foram encontradas correlações entre esses meios de comunicação e a rentabilidade dos investimentos dos fundos de pensão da amostra no período estudado, entretanto recomenda-se um agrupamento de informações que sejam corretas, pertinentes e oportunas para quem as recebe. Somente a utilização de mídias sociais e meios eletrônicos não garante quer a rentabilidade da EFPC será superior.

Da mesma forma, observou-se que Relatórios Anuais de Informações e *websites* personalizados foram encontrados na grande maioria dos fundos de pensão de melhor eficiência. A indicação aqui é de que a particularização dessas ferramentas é recomendada para melhor refletir aspectos diferenciados de cada instituição. Basta ver que as mensagens da diretoria para participantes e assistidos, referentes ao exercício fiscal da entidade, estão presentes na quase totalidade das entidades de maior eficiência, mostrando uma preocupação a divulgação das ações de gestão do fundo de pensão.

Observações empíricas da estrutura dos fundos de pensão, particularmente do tipo de entidade fechada de previdência complementar da amostra, apontam para uma utilização compartilhada, de funcionários da patrocinadora, como dirigentes dos fundos previdenciários oferecidos aos empregados da empresa. Dessas observações, pode-se depreender que: i) esses funcionários dividem o tempo, dedicado às funções primárias decorrentes das suas responsabilidades na empresa patrocinadora, com as atividades do fundo de pensão dos

empregados; ii) a especialização ou formação do funcionário que atua nas duas instituições é originalmente ligada a atividade da patrocinadora; e iii) o treinamento e desenvolvimento dos funcionários penderá para o lado primário de sua carreira profissional, seja no âmbito financeiro ou na questão do tempo empregado na formação educacional. Considerando essa situação, recomenda-se a profissionalização da estrutura de gestão do fundo de pensão, de forma que as pessoas possam se dedicar integralmente à administração da entidade, principalmente daqueles envolvidos diretamente em atividades do processo de decisão, da identificação, da contratação, do monitoramento de investimentos e identificação de seus riscos.

Uma última recomendação é que as EFPC tenham uma gestão dos processos em tempo real, ao contrário do que se encontra nas práticas dos fundos de pensão, iguais àquelas entidades selecionadas para a amostra, que atuam em base no calendário de reuniões dos conselheiros deliberativos e executivos. Como já foi apontado, não há tempo de resposta apropriado quando se gere uma entidade por meio de reuniões mensais, bimestrais ou qualquer outra frequência. Em uma atividade financeira, como em tantas outras atividades, a interconectividade global é de tal magnitude que não é possível analisar, mensurar os riscos associados e decidir sobre oportunidades que surgem, se a EFPC não tiver uma gestão de processos em tempo real.

Os próximos passos de pesquisa, para o tema e para os dados examinados, encontram-se em uma investigação do quanto as variáveis independentes em conjunto explicam a rentabilidade acumulada das EFPC. Em que pese que as correlações não apresentaram valores significativamente altos para serem consideradas fortes, constatou-se uma correlação linear positiva entre as variáveis independentes e a dependente que demanda aprofundamento da pesquisa.

Além disso, este estudo limitou-se a esmiuçar dois aspectos da governança, transparência e prestação de contas, por meio da informação oferecida e dos meios de comunicação utilizados, sendo que existem outros tópicos de igual importância que merecem serem particularizados, especialmente em organizações de tamanha relevância como as previdenciárias, tanto para a economia brasileira quanto no âmbito econômico internacional.

Esta dissertação deu um primeiro passo na investigação dos aspectos de governança em fundos de pensão, mas não esgota todas as possibilidades de estudo do tema.

REFERÊNCIAS

ABRAPP. EFPCs 30 anos Os desafios para o desenvolvimento do sistema. **Revista Fundos de Pensão**, p. 31–35, ago. 2007.

ABREU, D. B. DE. **A Previdência Social como instrumento de intervenção do Estado brasileiro na economia**. São Paulo - SP, Brasil: Tese de Doutorado - Universidade de São Paulo, 2016.

AFONSO, L. E. **Previdência Social e Fundos de Pensão**. São Paulo - SP, Brasil: FUNENSEG, 1996.

AGÊNCIA GLOBO. **Entenda o histórico de problemas do fundo de pensão dos Correios , o Postalis**. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Brasil/noticia/2018/04/entenda-o-historico-de-problemas-do-fundo-de-pensao-dos-correios-o-postalis.html>. Acesso em: 23 abr. 2020.

BAIMA, F. R. **Análise de Desempenho dos Investimentos dos Fundos de Pensão no Brasil**Florianópolis - SC, 1998.

BAIMA, F. R.; COSTA JR, N. C. A. Carteira benchmark para avaliação de desempenho de fundos de pensão. **Revista de Economica e Administração**, v. 9, n. 1, p. 102–121, 2010.

BCB. RESOLUÇÃO Nº 460. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Sisbacen, 1978. p. 135–139.

BCB. Resolução nº 1.721 do BCB, de 27 de junho de 1990. Estabelece condições para aquisição dos certificados de privatização de que trata a Lei nº. 8.018. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: [s.n.].

BCB. Resolução nº 2.109, de 20 de Setembro de 1994. Altera e consolida as normas que regulamentam as aplicações dos recursos das entidades fechadas de previdência privada. In: **Diário Oficial da União**. [s.l: s.n.].

BCB. 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. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Edição nº 185 28/09/2009, 2009. p. 39–41.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation & Private Property**. New York, USA: Routledge, 1932.

BODIE, Z.; SIEGEL, L. B.; SULLIVAN, R. N. **The Future of Life-Cycle Saving and Investing: The Retirement Phase**. [s.l.] Research Foundation of CFA Institute, 2008.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. DE B. Aspectos de governança corporativa

moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111–148, 2005.

BRASIL. Decreto nº 4.682, de 24 de janeiro de 1923. Crea, em cada uma das emprezas de estradas de ferro existentes no paiz, uma caixa de aposentadoria e pensões para os respectivos empregados. In: **Diário Oficial da União**. Rio de Janeiro, Brasil: Coleção de Leis do Brasil - 1923, 1923. p. 126-Vol 1.

BRASIL. Decreto nº 5.109, de 20 de dezembro de 1926. Estende o regimen do decreto legislativo n. 4.682, de 24 de janeiro de 1923, a outras emprezas. In: **Diário Oficial da União**. Rio de Janeiro, Brasil: Seção 1 - 30/12/1926, 1926. p. 24133.

BRASIL. Decreto Nº 22.626, de 7 de abril de 1933 - Dispõe sôbre os juros dos contratos e dá outras providências. In: **Diario Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - Página 6995, 1933. p. 12–13.

BRASIL. Lei 4.357, de 16 de julho de 1964 - Autoriza a emissão de Obrigações do Tesouro Nacional, altera a legislação do imposto sobre a renda, e dá outras providências. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 17/7/1964, 1964a. p. 6377.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 - Dispõe sôbre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. In: **Diario Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - Suplemento - 31/12/1964, 1964b. p. 28.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de Julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 16/7/1965, 1965. p. 6697.

BRASIL. Decreto-Lei Nº 72, de 21 de novembro de 1966. Unifca os Institutos de Aposentadoria e Pensões e cria o Instituto Nacional de Previdência Social. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 22/11/1966, 1966. p. 13523.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 - Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 9/12/1976, 1976a. p. 16037.

BRASIL. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976 - Lei das Sociedades por Ações. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - Suplemento - 17/12/1976, 1976b. p. 1.

BRASIL. Lei nº 6.439, de 1º de setembro de 1977. Institui o Sistema Nacional de Previdência e Assistência Social e dá outras providências. In: **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, Brasil: Seção 1 - 2/9/1977, 1977. p. 11617.

BRASIL. Decreto-Lei nº 2.288 , de 23 de Julho de 1986. Cria o Fundo Nacional de Desenvolvimento, institui empréstimo compulsório para absorção temporária de excesso de poder aquisitivo e dá outras providências. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 24/7/1986, 1986. p. 10965.

BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 De Abril de 1990. Cria o Programa Nacional de Desestatização, e dá outras providências. In: **Diário Congresso Nacional**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 13/4/1990, 1990. p. 7103.

BRASIL. Emenda Constitucional nº 20, de 16 de dezembro de 1998. Modifica o sistema de previdência social, estabelece normas de transição e dá outras providências. In: **Diário Congresso Nacional**. Brasília - DF, Brasil: 16/12/1998, 1998. p. 16337.

BRASIL. Lei Complementar nº 109, de 29 de Maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - Eletrônico - 30/5/2001, Página 3, 2001a. p. 29.

BRASIL. Lei Complementar nº 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 fec. In: **Diário Oficial da União**. Brasília, Brasil: Seção 1 - Eletrônico - 30/5/2001, Página 1, 2001b. p. 1–37.

BRASIL. Lei Nº 12.154, de 23 de dezembro de 2009. Cria a Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC e dispõe sobre o seu pessoal; inclui a Câmara de Recursos da Previdência Complementar na estrutura básica do Ministério da Previdência Social; In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - Edição Extra - 23/12/2009, Página 1, 2009. p. 1–26.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.** Brasília, DF, Brasil: Congresso Nacional, 2017.

BRASIL. Emenda Constitucional Nº 103, De 12 De Novembro De 2019. In: **Diario Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 13/11/2019, 2019. p. 17.

CADBURY, A. **The Financial Aspects of Corporate Governance** (Professional Publishing Ltd, Ed.)Londres, Inglaterra, 1992. Disponível em: <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf>

CÂMARA DOS DEPUTADOS. Relatório Final CPI - Fundos De Pensão - Câmera dos Deputados -. In: Brasília - DF: [s.n.]. p. 859.

CAMARANO, A. A; KANSO, S. Perspectivas de crescimento para a população

brasileira: velhos e novos resultados. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**, v. 1, p. 33, 2009.

CAMARANO, A. A.; KANSO, S.; FERNANDES, D. **Novo regime demográfico: uma nova relação entre população e desenvolvimento?Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**Rio de Janeiro - RJ, Brasil, 2014. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br>

CESIT. **Previdência Social: como incluir os excluídos?** Carta Social e do Trabalho. Campinas - SP: CESIT, 2007. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/cesit>. Acesso em: 10 out. 2019.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. Corporate governance and firm value: The impact of the 2002 governance rules. **Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1789–1825, 2007.

CLARK, G. L.; URWIN, R. Best-practice pension fund governance. **Journal of Asset Management**, v. 9, n. 1, p. 1–22, 2007.

CMN. 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. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1, p. 22-24, 2018. p. 1–17.

CNPC. Resolução nº 32, de 04 de dezembro de 2019. 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 previdenciári. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção: 1 - pag 18, 2020. p. 1–6.

COELHO, N. N. A.; CAMARGOS, M. A. DE. Investimentos em previdência privada fechada : uma análise comparativa com outras opções de aplicações financeiras no Brasil. **Contextus Revista Contemporânea de economia e Gestão**, v. 10, n. 2, p. 7–24, 2012.

CORTÊ, B.; BRANDÃO, V. Longevidade Avançada - A reinvenção do tempo. **Revista Kairós - Gerontologia**, v. 21, n. 2018, p. 213–241, 2018.

COSTANZI, R. N. **Análise da Situação Financeira da Previdência em 2019Informações Fipe**São Paulo - SP, BrasilFUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS, , 2020.

CVM. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3ª ed. Rio de Janeiro - RJ, Brasil: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

DANTAS, E. DE A. **Envelhecimento da população e seguridade social**. Brasília - DF, Brasil: Ministério da Fazenda - Secretaria de Previdência, 2018.

DAVIS, J. H.; SCHOORMAN, D. F.; DONALDSON, L. Toward a Stewardship Theory

of Management. **Academy of Management Review**, v. 22, n. 1, p. 20–47, 1997.

DODD, E. M. For Whom are Corporate Managers Trustees? **Harvard Law Review**, v. XLV, n. 7, p. 1145–1163, 1932.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. **The Academy of Management Review**, n. 1, p. 65–91, 1995.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57–74, 1989.

FAMA, E. F. et al. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.

FIORI, L. O Nó cego do Desenvolvimentismo Brasileiro. **Novos Estudos CEBRAP**, n. 40, p. 125–144, 1994.

FREEMAN, R. E. **Strategic Management: A Stakeholder Approach**. Indianapolis: Pitman, 1984.

FRIEDMAN, A.; MILES, S. History and the nature of stakeholder theorizing. **Stakeholders: Theory and Practices**, p. 19–36, 2006.

FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **The New York Times Magazine**, p. 6, set. 1970.

HESS, D.; IMPAVIDO, G. Governance of Public Pension Funds : Lessons from Corporate Governance and International Evidence. **Public Pension Fund Management**, p. 49–90, 2004.

IBGC. **Uma Década de Governança Corporativa: história do IBGC, marcos da governança e lições da experiência**. 2ª Reimpre ed. São Paulo - SP, Brasil: Saraiva, 2012.

IBGE. **Tábuas Completas de Mortalidade por sexo e idade, para o Brasil, para o ano de 2017Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <ftp://ftp.ibge.gov.br/Tabuas_Completas_de_Mortalidade/Tabuas_Completas_de_Mortalidade_2017/tabua_de_mortalidade_2017_analise.pdf>.

IBGE. **Anuário Estatístico do Brasil - 2018**. Rio de Janeiro - RJ: IBGE, 2018b. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/biblioteca-catalogo?id=720&view=detalhes>. Acesso em: 30 set. 2019.

IOPS. **Supervisory Oversight of Pension Fund GovernanceIOPS - International Organisation of Pension Supervisors**, 2008. Disponível em: <http:/www.iopsweb.org%0AIOPS>

JARDIM, M. A. C. **Entre a Solidariedade e o risco: Sindicatos e fundos de pensão em tempos de governo Lula**. São Carlos - SP: Tese de Doutorado - Universidade Federal de São Carlos, 2007.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. **The Economic Nature of the Firm: A Reader, Third Edition**, v. 3, n. 4, p. 1–78, 1976.

KÜCHEMANN, B. A. Envelhecimento populacional, cuidado e cidadania: velhos dilemas e novos desafios. **Revista Sociedade e Estado**, v. 27, n. 1, p. 165–180, 2012.

LEITE, C. B.; VELLOSO, L. P. **Previdência Social**. Rio de Janeiro - RJ, Brasil: Zahar, 1963.

LUCA, T. R. DE. **O Sonho Assegurado (O Mutualismo em São Paulo)**. São Paulo - SP, Brasil: Contexto, 1990.

MALAN, P.; CERQUEIRA, C. A. **Dívida Externa Brasileira**. Brasília - DF, Brasil: Banco Central do Brasil, 2003.

MÁXIMO, W. **Entenda as principais mudanças com aprovação da reforma da Previdência**. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2019-10/entenda-principais-mudancas-com-aprovacao-da-reforma-da-previdencia>. Acesso em: 20 maio. 2020.

MCKINSEY. **Investor Opinion Survey**, 2000. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/1922101.pdf>. Acesso em: 20 fev. 2020

MEDEIROS, M. **A Trajetória do Welfare State no Brasil: Papel Redistributivo das Políticas Sociais dos Anos 1930 aos Anos 1990**. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4106>. Acesso em: 10 dez. 2018.

MODIGLIANI, F.; BRUMBERG, R. Utility Analysis and the Consuption Function: an Interpretation of Cross-Section Data. In: **The Collected Papers of Franco Modigliani**. [s.l.] The MIT Press, Cambridge, Mass., 1958. p. 3–45.

MPS/CGPC. Resolução MPS/CGPC Nº 13, de 01 de Outubro de 2004. Republicado no DOU de 07/10/2004 Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar - EFPC. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - pág. 52, 2004. p. 4–7.

MPS/CGPC. Resolução CGPC nº 23, 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. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: [s.n.]. p. 1–4.

MPS/CGPC. RESOLUÇÃO CGPC Nº. 28, DE 26 DE JANEIRO DE 2009. Dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 09/02/2009, 2009a. p. 44–49.

MPS/CGPC. Recomendação MPS/CGPC Nº02 de 27 de abril de 2009 - Dispõe sobre a adoção da Supervisão Baseada em Risco (SBR) no âmbito da Secretaria de Previdência Complementar em relação à supervisão das entidades fechadas de previdência complementar e dos planos de b. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: Seção 1 - 27/04/2009, 2009b. p. 30.

OCDE. **Principles of Corporate Governance**, 1999. Disponível em: <https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En>

OCDE. **Pensions at a Glance 2007: Public Polices Across OECD Countries**. Paris: OECD Publising, 2007. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org>. Acesso em: 1 set. 2019.

OCDE. **Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries**. Paris: OECD, 2011. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/>. Acesso em: 1 set. 2019.

OCDE. **Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 Indicators.**ParisOECD, , 2017. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org/>. Acesso em: 1 set. 2019

OCDE. **Pensions at a Glance 2019: OECD And G20 Indicators**, 2019a. Disponível em: <https://www.oecd-ilibrary.org>. Acesso em: 15 abr. 2020

OCDE. **Funded Pension Statistics-Website**, 2019b. Disponível em: <https://stats.oecd.org/>. Acesso em: 17 abr. 2020

OCDE. **Pension Markets In Focus 2019-**OECD Publising, , 2019c. Disponível em: <www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm>

OLIVEIRA, D. DE P. R. DE. **Governança Corporativa na Prática** (Editora Atlas, Ed.)São Paulo - SP, Brasil, 2015.

OLIVEIRA, J. A. DE A.; TEIXEIRA, S. M. F. **(Im) Previdência Social 60 anos de história da Previdência no Brasil**. Petrópolis - RJ, Brasil: Vozes, 1986.

PAULANI, L. M. **A Inserção da Economia Brasileira no Cenário Mundial: Uma Reflexão sobre a Situação Aqual à Luz da História**. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/4554>. Acesso em: 15 jan. 2019.

PEREIRA, F.; MIRANDA, R. B.; SILVA, M. M. **Os Fundos de Pensão como Geradores de Poupança Interna**. Disponível em: <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/2042>. Acesso em: 15 dez. 2018.

PINHEIRO, A. C.; GIAMBIAGI, F. Os Antecedentes Macroeconômicos e a Estrutura Institucional da Privatização no Brasil. In: PINHEIRO, A. C.; FUKASAKU, K. (Eds.). . **A Privatização no Brasil: o caso dos serviços de utilidade pública**. Brasília - DF, Brasil: OCDE / BNDES, 2000. p. 370.

PINHEIRO, R. P. **A Demografia dos Fundos de Pensão**. Brasília - DF, Brasil: Ministério da Previdência Social, 2007. v. 24

PREVIC. Instrução nº 5, 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. In: **Diário Oficial da União**. Brasília - DF, Brasil: [s.n.]. p. 66–67.

PREVIC. Portaria nº 692 - de 6 de Julho de 2017. Regulamenta o funcionamento do Comitê Estratégico de Supervisão (COES). In: **Diário Oficial da União**. [s.l: s.n.]. p. 31–32.

PREVIC. **Relatório Gerencial de Previdência ComplementarSuperintendência Nacional de Previdência Complementar**. Brasília - DF: [s.n.].

PREVIC. **Relato Integrado 2019.**Brasília - DF, 2019b. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/>. Acesso em: 15 abr. 2020

PREVIC. **Supervisão Prudencial**. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/supervisao-das-entidades>. Acesso em: 15 abr. 2020c.

REY-ARES, L.; FERNÁNDEZ-LÓPEZ, S.; VIVEL-BÚA, M. The Influence of Social Models on Retirement Savings: Evidence for European Countries. **Social Indicators Research**, v. 136, n. 1, p. 247–268, 2018.

RIBEIRO NETO, R. M.; FAMÁ, R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro — o novo mercado. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 1, p. 29–38, 2002.

RIOS-NETO, E. L. G. Questões emergentes na análise demográfica: o caso brasileiro. **Revista Brasileira de Estudos de População**, p. 371–408, 2005.

RUSSELL-WOOD, A. J. R. **Fidalgos and Philanthropists - The Santa Casa da**

Misericórdia of Bahia, 1550 - 1755. London, United Kingdon: MacMillan And Co Ltd., 1968.

SAMBORSKI, A. **Pension fund governance: The polish experience**. Corporate Governance: a Search for Advanced Standards in the Wake of Crisis. **Anais**...2014

SANTOS, M. P. G. DOS et al. **Da Caixa Montepio à Previ: 100 Anos do Maior Fundo de Pensão da America Latina**. Rio de Janeiro -RJ, Brasil: Sindicado Nacional dos Editores de Livros, 2004.

SÊNECA, L. A. **Da vida retirada; Da tranquilidade da alma; Da felicidade**. 1ª ed. Porto Alegre - RS, Brasil: L&PM, 2012.

SILVA, L. L. DA; COSTA, T. DE M. T. DA. A Formação do Sistema Previdenciário Brasileiro: 90 anos de História. **Administração Pública e Gestão Social**, v. 8, n. 3, p. 159–173, 2016.

SILVEIRA, A. DI M. DA. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo** (E. E. Ltda, Ed.)Rio de Janeiro - RJ, Brasil, 2015.

SIMÕES, C. C. S. Breve histórico do processo demográfico. In: **Brasil: uma visão geográfica e ambiental no início do século XXI**. Rio de Janeiro - RJ, Brasil: IBGE, 2016. p. 435.

SOUSA, Á. O papel da distribuição normal na Estatística. **Correios dos Açores**, p. 1, out. 2019.

SOUZA, S. C. D. E. **As Entidades Fechadas de Previdência Complementar Enquanto Instyrumentos de Atuação do Estado na Economia**. São Paulo - SP, Brasil: Universidade de São Paulo, 2015.

SPC. **30 Anos de História da Previdência Complementar no Brasil**. Brasília - DF, Brasil: Secretaria de Previdência Complementar, 2008.

SPPC. Fundos de Pensão - Instituidor. In: **Secretaria de Políticas de Previdência Complementar**. Brasília - DF, Brasil: Ministério da Previdência Social, 2011. p. 1–4.

STEWART, F.; YERMO, J. **Pension Fund Governance Challenges and Potential Solutions -OECD publishing**, 2008. Disponível em: <www.oecd.org/daf/fin/wp>

SWEENEY, D. J.; ANDERSON, D. R.; WILLIAMS, T. A. **Essentials of Statistics for Business and Economics**. 6e. ed. Mason,, USA: [s.n.]. v. №3

TAFNER, P.; NERY, P. F. **Reforma da Previdência: por que o Brasil não pode esperar** (E. E. Ltda., Ed.)São Paulo - SP, BRasil, 2019.

UNITED NATIONS. **World population prospects 2019United Nations. Department of Economic and Social Affairs. World Population Prospects 2019.** New York: [s.n.].

Disponível em: <https://population.un.org/wpp/Publications/Files/WPP2019_Highlights.pdf>.

WHITEHOUSE, E. et al. Two decades of pension reform: What has been achieved and what remains to be done? **Geneva Papers on Risk and Insurance: Issues and Practice**, v. 34, n. 4, p. 515–535, 2009.

WORLD BANK. **GDP growth (annual %) - World**. Disponível em: <https://data.worldbank.org/>. Acesso em: 7 jun. 2020.

Anexo 1 - Explicação das Perguntas

Nº	Perguntas	Explicação	Palavra Chave de Busca
1	A entidade oferece definição da missão, dos valores e da visão da EFPC?	Disponibilidade dos conceitos de missão, os valores e a visão, pelos quais entidade é conduzida.	missão / valores / visão / objetivo
2	A EFPC dispõe o seu código de conduta ou ética?	Divulgação do documento "Código de Conduta" ou "Código de Ética" (ou similar) que a entidade pratica na gestão da EFPC.	código / conduta / ética.
3	A entidade oferece perfis de investimento?	Disponibilidade de documento explicativos dos perfis de investimento administrados pela entidade.	perfis
4	A EFPC dispõe para os participantes um manual de governança?	Existência do documento "Manual de Governança" utilizado na administração da EFPC.	manual de governança
5	A entidade disponibiliza sua estrutura organizacional?	Divulgação da estrutura organizacional da entidade, com a posição, o nome do dirigente e a função de cada organismo.	organograma / gestão / estrutura / órgãos; comitê
6	A entidade dispõe o estatuto da EFPC para os participantes?	Divulgação do Documento "Estatuto" da entidade.	estatuto
7	A entidade dispõe o regulamento dos planos e perfis para os participantes?	Divulgação do documento "Regulamento" dos planos e perfis da Entidade.	regulamento / plano.

8	A entidade dispõe o regimento interno da instituição para os participantes?	Divulgação do documento "Regimento Interno" da Entidade.	regimento
9	Existe um serviço de Ouvidoria na EFPC?	Serviço de Ouvidoria.	ouvidoria
10	Os Relatórios Anuais de Informações dos últimos 5 anos estão disponíveis para consulta?	Disponibilidade dos últimos cinco relatórios anuais de informações com os resultados do exercício.	relatório anual
11	Existe a ferramenta digital de "Assistente Virtual" para auxiliar os participantes?	Existência do recurso da ferramenta digital "Assistente Virtual" com o objetivo de ajudar os visitantes do *website* a realizar na busca de informações e solucionar problemas.	assistente / virtual
12	A EFPC disponibiliza um *e-mail* para contato?	Divulgação de *e-mail* para contato com a entidade.	*e-mail* / contato
13	A EFPC disponibiliza um telefone para contato?	Divulgação de telefone para contado com a entidade.	telefone
14	A EFPC disponibiliza o endereço físico da instituição?	Divulgação do endereço físico onde a entidade está localizada.	-
15	A EFPC disponibiliza o mapa digital com a sua localização?	Disponibilização do recurso de mapa de localização do endereço físico da entidade.	-
16	Existe um sistema de "Fale Conosco" disponível?	Existência da ferramenta "Fale Conosco" com campos para digitação do assunto, da pergunta e do *e-mail* de contado do solicitante.	fale conosco / contato

17	A entidade tem um atendimento *on-line* para os visitantes do website?	Existência de atendimento *on-line* para os visitantes do *website*.	atendimento
18	A EFPC utiliza a mídia social *Facebook*?	Utilização da mídia social *Facebook*.	-
19	A EFPC tem um canal de comunicação no *Youtube*?	Utilização da mídia social *Youtube*.	-
20	A EFPC utiliza a mídia social *Instagram*?	Utilização da mídia social *Instagram*.	-
21	A EFPC utiliza a mídia social *Twitter*?	Utilização da mídia social *Twitter*.	-
22	A EFPC utiliza a mídia social *LinkedIn*?	Utilização da mídia social *LinkedIn*.	-
23	A EFPC disponibiliza um telefone para o aplicativo *WhatsApp*?	Utilização do aplicativo de trocas de mensagens *WhatsApp*.	-
24	A EFPC oferece aos participantes um APP para telefone celular?	Existência de aplicativo de celulares próprio da EFPC.	APP
25	A entidade publica no *website* os seus demonstrativos financeiros?	Publicação dos demonstrativos financeiros/contábeis da EFPC: compostas de Balanço Patrimonial – BP (Consolidado), Demonstração da Mutação do Patrimônio Social – DMPS (Consolidada), Demonstração do Plano de Gestão Administrativa – DPGA (Consolidada e por Plano de Benefícios),	demonstrativo / balanço patrimonial;

		Demonstração do Ativo Líquido por Plano de Benefícios – DAL, Demonstração da Mutação do Ativo Líquido por Plano de Benefícios – DMAL, Demonstração das Provisões Técnicas do Plano de Benefícios – DPT e respectivas Notas Explicativas da Entidade	
26	A entidade publica no website a política de investimentos?	Publicação do documento de Política de Investimento da EFPC.	política / investimento / política de investimento
27	A EFPC publica a rentabilidade os investimentos dos planos e perfis disponíveis?	Gráfico ou quadro com as rentabilidades por plano/perfis oferecidos ou mantidos pela EFPC.	rentabilidade
28	A EFPC esclarece quais são os gestores e terceiros que trabalham para a entidade na gestão dos investimentos?	Informação dos gestores de investimentos, administradores e custodiantes que trabalham para a EFPS.	gestores
29	O website da entidade publica os pareceres recentes dos auditores independentes?	Pareceres dos auditores independentes contratados para analisar os demonstrativos financeiros/contábeis da EFPC.	auditor / independente / parecer
30	O website da entidade publica as atas do conselho fiscal ou de suas atividades?	Publicação dos registros escritos das reuniões do Conselho Fiscal ou informação sobre suas atividades.	ata / conselho
31	A entidade tem Comitê de Investimentos?	Existência do Comitê de Investimento na EFPC.	comitê / comitê de investimento
32	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Investimentos?	Publicação das atividades do Comitê de Investimento ou das atividades do responsável pela alocação dos recursos das reservas técnicas da entidade.	comitê / Assessoria; consultor / consultoria / investimento
33	A entidade tem Comitê de Riscos?	Existência do Comitê de Riscos na EFPC.	comitê / riscos

34	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Riscos?	Publicação das atividades do Comitê de riscos ou das atividades do responsável pela análise de riscos da entidade.	risco / comitê / assessoria / consultor / consultoria.
35	A EFPC publica as atas ou atividades dos Conselho Deliberativo?	Publicação dos registros escritos das reuniões do Conselho Deliberativo ou informação sobre suas atividades.	ata / reunião
36	A entidade tem uma área de educação financeira/previdenciária desenvolvida?	Significa mais de 20 iniciativas/*links*/vídeos/artigos/livros disponíveis para os participantes.	educação / educação financeira / educação previdenciária
37	A entidade tem um programa de educação financeira estruturado?	Programa estruturado de educação financeira/previdenciária com módulos e objetivos de aprendizado, terceirizado ou próprio.	programa /educação
38	O *Website* da entidade é é personalizado para a entidade?	Construção e concepção do website é personalizada para a entidade e assim superior ao padrão básico oferecido no mercado de comunicação visual	-
39	O *Website* oferece aos visitantes área de "Perguntas Frequentes"?	Listagem com as perguntas frequentes são oferecidas pela entidade no seu *website*.	perguntas / perguntas frequentes / dúvidas / FAQ
40	O *Website* publica Boletins Informativos sobre atividades da entidade?	Boletins informativos são publicações frequentes sobre as atividades da EFPC.	boletins / notícias / informativo
41	O *Website* publica notícias relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, dentre outros?	Notícias gerais relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, ou outro assunto, sem apreciação do conteúdo.	boletins notícias / informativo

42	O *Website* noticia reuniões com participantes ou assistidos?	Reuniões para explicar acontecimentos, mudanças de regras ou regulamentos, festas, homenagens, dentre outros.	reunião / assistidos / encontro
43	A entidade reporta quaisquer resultados de fiscalização, consultas, pedidos ou orientações do órgão regulador (PREVIC)?	Divulgação de resultados de fiscalização, consultas, pedidos ou orientações do órgão regulador (PREVIC).	PREVIC / autorização / mudança
44	Website disponibiliza simuladores de contribuição ou de benefícios?	Programas ou planilhas eletrônicas que possibilitam a simulação de contribuições, benefícios, acumulação de patrimônio por meio dos planos de benefícios da entidade.	simulador
45	Entidade realiza eventos com participantes e/ou assistidos?	Registro das reuniões com participantes e/ou assistidos da entidade.	eventos / reunião
46	O website da entidade oferece *links* para instituições relacionadas com assuntos previdenciários?	Listagem com as ligações para os endereços digitais de instituições relacionadas com assuntos previdenciários.	links
47	A entidade oferece *links* ou a legislação previdenciária para os visitantes do website?	Trata-se da disponibilização a legislação atualizada das EFPC ou leis e regulamentos referentes à previdência, além do link do site da Previdência Social do Brasil.	legislação / leis
48	Existe material explicativo sobre os planos e perfis que a entidade administra?	Material explicativo oferecido em formato de arquivos, cartilhas ou explicações no próprio website.	material explicativo / material / instrução
49	A entidade oferece uma *news letter* para o *e-mail* ou para o telefone celular do participante?	Ferramenta que pode ser de informação de atividade/decisão específica da entidade, como também de comunicação com o participante assistido.	*news letter*

50	A EFPC oferece uma central de atendimento telefônica para o participante/assistido?	Central de atendimento telefônico para dúvidas, informação; reclamações ou elogios.	central / central de atendimento
51	Existe um canal de denúncia para o participante ou assistido?	Canal de denúncia para o participante ou assistido fazer sua queixa, delação ou notificação sem ser identificado.	canal / denúncia
52	Existe uma área de divulgação do processo eleitoral e seu resultado?	Espaço dedicado o expediente, a explicação e a divulgação do processo eleitoral e do seu resultado do apontamento dos representantes titulares e suplentes.	eleição / processo eleitoral
53	A entidade mantém uma galeria de fotos dos eventos realizados?	Espaço de divulgação de fotos dos eventos realizados.	galeria / fotos
54	O website oferece uma opção de como fazer a adesão a um plano/perfil da entidade?	Área onde o funcionário pode fazer o contado inicial ou iniciar o processo para se tornar um participante da entidade. Local onde são coletadas as primeiras informações do pretendente.	adesão / como participar
55	O website disponibiliza a explicação de "quem somos"?	Explicação sobre a identidade da entidade, com dados da origem e histórico da EFPC.	histórico / história / quem somos
56	A entidade utiliza de pesquisas de opinião ou enquetes para saber a opinião dos participantes ou assistidos?	Ferramenta de pesquisa de opinião dos assistidos ou participantes da entidade.	pesquisa / enquete
57	O website tem a ferramenta de "mapa do site"?	Ferramenta de estrutura do website da entidade.	mapa
58	O RA - Relatório Anual de Informações da entidade é personalizado para a entidade?	Construção e concepção do Relatório Anual de Informações é personalizado para a entidade e assim	-

		superior ao padrão básico oferecido no mercado de comunicação visual.	
59	A diretoria executiva direciona uma mensagem para os participantes ou assistidos no Relatório Anual de Informações da EFPC?	Mensagem da diretoria de análise dos acontecimentos relacionados com a entidade e seus planos/perfis.	mensagem / diretoria / superintendente
60	O RAI divulga número de participantes da entidade?	Número de pessoas que participam dos planos de benefícios da entidade: participantes, assistidos, BPD e autopatrocinados.	participantes / assistidos / BPD / autopatrocinados
61	Existe uma análise do cenário econômico disponível no RA?	Análise do cenário econômico-político mundial e local, sem avaliação do conteúdo.	cenário / econômico
62	O RAI tem iniciativas de educação financeira?	Conteúdo de educação financeira no Relatório Anual de Informações da entidade, sem avaliação do seu conteúdo	educação / educação financeira / educação previdenciária
63	A entidade apresenta um relatório de atendimento nos canais de comunicação disponíveis dos participantes no RAI?	Número de atendimentos aos participantes e assistidos feitos por canal de comunicação.	atendimento
64	O RAI mostra a estrutura organizacional da entidade?	Estrutura organizacional com a posição, o nome o dirigente e função de cada organismo.	organograma / gestão / estrutura / órgãos / comitês
65	O RAI oferece a rentabilidade dos planos/perfis da entidade?	Rentabilidade dos planos e/ou perfis administrados pela entidade do ano em análise e dos anos anteriores.	renda / rentabilidade
66	O RAI divulga o demonstrativo de custeio da gestão administrativa?	Quadro demonstrativo do plano de gestão administrativa da entidade.	custeio / gestão / despesa administrativa

67	O RAI divulga os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	Demonstrativos financeiros e contábeis da entidade composto de Balanços Patrimoniais, Demonstração da Mutação do Patrimônio, Demonstração da Mutação do Ativo Líquido e Demonstração das Provisões Técnicas.	balanço / demonstrativos;
68	O RAI divulga as notas explicativas dos demonstrativos financeiros/contábeis da EFPC?	Notas explicativas dos Demonstrativos financeiros/contábeis da EFPC.	notas / explicativas
69	O RAI contém o quadro informativo dos investimentos da entidade?	Demonstrativos de investimentos com as alocações das reservas técnicas por instrumento, gestor e classificação referente nas categorias de Títulos para Negociação e Títulos Mantidos até o Vencimento.	investimento / demonstrativo;
70	O RAI divulga a política de investimento que orienta a alocação dos investimentos da entidade?	Política de investimentos que está em prática na alocação dos investimentos da EFPC e/ou os percentuais de utilização dos limites estabelecidos por produto financeiro	política de investimento
71	A entidade oferece explicações das práticas de governança da EFPC?	Práticas de governança inseridas na gestão administrativa da EFPC.	governança
72	Existe no RAI o parecer dos auditores independentes para as demonstrações financeiras/contábeis apresentadas?	Parecer dos auditores independentes para as demonstrações financeiras/contábeis com as recomendações (se houver) e análises.	auditor / independente / parecer
73	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Deliberativo com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	Ata de reunião do Conselho Deliberativo com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade.	conselho / deliberativo

74	O RAI divulga ata de reunião da Diretoria Executiva sobre a submissão dos demonstrativos financeiros/contábeis da entidade para a Diretoria Deliberativa e Conselho Fiscal?	Ata de reunião da Diretoria Executiva sobre a submissão dos demonstrativos financeiros/contábeis da entidade para a Diretoria Deliberativa e Conselho Fiscal.	diretoria / reunião / ata / executivo
75	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Fiscal com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	Ata de reunião do Conselho Fiscal com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade.	fiscal / parecer
76	O RAI apresenta o Parecer Atuarial da EFPC?	Apresentação do Parecer Atuarial da entidade para o ano em análise.	parecer atuarial / atuarial
77	O RAI apresenta as Hipóteses Atuariais da EFPC?	Hipóteses atuariais utilizadas para os cálculos do parecer atuarial.	hipoteses

Anexo 2 - Percentuais de Respostas Positivas nas Perguntas da Pesquisa

Nº	Perguntas	Menor Eficiência	Maior Eficiência	Total Amostra	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
1	A entidade oferece definição da missão, dos valores e da visão da EFPC?	43%	64%	41%	Website	Informação	Estruturais
2	A EFPC dispõe o seu código de conduta ou ética?	43%	50%	47%	Website	Informação	Estruturais
3	A entidade oferece perfis de investimento?	57%	50%	57%	Website	Informação	Estruturais
4	A EFPC dispõe para os participantes um manual de governança?	29%	50%	29%	Website	Informação	Estruturais
5	A entidade disponibiliza sua estrutura organizacional?	50%	86%	78%	Website	Informação	Estruturais
6	A entidade dispõe o estatuto da EFPC para os participantes?	86%	93%	91%	Website	Informação	Estruturais
7	A entidade dispõe o regulamento dos planos e perfis para os participantes?	86%	86%	88%	Website	Informação	Estruturais
8	A entidade dispõe o regimento interno da instituição para os participantes?	21%	36%	28%	Website	Informação	Estruturais

9	Existe um serviço de Ouvidoria na EFPC?	0%	14%	5%	Website	Comunicação	Comunicação
10	Os Relatórios Anuais de Informações dos últimos 5 anos estão disponíveis para consulta?	86%	86%	76%	Website	Informação	Prestação de Contas
11	Existe a ferramenta digital de "Assistente Virtual" para auxiliar os participantes?	7%	0%	9%	Website	Comunicação	Comunicação
12	A EFPC disponibiliza um *e-mail* para contato?	50%	86%	59%	Website	Comunicação	Comunicação
13	A EFPC disponibiliza um telefone para contato?	71%	100%	78%	Website	Comunicação	Comunicação
14	A EFPC disponibiliza o endereço físico da instituição?	36%	43%	50%	Website	Comunicação	Comunicação
15	A EFPC disponibiliza o mapa digital com a sua localização?	21%	7%	10%	Website	Comunicação	Comunicação
16	Existe um sistema de "Fale Conosco" disponível?	43%	71%	67%	Website	Comunicação	Comunicação
17	A entidade tem um atendimento *on-line* para os visitantes do website?	0%	7%	2%	Website	Comunicação	Comunicação
18	A EFPC utiliza a mídia social *Facebook*?	7%	43%	28%	Website	Comunicação	Comunicação
19	A EFPC tem um canal de comunicação no *Youtube*?	0%	29%	21%	Website	Comunicação	Comunicação

20	A EFPC utiliza a mídia social *Instagram*?	21%	29%	22%	Website	Comunicação	Comunicação
21	A EFPC utiliza a mídia social *Twitter*?	0%	0%	2%	Website	Comunicação	Comunicação
22	A EFPC utiliza a mídia social LinkedIn?	0%	29%	9%	Website	Comunicação	Comunicação
23	A EFPC disponibiliza um telefone para o aplicativo *WhatsApp*?	0%	36%	10%	Website	Comunicação	Comunicação
24	A EFPC oferece aos participantes um APP para telefone celular?	0%	43%	28%	Website	Comunicação	Comunicação
25	A entidade publica no website os seus demonstrativos financeiros?	14%	0%	7%	Website	Informação	Prestação de Contas
26	A entidade publica no website a política de investimentos?	71%	86%	81%	Website	Informação	Prestação de Contas
27	A EFPC publica a rentabilidade os investimentos dos planos e perfis disponíveis?	86%	86%	84%	Website	Informação	Prestação de Contas
28	A EFPC esclarece quais são os gestores e terceiros que trabalham para a entidade na gestão dos investimentos?	29%	29%	26%	Website	Informação	Prestação de Contas
29	O website da entidade publica os pareceres recentes dos auditores independentes?	7%	0%	5%	Website	Informação	Prestação de Contas
30	O website da entidade publica as atas do conselho fiscal ou de suas atividades?	0%	7%	3%	Website	Informação	Prestação de Contas

31	A entidade tem Comitê de Investimentos?	7%	21%	22%	Website	Informação	Estruturais
32	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Investimentos?	14%	29%	26%	Website	Informação	Prestação de Contas
33	A entidade tem Comitê de Riscos?	0%	0%	0%	Website	Informação	Estruturais
34	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Riscos?	0%	7%	2%	Website	Informação	Prestação de Contas
35	A EFPC publica as atas ou atividades dos Conselho Deliberativo?	0%	7%	2%	Website	Informação	Prestação de Contas
36	A entidade tem uma área de educação financeira/previdenciária desenvolvida?	36%	43%	36%	Website	Informação	Instrutivas
37	A entidade tem um programa de educação financeira estruturado?	21%	21%	31%	Website	Informação	Instrutivas
38	O Website da entidade é é personalizado para a entidade?	50%	86%	67%	Website	Comunicação	Comunicação
39	O Website oferece aos visitantes do website área de "Perguntas Frequentes"?	64%	50%	55%	Website	Informação	Instrutivas
40	O Website publica Boletins Informativos sobre atividades da entidade?	43%	71%	59%	Website	Informação	Instrutivas
41	O Website publica notícias relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, dentre outros?	36%	71%	57%	Website	Informação	Instrutivas

42	O Website noticia reuniões com participantes ou assistidos?	7%	21%	17%	Website	Comunicação	Comunicação
43	A entidade reporta quaisquer resultados de fiscalização, consultas, pedidos ou orientações do órgão regulador (PREVIC)?	7%	14%	9%	Website	Informação	Prestação de Contas
44	Website disponibiliza simuladores de contribuição ou de benefícios?	57%	43%	55%	Website	Informação	Instrutivas
45	Entidade realiza eventos com participantes e/ou assistidos?	7%	29%	19%	Website	Comunicação	Comunicação
46	O website da entidade oferece links para instituições relacionadas com assuntos previdenciários?	57%	57%	67%	Website	Informação	Instrutivas
47	A entidade oferece links ou a legislação previdenciária para os visitantes do website?	7%	7%	14%	Website	Informação	Instrutivas
48	Existe material explicativo sobre os planos e perfis que a entidade administra?	64%	93%	84%	Website	Informação	Estruturais
49	A entidade oferece uma *News Letter* para o *e-mail* ou para o telefone celular do participante?	7%	21%	10%	Website	Comunicação	Comunicação
50	A EFPC oferece uma central de atendimento telefônica para o participante/assistido?	21%	21%	31%	Website	Comunicação	Comunicação

51	Existe um canal de denúncia para o participante ou assistido?	0%	7%	2%	Website	Comunicação	Comunicação
52	Existe uma área de divulgação do processo eleitoral e seu resultado?	0%	64%	22%	Website	Comunicação	Comunicação
53	A entidade mantém uma galeria de fotos dos eventos realizados?	0%	14%	7%	Website	Comunicação	Comunicação
54	O website oferece uma opção de como fazer a adesão a um plano/perfil da entidade?	57%	71%	71%	Website	Comunicação	Comunicação
55	O website disponibiliza a explicação de "quem somos"?	64%	100%	90%	Website	Informação	Instrutivas
56	A entidade utiliza de pesquisas de opinião ou enquetes para saber a opinião dos participantes ou assistidos?	14%	21%	19%	Website	Comunicação	Comunicação
57	O website tem a ferramenta de "mapa do site"?	50%	93%	64%	Website	Informação	Instrutivas
58	O RAI - Relatório Anual de Informações da entidade é personalizado para a entidade?	43%	100%	78%	Relatório Anual	Comunicação	Comunicação
59	A diretoria executiva direciona uma mensagem para os participantes ou assistidos no Relatório Anual de Informações da EFPC?	36%	93%	72%	Relatório Anual	Comunicação	Comunicação

60	O RAI divulga número de participantes da entidade?	93%	86%	91%	Relatório Anual	Informação	Instrutivas
61	Existe uma análise do cenário econômico disponível no RAI?	57%	36%	50%	Relatório Anual	Informação	Instrutivas
62	O RAI tem iniciativas de educação financeira?	71%	36%	53%	Relatório Anual	Informação	Instrutivas
63	A entidade apresenta um relatório de atendimento nos canais de comunicação disponíveis dos participantes no RAI?	0%	14%	7%	Relatório Anual	Informação	Instrutivas
64	O RAI mostra a estrutura organizacional da entidade?	36%	71%	64%	Relatório Anual	Informação	Estruturais
65	O RAI oferece a rentabilidade dos planos/perfis da entidade?	93%	100%	97%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
66	O RAI divulga o demonstrativo de custeio da gestão administrativa?	100%	93%	97%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
67	O RAI divulga os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	100%	93%	98%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
68	O RAI divulga as notas explicativas dos demonstrativos financeiros/contábeis da EFPC?	100%	86%	97%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas

69	O RAI contém o quadro informativo dos investimentos da entidade?	100%	86%	97%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
70	O RAI divulga a política de investimento que orienta a alocação dos investimentos da entidade?	86%	79%	83%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
71	A entidade oferece explicações das práticas de governança da EFPC?	64%	50%	52%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
72	Existe no RAI o parecer dos auditores independentes para as demonstrações financeiras/contábeis apresentadas?	100%	93%	97%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
73	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Deliberativo com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	100%	93%	97%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
74	O RAI divulga ata de reunião da Diretoria Executiva sobre a submissão dos demonstrativos financeiros/contábeis da entidade para a Diretoria Deliberativa e Conselho Fiscal?	86%	36%	72%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
75	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Fiscal com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	100%	93%	97%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
76	O RAI apresenta o Parecer Atuarial da EFPC?	93%	86%	93%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
77	O RAI apresenta as Hipóteses Atuariais da EFPC?	86%	79%	90%	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas

Anexo 3 – Resultados do Coeficiente de Correlação

Num	Perguntas	Correlação	Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
1	A entidade oferece definição da missão, dos valores e da visão da EFPC?	0,1430	Website	Informação	Estruturais
2	A EFPC dispõe o seu código de conduta ou ética?	0,0724	Website	Informação	Estruturais
3	A entidade oferece perfis de investimento?	0,0593	Website	Informação	Estruturais
4	A EFPC dispõe para os participantes um manual de governança?	0,1593	Website	Informação	Estruturais
5	A entidade disponibiliza sua estrutura organizacional?	0,2774	Website	Informação	Estruturais
6	A entidade dispõe o estatuto da EFPC para os participantes?	0,1603	Website	Informação	Estruturais
7	A entidade dispõe o regulamento dos planos e perfis para os participantes?	0,0248	Website	Informação	Estruturais
8	A entidade dispõe o regimento interno da instituição para os participantes?	0,0319	Website	Informação	Estruturais

9	Existe um serviço de Ouvidoria na EFPC?	0,2010	Website	Comunicação	Comunicação
10	Os Relatórios Anuais de Informações dos últimos 5 anos estão disponíveis para consulta?	0,1156	Website	Informação	Prestação de Contas
11	Existe a ferramenta digital de "Assistente Virtual" para auxiliar os participantes?	0,1044	Website	Comunicação	Comunicação
12	A EFPC disponibiliza um *e-mail* para contato?	0,2003	Website	Comunicação	Comunicação
13	A EFPC disponibiliza um telefone para contato?	0,2109	Website	Comunicação	Comunicação
14	A EFPC disponibiliza o endereço físico da instituição?	0,1644	Website	Comunicação	Comunicação
15	A EFPC disponibiliza o mapa digital com a sua localização?	0,0880	Website	Comunicação	Comunicação
16	Existe um sistema de "Fale Conosco" disponível?	0,2371	Website	Comunicação	Comunicação
17	A entidade tem um atendimento *on-line* para os visitantes do website?	0,1303	Website	Comunicação	Comunicação
18	A EFPC utiliza a mídia social *Facebook*?	0,2942	Website	Comunicação	Comunicação

19	A EFPC tem um canal de comunicação no *Youtube*?	0,2260	Website	Comunicação	Comunicação
20	A EFPC utiliza a mídia social *Instagram*?	0,0518	Website	Comunicação	Comunicação
21	A EFPC utiliza a mídia social *Twitter*?	0,0706	Website	Comunicação	Comunicação
22	A EFPC utiliza a mídia social *LinkedIn*?	0,3330	Website	Comunicação	Comunicação
23	A EFPC disponibiliza um telefone para o aplicativo *WhatsApp*?	0,4362	Website	Comunicação	Comunicação
24	A EFPC oferece aos participantes um APP para telefone celular?	0,3299	Website	Comunicação	Comunicação
25	A entidade publica no website os seus demonstrativos financeiros?	0,1600	Website	Informação	Prestação de Contas
26	A entidade publica no website a política de investimentos?	0,2052	Website	Informação	Prestação de Contas
27	A EFPC publica a rentabilidade os investimentos dos planos e perfis disponíveis?	0,0070	Website	Informação	Prestação de Contas
28	A EFPC esclarece quais são os gestores e terceiros que trabalham para a entidade na gestão dos investimentos?	0,0564	Website	Informação	Prestação de Contas

29	O website da entidade publica os pareceres recentes dos auditores independentes?	0,0713	Website	Informação	Prestação de Contas
30	O website da entidade publica as atas do conselho fiscal ou de suas atividades?	0,1322	Website	Informação	Prestação de Contas
31	A entidade tem Comitê de Investimentos?	0,1836	Website	Informação	Estruturais
32	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Investimentos?	0,0545	Website	Informação	Prestação de Contas
33	A entidade tem Comitê de Riscos?	0,0958	Website	Informação	Estruturais
34	A EFPC publica as atividades e análises do Comitê de Riscos?	0,1523	Website	Informação	Prestação de Contas
35	A EFPC publica as atas ou atividades dos Conselho Deliberativo?	0,1523	Website	Informação	Prestação de Contas
36	A entidade tem uma área de educação financeira/previdenciária desenvolvida?	0,1008	Website	Informação	Instrutivas
37	A entidade tem um programa de educação financeira estruturado?	0,0506	Website	Informação	Instrutivas
38	O Website da entidade é personalizado para a entidade?	0,2897	Website	Comunicação	Comunicação

39	O Website oferece aos visitantes do website área de "Perguntas Frequentes"?	0,0928	Website	Informação	Instrutivas
40	O Website publica Boletins Informativos sobre atividades da entidade?	0,2756	Website	Informação	Instrutivas
41	O Website publica notícias relacionadas com a entidade, os participantes, aposentadorias, economia, política, dentre outros?	0,2914	Website	Informação	Instrutivas
42	O Website noticia reuniões com participantes ou assistidos?	0,1398	Website	Comunicação	Comunicação
43	A entidade reporta quaisquer resultados de fiscalização, consultas, pedidos ou orientações do órgão regulador (PREVIC)?	0,1166	Website	Informação	Prestação de Contas
44	Website disponibiliza simuladores de contribuição ou de benefícios?	0,0179	Website	Informação	Instrutivas
45	Entidade realiza eventos com participantes e/ou assistidos?	0,1929	Website	Comunicação	Comunicação
45	O website da entidade oferece *links* para instituições relacionadas com assuntos previdenciários?	0,0088	Website	Informação	Instrutivas
46	A entidade oferece *links* ou a legislação previdenciária para os visitantes do website?	0,0133	Website	Informação	Instrutivas
48	Existe material explicativo sobre os planos e perfis que a entidade administra?	0,2486	Website	Informação	Estruturais

49	A entidade oferece uma *News Letter* para o *e-mail* ou para o telefone celular do participante?	0,2013	Website	Comunicação	Comunicação
50	A EFPC oferece uma central de atendimento telefônica para o participante/assistido?	0,0690	Website	Comunicação	Comunicação
51	Existe um canal de denúncia para o participante ou assistido?	0,2526	Website	Comunicação	Comunicação
52	Existe uma área de divulgação do processo eleitoral e seu resultado?	0,5190	Website	Comunicação	Comunicação
53	A entidade mantém uma galeria de fotos dos eventos realizados?	0,2141	Website	Comunicação	Comunicação
54	O website oferece uma opção de como fazer a adesão a um plano/perfil da entidade?	0,1239	Website	Comunicação	Comunicação
55	O *website* disponibiliza a explicação de "quem somos"?	0,3069	Website	Informação	Instrutivas
56	A entidade utiliza de pesquisas de opinião ou enquetes para saber a opinião dos participantes ou assistidos?	0,0737	Website	Comunicação	Comunicação
57	O website tem a ferramenta de "mapa do site"?	0,2426	Website	Informação	Instrutivas
58	O RAI - Relatório Anual de Informações da entidade é personalizado para a entidade?	0,3968	Relatório Anual	Comunicação	Comunicação

59	A diretoria executiva direciona uma mensagem para os participantes ou assistidos no Relatório Anual de Informações da EFPC?	0,3865	Relatório Anual	Comunicação	Comunicação
60	O RAI divulga número de participantes da entidade?	0,0567	Relatório Anual	Informação	Instrutivas
61	Existe uma análise do cenário econômico disponível no RAI?	0,0841	Relatório Anual	Informação	Instrutivas
62	O RAI tem iniciativas de educação financeira?	0,1411	Relatório Anual	Informação	Instrutivas
63	A entidade apresenta um relatório de atendimento nos canais de comunicação disponíveis dos participantes no RAI?	0,2028	Relatório Anual	Informação	Instrutivas
64	O RAI mostra a estrutura organizacional da entidade?	0,2511	Relatório Anual	Informação	Estruturais
65	O RAI oferece a rentabilidade dos planos/perfis da entidade?	0,0663	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
66	O RAI divulga o demonstrativo de custeio da gestão administrativa?	0,1099	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
67	O RAI divulga os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	0,0960	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
68	O RAI divulga as notas explicativas dos demonstrativos financeiros/contábeis da EFPC?	0,1615	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas

69	O RAI contém o quadro informativo dos investimentos da entidade?	0,0960	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
70	O RAI divulga a política de investimento que orienta a alocação dos investimentos da entidade?	0,0420	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
71	A entidade oferece explicações das práticas de governança da EFPC?	0,0221	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
72	Existe no RAI o parecer dos auditores independentes para as demonstrações financeiras/contábeis?	0,0318	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
73	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Deliberativo com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	0,0318	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
74	O RAI divulga ata de reunião da Diretoria Executiva sobre a submissão dos demonstrativos financeiros/contábeis da entidade para a Diretoria Deliberativa e Conselho Fiscal?	0,2747	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
75	O RAI divulga ata de reunião do Conselho Fiscal com o parecer sobre os demonstrativos financeiros/contábeis da entidade?	0,0318	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
76	O RAI apresenta o Parecer Atuarial da EFPC?	0,0141	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas
77	O RAI apresenta as Hipóteses Atuariais da EFPC?	0,0724	Relatório Anual	Informação	Prestação de Contas