



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

GUILHERME DE QUEIROGA FALCÃO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ENTIDADES
FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: estudo
baseado em recomendações da PREVIC**

Brasília – DF

2017

GUILHERME DE QUEIROGA FALCÃO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ENTIDADES
FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: estudo
baseado em recomendações da PREVIC**

Monografia apresentada ao
Departamento de Administração como
requisito parcial à obtenção do título de
Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Dr. Carlos André
de Melo Alves.

Brasília – DF

2017

Falcão, Guilherme de Queiroga.

GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: estudo baseado em recomendações da PREVIC. – Brasília, 2017.

66 f.: il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração, 20.

Orientador: Prof. Dr. Carlos André de Melo Alves, Departamento de Administração.

1. Entidade Fechada de Previdência Complementar 2. Governança Corporativa 3. Recomendações da Previc

GUILHERME DE QUEIROGA FALCÃO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS ENTIDADES
FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR: estudo
baseado em recomendações da PREVIC**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do aluno

Guilherme de Queiroga Falcão

Doutor, Carlos André de Melo Alves
Professor-Orientador

Mestre, Humberto Carlos Zendersky
Professor-Examinador

Doutor, José Carlos Peréa Monteiro
Professor-Examinador

Brasília, 03 de julho de 2017

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família, pelo suporte inestimável. A minha namorada, por todo apoio e compreensão. Ao meu orientador, pela paciência, dedicação e disponibilidade infindáveis. Ao meu amigo Rogério, grande entusiasta do meu ingresso a esta Universidade. E, por fim, à Universidade de Brasília, cujo fértil ambiente de conhecimento fomentou o meu desenvolvimento pessoal e profissional.

RESUMO

O objetivo geral deste estudo foi investigar as características de governança corporativa das Entidades Fechadas de Previdência Complementar atuantes no Brasil com base em recomendações da Previc. Foi realizada uma pesquisa descritiva com método, predominantemente, qualitativo. A amostra, não-probabilística por acessibilidade aos dados, foi formada pelas 60 EFPCs presentes no Consolidado Estatístico da ABRAPP (novembro de 2016) – ordenadas pelo porte. Os dados foram coletados a partir dos estatutos e das políticas de investimento publicamente disponíveis e atualizados até março de 2017, e para o tratamento dos dados foi empregada a análise de conteúdo, considerando 20 subcategorias distribuídas em 4 categorias baseadas no Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão e no Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Complementou-se o tratamento dos dados com a aplicação das estatísticas descritiva e inferencial não paramétrica, com emprego dos testes Q Cochran e Qui-quadrado. Após a análise de 1200 subcategorias, os resultados mostraram que foram identificadas 57,67% das subcategorias. Esse percentual não se distribuiu de maneira uniforme entre as categorias de análise. Adicionalmente, constatou-se que houve diferenças na análise por subcategoria segmentada pelo porte e pelo tipo de patrocínio das EFPCs considerando diferentes níveis de significância. Espera-se que este estudo contribua para um melhor entendimento por parte dos gestores das EFPCs, reguladores, participantes e assistidos, acadêmicos e demais partes interessadas a respeito das características da governança corporativa nas EFPCs brasileiras.

Palavras-chave: Entidade Fechada de Previdência Complementar; Governança Corporativa; Recomendações da Previc.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Estrutura Geral do Sistema de Previdência no Brasil	17
Figura 2 - Regime de Previdência Complementar Fechada.....	19
Figura 3 - Esquema geral de funcionamento de uma EFPC	24
Figura 4 - Comitês Instituídos pelas EFPCs da pesquisa	35

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Regimes de Previdência	18
Quadro 2 - Estrutura do CNPC.....	20
Quadro 3 - Modalidades dos Planos de Benefícios.....	22
Quadro 4 - Riscos que envolvem a atividade de Previdência Complementar.....	25
Quadro 5 - Elementos obrigatórios na estrutura da Política de Investimento.....	26
Quadro 6 - Limites por Modalidade de Investimento	27
Quadro 7 - Os 4 Princípios básicos de Governança Corporativa – IBGC	30
Quadro 8 - Normas legais de Governança Corporativa para EFPCs	34
Quadro 9 - Proposta de quadro para caracterizar a Governança Corporativa das EFPCs.....	37

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Percentual dos Ativos dos Fundos de Pensão em Relação ao PIB	39
Tabela 2 – Subcategorias associadas à categoria ‘Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas’	42
Tabela 3 – Teste Q de Cochran - Subcategorias associadas à categoria ‘Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas’	43
Tabela 4 – Subcategorias associadas à categoria ‘Conselho Deliberativo’	44
Tabela 5 – Teste Q de Cochran - Subcategorias associadas à categoria "Conselho Deliberativo"	44
Tabela 6 – Subcategorias associadas à categoria "Órgãos de Governança"	45
Tabela 7 – Teste Q de Cochran - Subcategorias associadas à categoria ‘Órgãos de Governança’	45
Tabela 8 – Subcategorias associadas à categoria "Gestão de riscos"	46
Tabela 9 – Teste Q de Cochran - Subcategorias associadas à categoria ‘Gestão de riscos’	46
Tabela 10 – Frequências e Testes Qui-Quadrado – Divulgação por Categoria	47
Tabela 11 – Divulgação de subcategorias por EFPC	49
Tabela 12 – Análise descritiva - divulgação de subcategorias por EFPC	50
Tabela 13 – Frequências e Testes Qui-Quadrado – Divulgação por Porte	50
Tabela 14 – Frequências e Testes Qui-Quadrado – Divulgação por número de Participantes, Dependentes e Assistidos	51
Tabela 15 – Frequências e Testes Qui-Quadrado – Divulgação por Tipo de Patrocínio	52

LISTA DE ABREVIATURAS

ABRAPP	Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar
ALM	<i>Asset Liability Management</i>
BCB	Banco Central do Brasil
BD	Benefício Definido
CD	Contribuição Definida
CGPC	Conselho de Gestão de Previdência Complementar
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CNPS	Conselho Nacional de Previdência Social
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CV	Contribuição Variável
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EAPC	Entidade Aberta de Previdência Complementar
EFPC	Entidade Fechada de Previdência Complementar
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIB	Produto Interno Bruto
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
RPPS	Regime Próprio dos Servidores Públicos
SPS	Secretaria de Políticas de Previdência Social
SPSS	<i>Statistical Package for the Social Sciences</i>
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Contextualização.....	11
1.2	Formulação do problema	12
1.3	Objetivo Geral	13
1.4	Objetivos Específicos	13
1.5	Hipóteses	14
1.6	Justificativa.....	14
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1	Entidade Fechada de Previdência Complementar	16
2.2	Governança Corporativa e EFPCs.....	28
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA	39
3.1	Tipo e descrição geral da pesquisa.....	39
3.2	Caracterização da organização, setor ou área.....	39
3.3	População e amostra	40
3.4	Procedimentos de coleta e de análise de dados.....	40
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	42
4.1	Análise das características de governança corporativa por subcategoria e categoria.....	42
4.1.1	Análise por subcategoria.....	42
4.1.2	Análise por categoria	47
4.2	Análise das características de governança corporativa por grupos de EFPCs. .	47
4.2.1	Análise segundo porte	50
4.2.2	Análise segundo número de participantes, dependentes e assistidos	51
4.2.3	Análise segundo tipo de patrocínio	52
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	54
	REFERÊNCIAS	58
	APÊNDICES.....	63
	Apêndice 1 – 15 Princípios para regulação dos Fundos de Pensão – OCDE	63
	Apêndice 2 – Amostra das EFPCs utilizadas na Pesquisa	64
	Apêndice 3 – Modelo de <i>e-mail</i> utilizado para solicitar as políticas de investimento	66

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar - EFPCs, conhecidas como Fundo de Pensão, são concebidas em observância aos dispositivos das Leis Complementares nº 108¹ e 109², ambas de 29 de maio de 2001. Constituídas no formato de fundação ou sociedade civil sem fins lucrativos, são fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc – e reguladas pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC (BCB, 2016).

As EFPCs exercem significativa contribuição social tendo em vista que fomentam a geração de empregos e, principalmente, complementam a renda dos aposentados por meio do provento de benefícios. Soma-se a isso, a sua relevância nas questões que envolvem a economia de uma nação, com participação na formação da poupança interna do país, na formação bruta de capital fixo, no fomento das empresas de capital aberto e no financiamento da dívida pública federal (AMARAL et al., 2004).

Os ativos de investimento consolidados das EFPCs, em abril de 2016, alcançaram o montante de aproximadamente 721 bilhões de reais, representando 12,7% do Produto Interno Bruto – PIB nacional (ABRAPP, 2016a). Deve-se notar que tais ativos podem subsidiar a segmentação das EFPCs pelo porte de cada entidade. As EFPCs podem, também, ser segmentadas pelo tipo de patrocínio, abrangendo o (i) patrocínio público, quando instituições de controle, majoritariamente, público fomentam a entidade; e o (ii) privado, quando empresas de capital independente do Estado alicerçam a EFPC. É importante frisar, porém, que a categoria de patrocínio se dá por quem, de fato, controla a empresa (DIAS, 2006).

As normas a respeito da governança corporativa, às quais as EFPCs devem se submeter, abrangem as referidas Leis Complementares nºs 108, e 109, de 2001,

¹ Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências.

² Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências.

a Resolução do Conselho de Gestão de Previdência Complementar – CGPC nº 13³, de 1º de outubro de 2004 e a Resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN nº 3.792, de 24 de setembro de 2009. As referidas leis, inclusive, obrigam a existência do Conselho Deliberativo, Conselho Fiscal e Diretoria Executiva.

As normas citadas integram o sistema legal e regulatório brasileiro e aplicam-se às EFPCs, independentemente do porte, tipo de patrocínio e do número de participantes existentes nessas entidades. Entretanto, de acordo com Dias (2006), a mera aplicação de normas às EFPCs não é suficiente para o propósito de proteger os participantes de eventuais conflitos de interesses, que podem vir a surgir das relações entre patrocinadores, mutuários e gestores dos fundos.

Em outras palavras, a proteção dos interesses desses participantes e a adoção do estudo da governança corporativa das EFPCs podem abranger, também, o emprego de boas práticas de governança corporativa no segmento. Essas práticas recomendadas de governança corporativa vão além da regulamentação vigente no País e podem ser divulgadas por entidades associativas internacionais, nacionais e pela própria Previc.

1.2 Formulação do problema

Nesta pesquisa entende-se que há oportunidade para investigar as características de governança corporativa das EFPCs atuantes no Brasil com base em práticas de adesão voluntária recomendadas pela Previc.

Tais recomendações tratam a respeito da governança corporativa e foram publicadas em 2010, na Seção “Governança” do documento “Guia Previc – Melhores Práticas em Fundos de Pensão” (PREVIC, 2010) e em 2012, no documento “Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar” (PREVIC, 2012).

Embora as práticas recomendadas pela Previc sejam divulgadas por uma entidade que supervisiona o funcionamento das EFPCs no País, a adoção daquelas

³ Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC.

é facultativa, permitindo que sejam aplicadas a todas EFPCs, independentemente do porte, tipo de patrocínio ou número de participantes dessas entidades.

Diante do que foi exposto nesta seção e na contextualização, este estudo apresenta a seguinte questão de pesquisa: **Quais são as características de governança corporativa das Entidades Fechadas de Previdência Complementar atuantes no Brasil com base em recomendações da Previc?**

1.3 Objetivo Geral

Investigar as características de governança corporativa das Entidades Fechadas de Previdência Complementar atuantes no Brasil com base em recomendações da Previc.

1.4 Objetivos Específicos

Para alcançar o objetivo geral são descritos os seguintes objetivos específicos:

- Propor quadro para analisar as características de governança corporativa das Entidades Fechadas de Previdência Complementar atuantes no Brasil com base em recomendações da Previc.
- identificar as características de governança corporativa das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, com base em categorias e subcategorias descritas no quadro proposto;
- comparar as características de governança corporativa de cada Entidade Fechada de Previdência Complementar de acordo com o porte;
- comparar as características de governança corporativa de cada Entidade Fechada de Previdência Complementar de acordo com o número de participantes, dependentes e assistidos;
- Comparar as características de governança corporativa de cada Entidade Fechada de Previdência Complementar de acordo com o tipo de patrocínio.

1.5 Hipóteses

H0: Existe associação entre as características de governança corporativa das entidades fechadas de previdência complementar e o porte.

H1: Existe associação entre as características de governança corporativa das entidades fechadas de previdência complementar e o número de participantes, dependentes e assistidos.

H2: Existe associação entre as características de governança corporativa das entidades fechadas de previdência complementar e o tipo de patrocínio.

1.6 Justificativa

O presente estudo é relevante sob o ponto de vista teórico pois buscou concentrar-se nas características de governança corporativa das EFPCs, tratando-se de recomendações que ensejam um maior nível de transparência e convergência de interesses entre as partes envolvidas, diferente do trabalho de Dias (2006), que se concentrou em detalhar o arcabouço normativo e associá-lo à governança corporativa das EFPCs.

Adicionalmente, este estudo aproveita variáveis quantitativas, como o número de participantes (ABRAPP, 2014), ampliando o escopo de outras variáveis usadas em estudos anteriores, como o Porte (SILVA, 2009) e o Tipo de Patrocínio (NASCIMENTO et. al, 2014), para estudar a relação dessas variáveis com as características de governança corporativa, ampliando a discussão teórica sobre o relacionamento de variáveis com as características de governança corporativa das EFPCs.

Por fim, quanto à relevância prática, o presente estudo pode servir de referência para os participantes de EFPCs que desejem identificar as fontes de

conflitos de interesse nas referidas entidades, aos patrocinadores que estejam sensíveis às questões que envolvam os mutuários, aos gestores das EFPCs que buscam orientações sobre o tema, à Previc no sentido de verificar a incidência da aplicação de práticas de governança corporativa pelas entidades por ela supervisionadas, e, também, aos acadêmicos que estejam interessados em se inteirar e dar continuidade a pesquisas sobre o tema.

2 Referencial Teórico

2.1 Entidade Fechada de Previdência Complementar

Em 1923, no Brasil, foi instituído o primeiro dispositivo legal destinado à criação de um sistema de previdência social. O Decreto nº 4.682, de 24 de janeiro de 1923, conhecido como Lei Elói Chaves, determinara a constituição de um programa de pensão que fosse capaz de abranger os empregados de cada empresa ferroviária da época, dando início, desta forma, ao conceito de previdência social no Brasil (MPS, 2004).

O intuito da Previdência Social é amparar e resguardar direitos aos cidadãos que, por diversos motivos, já não podem fazer parte da força de trabalho de um País. O texto da Lei nº 8.213, de 24 de julho de 1991, traz a seguinte definição em seu artigo 1º (BRASIL, 1991):

A Previdência Social, mediante contribuição, tem por fim assegurar aos seus beneficiários meios indispensáveis de manutenção, por motivo de incapacidade, desemprego involuntário, idade avançada, tempo de serviço, encargos familiares e prisão ou morte daqueles de quem dependiam economicamente.

O sistema previdenciário nacional é composto por três diferentes segmentos: Regime Geral de Previdência Social, operado pelo Instituto Nacional de Seguro Social – INSS, Regime Próprio dos Servidores Públicos – RPPS e o regime de Previdência Complementar (MPS, 2005), conforme ilustra a Figura 1:

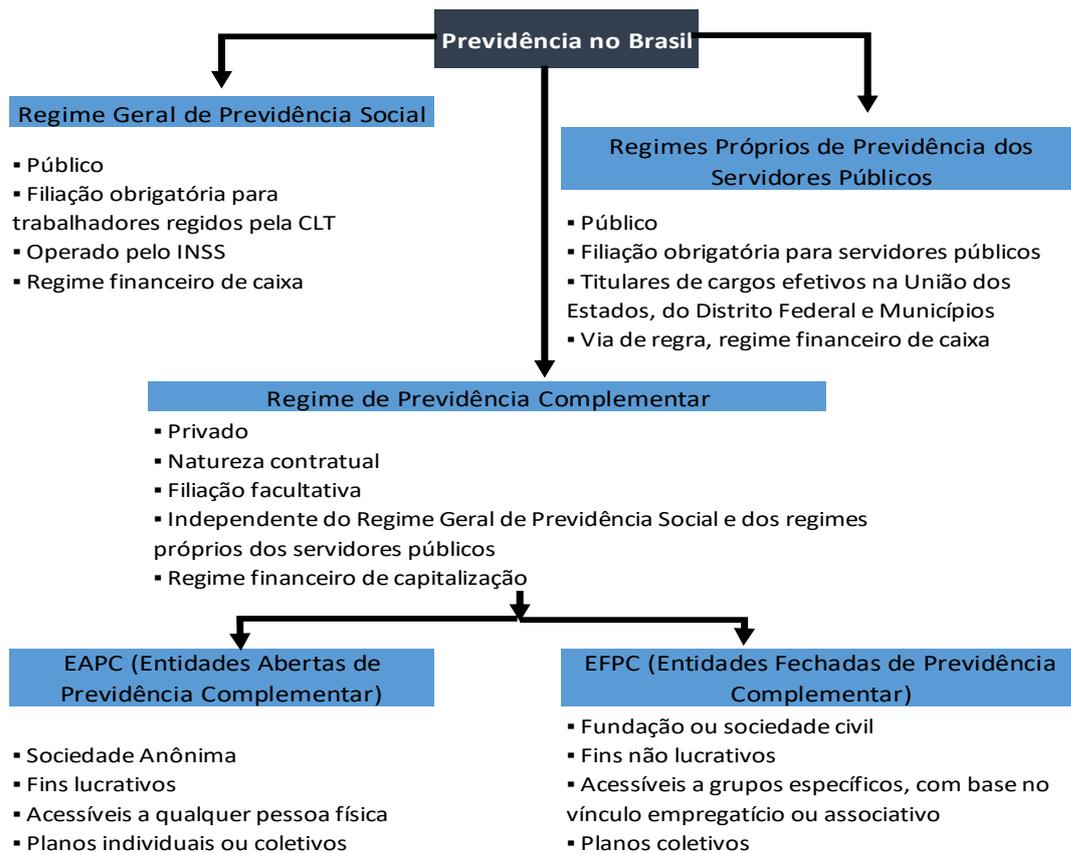


Figura 1 - Estrutura Geral do Sistema de Previdência no Brasil

Fonte: Adaptado de Abrapp (2014, p.15).

De acordo com Soares, Colares e Mattar (2015), o INSS subsidia trabalhadores da iniciativa privada, sejam eles da área urbana ou rural; já o RPPS concede benefícios aos servidores públicos dos diversos entes federativos do País.

Segundo Nascimento et al. (2014), foi da dificuldade que o Estado vem enfrentando para prover um nível de renda semelhante ao que os trabalhadores gozavam em seus períodos economicamente ativos, que surgiu a necessidade de se implementar um modelo alternativo à Previdência Social, dando início, desta forma, à modalidade de previdência complementar.

Assim como preconiza a Constituição Federal, de 5 de outubro 1988, o regime de previdência privada é de caráter complementar e organizado de forma autônoma em relação ao regime geral de previdência social, sendo também de adesão facultativa, baseado na constituição de reservas que garantam o benefício acordado. (BRASIL, 2001a).

O regime de previdência complementar está disposto nos termos do artigo 202 da Constituição Federal, de 1988, oriundo da Emenda Constitucional de nº 20,

instituída em 15 de dezembro de 1998. De modo a elucidar o tema, foram propostas duas leis complementares: a Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001, que se concentra em normas específicas que dizem respeito às EFPCs de patrocínio público e a Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001, que abarca normas gerais sobre a modalidade de previdência complementar, além de discorrer a respeito das EFPCs de patrocínio privado e das particularidades inerentes ao modelo de Previdência Complementar Aberta (PAIXÃO, 2006).

O Quadro 1, a seguir, apresenta a disposição do sistema normativo dos regimes brasileiros de previdência, onde detalha: i) a organização responsável por operar cada regime; ii) a natureza jurídica do regime; iii) forma de instituição de cada regime; iv) o caráter de obrigatoriedade de filiação em cada regime; v) o público alcançado; vi) os órgãos fiscalizadores; vii) os órgãos normativos.

	Regime Geral	Regimes Próprios	Previdência Complementar	
			Aberta	Fechada
Base Constitucional	art.201	art.40	art.202	art.202
Operado por	Autarquia Federal - INSS	Órgãos ou entidades da Administração pública direta ou indireta	Sociedades anônimas (fins lucrativos) (*)	Fundações privadas/sociedades civis (fins não lucrativos)
Natureza	público	público	privada	privada
Instituição	instituído por lei	instituído por lei	contratual	contratual
Filiação	obrigatória	obrigatória	facultativa	facultativa
Abrangência	peças não abrangidas pelos regimes próprios	servidores titulares de cargo efetivo da União, Distrito Federal, Estados e Municípios que têm regime próprio	cerca de 7.000.000 de planos individuais e 150.000 planos empresariais	participantes ativos: 1.780.000 assistidos: 580.000 beneficiários: 4.200.000
Fiscalização	SPS	SPS	SUSEP	PREVIC
Órgão normativo	CNPS	CNPS	CNSP	CNPC

(*) - exceção: LC 109/01, art.77,§1º

Quadro 1 - Regimes de Previdência

Fonte: Adaptado de Paixão (2006, p.3).

Observações: INSS significa Instituto Nacional de Seguro Social, SPS significa Secretaria de Políticas de Previdência Social, SUSEP significa Superintendência de Seguros Privados, Previc significa Superintendência Nacional de Previdência Complementar, CNPS significa Conselho Nacional de Previdência Social, CNSP significa Conselho Nacional de Seguros Privados e CNPC significa Conselho Nacional de Previdência Complementar.

Como citado no Quadro 1, a previdência complementar pode ser aberta. Trata-se da modalidade de investimento na qual instituições financeiras viabilizam o serviço, que deve estar disponível a qualquer cidadão. As Entidades Abertas de Previdência Complementar – EAPCs, têm como órgão normativo o Conselho

Nacional de Seguros Privados – CNSP e são fiscalizadas pela Superintendência de Seguros Privados – SUSEP (SOARES; COLARES; MATTAR, 2015).

As EAPCs são regulamentadas pela Lei Complementar nº 109, de 2001, e sua adesão pode se dar de forma individual, quando contratado por uma pessoa física, ou na forma coletiva, quando uma pessoa jurídica direciona seus colaboradores, ou vinculados, ao modelo aberto de previdência privada (BELTRÃO et al, 2004).

Ainda segundo o Quadro 1 acima, a previdência complementar, também pode ser fechada. Neste caso, as entidades que atuam são as EFPCs, citadas na introdução deste estudo. São entidades sem fins lucrativos, normatizadas pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC e fiscalizadas pela Previc (BCB, 2016).

A Figura 2 ilustra a disposição dos órgãos e entidades que compõem o regime de previdência complementar fechada. O Conselho Nacional de Previdência Complementar - CNPC, nova denominação dada ao Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), é o órgão responsável pela regulamentação do regime de previdência complementar fechado, que integra a estrutura básica do Ministério da Previdência Social (BCB, 2016).

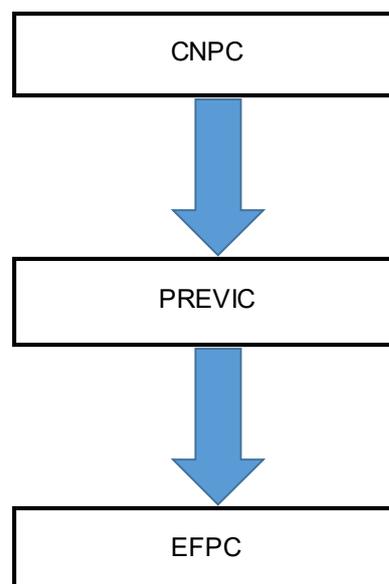


Figura 2 - Regime de Previdência Complementar Fechada

Fonte: Elaborada pelo autor com base em BCB (2016).

Legenda: CNPC significa Conselho Nacional de Previdência Complementar, Previc significa Superintendência Nacional de Previdência Complementar e EFPC significa Entidade Fechada de Previdência Complementar.

A estrutura do CNPC está disposta de acordo com o Decreto nº 7.123, de 3 de março de 2010, tal como representa o Quadro 2 a seguir. O Presidente é o ministro da Previdência Social, abrangendo como representantes outras partes interessadas, inclusive entidades associativas das EFPCs e dos seus participantes.

Composição	Representatividade
Presidente: Ministro da Previdência Social	voto ordinário e voto de qualidade
Representante: Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc	direito a voto
Representante: Secretaria de Políticas de Previdência Complementar do Ministério da Previdência Social	direito a voto
Representante: Casa Civil da Presidência da República	direito a voto
Representante: Ministério da Fazenda	direito a voto
Representante: Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão	direito a voto
Representante: Entidades fechadas de previdência complementar (ABRAPP)	direito a voto
Representante: Patrocinadores e instituidores de planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar	direito a voto
Representante: Participantes e assistidos de planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar (ANAPAR)	direito a voto

Quadro 2 - Estrutura do CNPC

Baseado nos dispositivos do Decreto nº 7.123 de 2010 (BRASIL, 2010).

A Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), citada na Figura 2, é uma autarquia especial vinculada ao Ministério da Previdência Social, instituída com a incumbência de supervisionar e fiscalizar as EFPCs, também citadas na referida figura (BCB, 2016).

As EFPCs foram concebidas com o intuito de prover um benefício complementar aos cidadãos, de modo a ampará-los quando não mais puderem fazer parte da força de trabalho da economia.

As EFPCs atuantes no Brasil podem ser classificadas de acordo com a natureza jurídica de seu patrocinador, que pode ser tanto público quanto privado (DIAS, 2006). Não só como medida social, mas também como forma de incentivo trabalhista, os patrocinadores estabelecem esse modelo de previdência complementar, no qual incorrem em contribuição ordinária, assim como os

participantes. As contribuições dos patrocinadores de natureza pública não podem exceder o montante pago pelos contribuintes (SILVA, 2009).

As EFPCs, também, podem ser constituídas por instituidores, e para tal, de acordo com o art. 2 da Resolução CGPC nº 12, de 17.09.2002, serão considerados instituidores:

- I – Os conselhos profissionais e entidades de classe nos quais seja necessário o registro para o exercício da profissão;
- II – Os sindicatos, as centrais sindicais e as respectivas federações e confederações;
- III – As cooperativas que congreguem membros de categorias ou classes de profissões regulamentadas;
- IV – As associações profissionais, legalmente constituídas;
- V – Outras pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, não previstas nos incisos anteriores, desde que autorizadas pelo órgão fiscalizador (BRASIL, 2002).

Os fundos privados de previdência complementar fechados só podem ser constituídos por iniciativa da empresa patrocinadora ou organização associativa, denominada instituidora (BRASIL, 2001b). O caráter jurídico que será atribuído à EFPC não se baseia, simplesmente, em quem deu origem ao fundo, mas sim em quem, de fato, é o controlador, caso haja, da empresa patrocinadora (DIAS, 2006).

A pesquisa realizada pela Abrapp no terceiro trimestre de 2013, retratou o perfil das EFPCs brasileiras por tipo de patrocínio nas diferentes regiões do País. A região Sudeste apresentou a maior concentração de EFPCs totalizando 190, dentre elas, predomínio das entidades de patrocínio privado, no percentual de 79,60%. A análise do número total de EFPCs considerado na amostra da pesquisa da Abrapp com 301 entidades, constatou que as entidades de patrocínio privado possuíam 67,60% de participação no mercado de previdência complementar brasileiro (ABRAPP, 2014).

De acordo com o art.14 da Lei Complementar nº 109, de 2001, os contribuintes poderão, em casos de cessão do vínculo empregatício com o patrocinador ou associativo com o instituidor, realizar a portabilidade dos seus benefícios para outro plano, mesmo antes de serem cumpridos os requisitos para acesso ao benefício pleno - também é do direito do participante, se assim preferir, a

permanência no fundo que se encontra estabelecido, efetuando as contribuições normalmente (BRASIL, 2001b).

Os resultados deficitários, que porventura venham a acontecer, serão equacionados por participantes, assistidos e patrocinadores, na proporção de suas respectivas contribuições. Esse aporte emergencial pode ser efetuado por intermédio do aumento das parcelas de contribuição, estabelecimento de contribuição especial ou redução no montante do benefício a ser pago aos assistidos, observando-se sempre as normas estabelecidas pelo órgão regulador e fiscalizador (BRASIL, 2001b).

Em situação oposta, quando do superávit, deverá ser constituído um fundo de reserva especial, a fim de amparar os planos em eventuais déficits futuros, em caso da não utilização desta reserva no período de três exercícios consecutivos, deverão ser revistas as parcelas de contribuição a serem pagas por patrocinadores e contribuintes (BRASIL, 2001b).

O art. 7º da Lei Complementar nº 109, de 2001, estabeleceu três padrões de modalidade que os planos de benefícios devem seguir, Benefício Definido (BD), Contribuição Definida (CD) e Contribuição Variável (CV), cujas características estão dispostas nos termos em que se apresentam no Quadro 3. Na previdência complementar fechada, a capitalização pode ser individual, por intermédio dos planos de CD, como também coletiva, por meio dos planos de BD, nos quais os contribuintes formarão um fundo coletivo e terão seus benefícios concedidos a partir de um patrimônio comum, compartilhado por todos (BELTRÃO et al., 2004).

Modalidade	Características
Plano Benefício Definido	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Benefícios previamente estabelecidos ▪ Benefícios vitalícios ▪ Contribuições variáveis ▪ Necessidade de avaliação atuarial periódica ▪ Patrimônio coletivo
Plano Contribuição Definida	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Os benefícios dependerão, necessariamente, do tempo de participação, do valor das contribuições e do desempenho da rentabilidade no período. ▪ Contribuições previamente estabelecidas ▪ Patrimônio independente
Plano Contribuição Variável	<ul style="list-style-type: none"> ▪ A modalidade reúne características dos modelos BD e CD ▪ Contribuição definida na fase ativa do participante ▪ Benefício vitalício para os assistidos

Quadro 3 - Modalidades dos Planos de Benefícios

Fonte: Quadro elaborado pelo autor baseado em Torres et al, (2010, p.389).

De acordo com o art.35 da Lei Complementar nº 109, de 2001, as entidades fechadas de previdência complementar deverão dispor de uma estrutura mínima composta por: Conselho Deliberativo, Conselho Fiscal e Diretoria-Executiva (BRASIL, 2001b). O detalhamento dessa estrutura mínima será descrito na Seção 2.2, a qual dispõe a respeito da governança das EFPCs.

O mercado financeiro possibilita às EFPCs atuarem como agentes superavitários, investindo os recursos dos participantes, vislumbrando auferir rentabilidades condizentes com as metas atuariais previamente propostas. Dado o alto volume de recursos movidos pelas entidades, os agentes deficitários passaram a depender dos investimentos ofertados pelas EFPCs para dar liquidez e sustentação à evolução dos negócios⁴ (AMARAL et al, 2004).

Apesar da relevância da atividade de uma EFPC para o mercado financeiro, os investimentos feitos pelas entidades configuram-se como atividade-meio delas, que tem como propósito principal o pagamento do benefício aos seus assistidos (ALVES; BEZERRA; SANCHES, 2009).

A Figura 3 apresenta a dinâmica financeira que envolve a atividade de uma EFPC, originando-se na contribuição de patrocinadores e participantes, passando pela etapa de aplicação dos recursos no mercado financeiro, até o pagamento dos benefícios devidos aos assistidos.

⁴ Embora não seja o objetivo deste estudo, é útil frisar que as EFPCs podem ser estudadas na literatura como um tipo de investidor institucional, com atuação no mercado de capitais, ofertando recursos e atuando na capitalização de empresas no País.

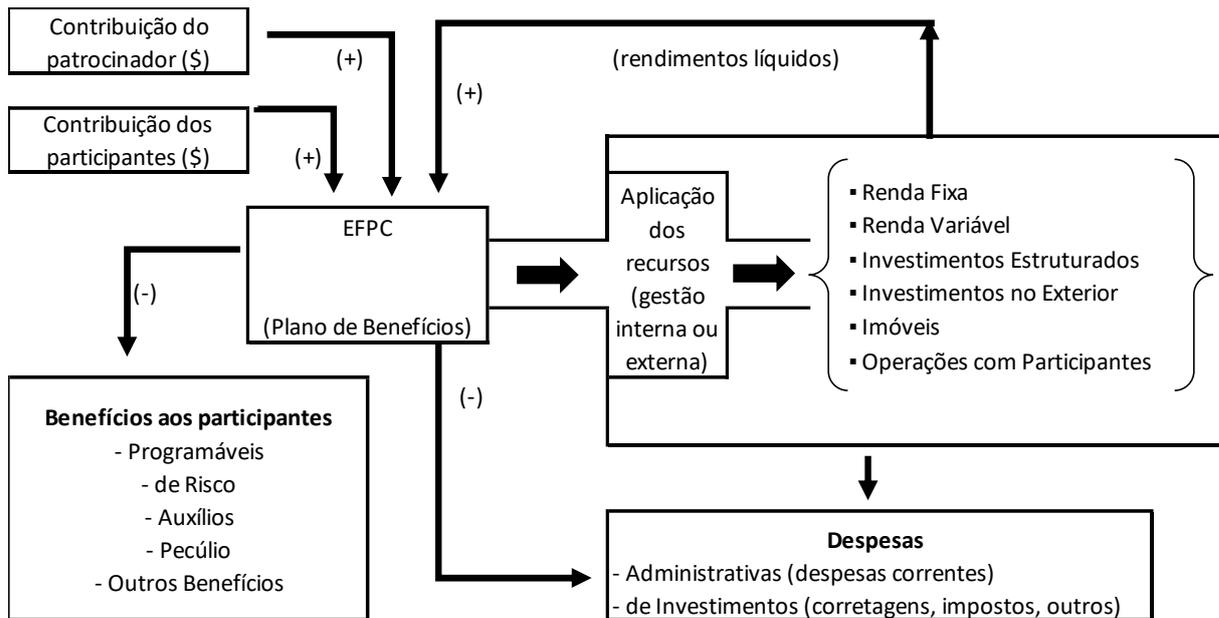


Figura 3 - Esquema geral de funcionamento de uma EFPC

Fonte: Adaptado de Pinheiro (2007, p.43) e Brasil (2009).

Legenda: Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPC); entrada de fluxos financeiros (+); saída de fluxos financeiros (-).

Os processos descritos na Figura 3 devem ser constantemente monitorados pelas EFPCs, de modo a mitigar os riscos inerentes às atividades, uma vez que tais entidades administram recursos de terceiros (RIECHE, 2005). A este respeito, Torres et al (2010) e Rieche (2005) ressaltam a importância da adoção de mecanismos de gestão de riscos nas EFPCs, cabendo aos gestores da entidade a implementação de um processo de controle sistemático que seja capaz de monitorar os riscos que ameacem os objetivos estratégicos da organização.

Os riscos aos quais as atividades das EFPCs estão sujeitas constam do Quadro 4, abrangendo os riscos de mercado, crédito, operacional, de liquidez, atuarial e legal. Segundo Amaral et al (2004), os principais riscos aos quais as EFPCs estão sujeitas são o atuarial e o de mercado. Por isso, para que se atenuem o risco atuarial, as decisões de investimento tomadas pelas EFPCs devem levar em conta a modalidade do plano de benefícios, seu grau de maturação, suas especificidades e as características de suas obrigações, bem como o cenário macroeconômico vigente, para que desta forma, os investimentos propostos estejam consonantes com as necessidades de cada indivíduo interessado (PREVIC, 2010).

Categoria	Descrição
Risco de Mercado	Risco de perdas no valor do portfólio decorrente de flutuações nos preços e taxas de mercado
Risco de Crédito	Refere-se ao risco de que uma mudança na qualidade do crédito de uma contraparte reduza o valor do portfólio.
Risco Operacional	Possibilidade de retornos abaixo ou acima do esperado em virtude dos seus sistemas, práticas e medidas de controle não sejam capazes de resistir às falhas humanas ou falhas de infraestrutura
Risco de Liquidez	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Situações em que a entidade pode não ser capaz de executar uma transação ao preço de mercado atual em função de insuficiência de atividade no mercado ▪ Situações de incapacidade de cumprimento de alguma obrigação, em virtude da falta de liquidez de caixa, forçando a liquidação de ativos em condições desfavoráveis
Risco Atuarial	Risco de descasamento entre ativos e passivos de uma entidade, repercutindo na capacidade de pagamento dos benefícios.
Risco legal	Situações em que a negligência de dispositivos legais possa implicar em perdas, de diversas naturezas, para a entidade

Quadro 4 - Riscos que envolvem a atividade de Previdência Complementar

Fonte: Adaptado de Torres et al. (2010) e Rieche (2005).

O risco de mercado, também citado no Quadro 4, está diretamente relacionado ao desempenho da economia como um todo. Entretanto, teorias de finanças sugerem que tal risco pode ser mitigado por intermédio da diversificação da carteira de ativos, evitando uma grande alocação de recursos em apenas uma modalidade de investimento (AMARAL et al, 2004).

Desta forma, visando à diversificação de riscos, as EFPCs desenvolvem, previamente, uma política de investimento para balizar as decisões no período proposto e buscam a aderência dos investimentos realizados às disposições da política de investimento, que é uma importante medida para se reduzir os riscos de mercado, tendo em vista que são estipulados, nesses documentos, volumes de alocações que levam em consideração o perfil de risco do ativo (PREVIC, 2010).

O CMN, além de estabelecer normas para o funcionamento do sistema financeiro, também é responsável pela formulação das políticas monetárias e de crédito do País, prezando pelo desenvolvimento econômico e social do Brasil (BCB, 2016).

O CMN, por meio da Resolução nº 3.792, de 24 de setembro de 2009, reforça a obrigatoriedade da formulação da política de investimento, que deve ser elaborada

pela Diretoria Executiva e deve passar pela aprovação do Conselho Deliberativo. O Quadro 5 detalha os itens obrigatórios na estrutura da política de investimento.

Inciso	Descrição
I	A alocação de recursos e os limites por segmento de aplicação;
II	Os limites por modalidade de investimento, se estes forem mais restritivos que os estabelecidos nesta Resolução;
III	A utilização de instrumentos derivativos;
IV	A taxa mínima atuarial ou os índices de referência, observado o regulamento de cada plano de benefícios;
V	A meta de rentabilidade para cada segmento de aplicação;
VI	A metodologia ou as fontes de referência adotadas para apreçamento dos ativos financeiros;
VII	A metodologia e os critérios para avaliação dos riscos de crédito, de mercado, de liquidez, operacional, legal e sistêmico;
VIII	A observância ou não de princípios de responsabilidade socioambiental.

Quadro 5 - Elementos obrigatórios na estrutura da Política de Investimento

Fonte: elaborado pelo autor com base em (BRASIL, 2009)

O CMN estipula limites máximos de alocação a serem seguidos pelas EFPCs, para evitar que os fundos de pensão assumam riscos excessivos (BRASIL, 2009). O Quadro 6 ilustra a classificação das modalidades de investimentos, e seus respectivos limites de alocação, estipulada pelo artigo 17 da Resolução CMN nº 3.792, de 2009, para as EFPCs:

Modalidade	Renda Fixa	Renda Variável		
Percentuais	Até 100%: ▪ títulos da dívida pública mobiliária federal ▪ Cotas de fundos de investimentos que sejam compostos, exclusivamente, por títulos da dívida pública federal	Até 70%: ▪ Ações de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Novo Mercado da BM&FBovespa		
		Até 60%: ▪ Ações de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Nível 2 da BM&FBovespa		
	Até 80%: ▪ Ativos de renda fixa, exceto títulos da dívida mobiliária federal ▪ LF, CDB e DPGE ▪ Debêntures	Até 50%: ▪ Ações de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Bovespa Mais da BM&FBovespa		
		Até 45%: ▪ Ações de companhias abertas admitidas à negociação no segmento Nível 1 da BM&FBovespa		
	Até 20%: ▪ Notas Promissórias ▪ CCB e CCCB ▪ NCE e CCE ▪ FIDC e de fundo de cotas de FIDCs ▪ CRI ▪ CCI ▪ Títulos do agronegócio ▪ Demais títulos e valores mobiliários de companhias abertas ou de securitizadoras	Até 35%: ▪ Ações sem classificação de governança corporativa ▪ Cotas de ETFs		
		Até 20%: ▪ Títulos e valores mobiliários de emissão de SPE		
		Até 3%: ▪ Demais investimentos classificados no segmento de renda variável.		
Modalidade	Investimentos Estruturados	Investimentos no Exterior	Imóveis	Operações com Participantes
Percentuais	Até 20%: ▪ Fundos de participação	Até 10%	Até 8%	Até 15%
	Até 10%: ▪ Cotas de fundos de investimento imobiliário ▪ Cotas de fundos de investimento e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado.			

Quadro 6 - Limites por Modalidade de Investimento

Fonte: Adaptado da Resolução CMN 3.792 (BRASIL, 2009).

Legenda: LF significa 'Letra Financeira'; CDB significa 'Certificado de Depósito Bancário'; DPGE significa 'Depósitos a Prazo com Garantia Especial'; CCB significa 'Cédulas de crédito bancário'; CCCB significa 'Certificados de cédulas de crédito bancário'; NCE significa 'Notas de crédito à exportação'; CCE significa 'Cédulas de crédito à exportação'; FIDC significa 'Cotas de fundos de investimento em direitos creditórios'; CRI significa 'Certificados de recebíveis imobiliários'; CCI significa 'Cédulas de crédito imobiliário'; ETF significa 'Cotas de fundos de índices de ações'; SPE significa 'Sociedades de Propósito Específico'.

Por fim, deve-se citar, ao concluir esta seção do referencial teórico, que a Resolução CMN nº 3.792, de 2009, revogou a Resolução CMN nº 3.456, de 1º de junho de 2007, e trouxe dispositivos novos, como por exemplo o acréscimo dos segmentos de investimentos estruturados e investimentos no exterior (BRASIL, 2009).

2.2 Governança Corporativa e EFPCs

Esta seção apresenta aspectos conceituais relacionados à governança corporativa e a EFPCs. Inicialmente, segundo Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa é o canal que alinha os interesses e expectativas das diversas partes interessadas, tais como acionistas, conselhos de administração, credores e direção das empresas, de modo a incutir um padrão de conduta que assegure aos credores e acionistas o retorno de seus investimentos.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, conceitua governança corporativa da seguinte forma:

A Governança Corporativa envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e *stakeholders*. A Governança Corporativa fornece também a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos e determinam-se os meios para alcançar esses objetivos e para monitorar o desempenho (OCDE, 2015, p. 9)⁵.

Jensen e Meckling (1976) definiram a relação de agência como aquela em que o proprietário de uma organização (principal) contrata outra pessoa (agente) – ou grupo de pessoas – de forma remunerada, para prestar serviços relacionados em nome do principal. Desse modo, o agente passa a tomar decisões em nome do proprietário. Tais autores destacam ainda que, se ambas as partes, principal e agente, buscarem a maximização de seus interesses, os resultados tendem a ser dissonantes, com o agente optando por decisões que potencializarão o seu próprio interesse.

Duarte (2011) reforça que, com a fragmentação do comando das empresas, a função de dirigir as atividades passou a ser delegada a profissionais especializados, o que deu início a uma série de tomada de decisões desalinhadas com as expectativas dos proprietários – situação conhecida como conflito de agência. Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos para minimizar o conflito de agência (custos de agência) são, basicamente: custos de confecção e formulação de

⁵ Tradução livre do autor.

contratos entre agente e principal, gastos com monitoramento das atividades desenvolvidas pelo agente, custos dos gestores na tentativa de promover transparência em suas próprias atividades e as perdas residuais.

Existem diferentes abordagens para estudar a governança corporativa. Uma delas contempla a maximização do retorno dos acionistas (*shareholders*) – abordagem baseada na Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976). A outra contempla a conciliação de múltiplos objetivos das diversas partes interessadas (*stakeholders*) que contribuem para a atividade de uma organização – abordagem baseada na Teoria dos *Stakeholders* (FREEMAN, 1994).

Segundo Machado Filho (2006), os mecanismos de governança são as forças de controle que auxiliam as organizações na tentativa de se mitigar os riscos oriundos de potenciais conflitos de interesses. Machado Filho (2006) divide ainda esses mecanismos em dois grupos: Mecanismos Externos (sistema político-legal e regulatório; mercado de capitais e do produto) e Mecanismos Internos (sistema de controle exercido pelo conselho, sistema de remuneração e outros incentivos).

A OCDE (2015, p.19) pontua recomendações a serem seguidas na definição da estrutura de governança corporativa de entidades atuantes nos mercados de economia aberta:

II) A estrutura de governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e garantir o tratamento equitativo de todos eles, inclusive minoritários e estrangeiros. Todos acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva para qualquer violação dos seus direitos.

III) A estrutura de governança corporativa deve reconhecer os direitos de partes interessadas estabelecidos por lei ou por meio de acordos mútuos e incentivar a cooperação ativa entre empresas e partes interessadas na criação de riqueza, empregos e a sustentabilidade da estrutura financeira das empresas.

IV) A estrutura de governança corporativa deve garantir que a oportuna e precisa divulgação de informações seja feita em relação à todas as questões importantes que dizem respeito à corporação, incluindo a situação financeira, desempenho, participação acionária e governança da empresa.

Uma entidade que atua na promoção e na disseminação dos conceitos de governança corporativa é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC),

que, à semelhança da OCDE no exterior, desenvolve guias de boas práticas de governança corporativa que levam em consideração as particularidades das organizações brasileiras (ANDRADE; ROSSETTI, 2004).

O Quadro 7 apresenta os quatro princípios que o IBGC (2015) traz em seu código de governança corporativa, de modo a nortear as práticas a serem seguidas pelas organizações:

Princípios	Descrição
Transparência	<ul style="list-style-type: none"> • Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da organização.
Equidade	<ul style="list-style-type: none"> • Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.
Prestação de Contas (accountability)	<ul style="list-style-type: none"> • Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.
Responsabilidade Corporativa	<ul style="list-style-type: none"> • Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das organizações, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e suas operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional, etc.) no curto, médio e longo prazos.

Quadro 7 - Os 4 Princípios básicos de Governança Corporativa – IBGC

Fonte: Elaborado pelo autor com base em IBGC (2015).

O IBGC (2015) cita, ainda, a auditoria independente e a auditoria interna como órgãos de governança na estrutura de uma organização. Quanto à ouvidoria – também citada por IBGC (2015) –, Alves (2012) pontua, em seu estudo, que o seu estabelecimento pode contribuir para as atividades dos referidos órgãos de governança corporativa.

A governança corporativa no Brasil foi reforçada, também, pela atuação normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que, como órgão responsável pela regulação do mercado de capitais, assumiu o papel de auxiliar na difusão e promoção de conceitos de governança corporativa para as organizações brasileiras (CAAMAÑO, 2007).

Nesse contexto, a CVM elaborou um documento que sugere algumas recomendações sobre governança corporativa a serem adotadas pelas organizações brasileiras e, para tal, estabeleceu orientações do tipo “pratique ou explique”, no qual as empresas informariam o nível de cumprimento das recomendações ou explicariam o motivo da não adoção dessas recomendações (CVM, 2002).

Ainda que a divulgação de princípios de governança corporativa não faça parte das atribuições legais do órgão regulador, a iniciativa da CVM evidencia a proeminência do tema no sentido de se estabelecer um desenvolvimento consistente dos mercados de capitais no Brasil (ANDRADE; ROSSETTI, 2012).

Na sequência desta seção, serão detalhados estudos e referências que dizem respeito ao estudo da governança corporativa e sua aplicabilidade às EFPCs. Inicialmente, em Dias (2006), apresenta-se estudo em que se aplica a teoria da agência à atuação das EFPCs. Com base nesse estudo, o conflito de agência previamente citado nesta seção, contempla três partes interessadas: o patrocinador, os participantes e assistidos e a diretoria executiva.

Em Filho (2004) aborda-se que a OCDE define o conflito de agência em EFPCs com três interessados, quais sejam, os participantes e beneficiários (principal), de um lado, e os patrocinadores e gestores (agentes) de outro, entretanto, pontua que tal discriminação é questionável devido ao interesse dos patrocinadores de que haja resultados positivos nos planos, em especial nos planos BD, uma vez que implicaria numa redução das contribuições.

Em Reichenstein (1994), não se enfatiza um conflito de interesses latente na relação entre EFPCs e patrocinadores, ao contrário, descreve-se que o desempenho de uma EFPC influi diretamente no valor da empresa patrocinadora. Essa relação seria melhor definida como uma *joint venture*, na qual patrocinadores e participantes se beneficiam de um bom desempenho dos planos.

Para Rabelo (1998), a adequação da governança corporativa nas EFPCs extrapola os procedimentos internos e repercute nas empresas investidas, uma vez que tais empresas precisam adequar-se a padrões mínimos de governança que justifiquem o investimento despendido pelas EFPCs. Por isso, a implementação de princípios de governança corporativa nas EFPCs tem a capacidade de promover um ciclo virtuoso de adoção de tal implementação, promovido por diversas empresas.

Em Punsuvo, Kayo e Barros (2007) buscou-se investigar se a participação acionária dos fundos de pensão exerce influência sobre a qualidade da governança corporativa das empresas. Ao se considerar um contexto nacional em que as participações acionárias são concentradas – a exemplo do Brasil –, é possível que bons procedimentos de governança corporativa sejam preteridos por uma participação mais incisiva das EFPCs nas diretrizes da organização, implementando, desta forma, as ações que julgarem mais pertinentes.

Conforme citado por Machado Filho (2006), o sistema político-legal e regulatório pode ser entendido como um mecanismo externo de governança corporativa. Quanto ao aspecto regulatório, enfatiza-se neste estudo que em 2011 a OCDE estabeleceu um conjunto de quinze princípios de regulação dos sistemas de EFPC direcionados ao mercado de previdência complementar (Apêndice 1).

Adicionalmente, quanto aos aspectos relacionados à governança corporativa em EFPCs no Brasil, é útil explicitar determinações normativas presentes nas leis complementares 108 e 109, ambas de 2001, que, entre outros pontos, definem as obrigações e a composição dos Conselhos Deliberativo e Fiscal e Diretoria Executiva.

Segundo Brasil (2001a): “O Conselho Deliberativo, órgão máximo da estrutura organizacional, é responsável pela definição da política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios”. Ainda de acordo com (BRASIL, 2001a) cabe ao Conselho Deliberativo as tarefas de:

- I – Política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios;
- II – Alteração de estatuto e regulamentos dos planos de benefícios, bem como a implantação e a extinção deles e a retirada de patrocinador;
- III – gestão de investimentos e plano de aplicação de recursos;
- IV – Autorizar investimentos que envolvam valores iguais ou superiores a cinco por cento dos recursos garantidores;
- V – Contratação de auditor independente atuário e avaliador de gestão, observadas as disposições regulamentares aplicáveis;
- VI – Nomeação e exoneração dos membros da diretoria-executiva; e
- VII – exame, em grau de recurso, das decisões da diretoria-executiva.

Por sua vez, o Conselho Fiscal é definido pela Previc (2012) como parte integrante do sistema de governança das EFPCs, exercendo funções para o controle interno, fiscalização e monitoramento dos resultados.

A legislação atribui ao conselho fiscal das EFPCs um papel de relevância e fidúcia, que é o de exercer o controle interno, fiscalizar e emitir relatórios, manifestando-se perante a entidade, seus participantes e assistidos, patrocinadores e instituidores.

O Conselho Deliberativo de EFPCs de patrocínio público deve ser composto por, no máximo, 6 membros, sendo obrigatória a paridade entre representantes da patrocinadora e dos participantes (BRASIL, 2001b). Já o Conselho Fiscal deve ser formado por, no máximo, 4 membros, e nas EFPCs de patrocínio público, a paridade entre representantes da patrocinadora e participantes é obrigatória (BRASIL, 2001b).

Nas EFPCs de patrocínio privado, o estatuto deve assegurar aos participantes, pelo menos, um terço dos assentos no Conselho Deliberativo e no Conselho Fiscal. Tais representações devem estar previamente divulgadas nos estatutos da entidade (BRASIL, 2001b).

Quanto à Diretoria Executiva, a Previc (2010, p.15) afirma o seguinte:

(...) É o órgão responsável pela administração da entidade e possui no máximo seis membros, cuja forma de composição e mandato, se houver, devem estar previstos no estatuto da entidade.

A Diretoria Executiva deve exercer suas atribuições em conformidade com a política de administração traçada pelo Conselho Deliberativo. A comunicação a conselheiros, patrocinadores, instituidores, participantes e assistidos está entre as suas principais atribuições, destacando-se que as informações devem ser prestadas de forma regular e imediata (...).

A Previc (2012) reforça a importância de que as EFPCs fomentem um ambiente organizacional que seja capaz de: i) convergir os interesses das partes interessadas; ii) estabelecer processos internos que responsabilizem os gestores por suas decisões tomadas; iii) viabilizar o compartilhamento de decisões de significativa representatividade; iv) constituir comitês consultivos para o assessoramento de atividades-chave.

Na perspectiva regulamentar, a Resolução CGPC 13, de 2004, e a Resolução CMN 3.792, de 2009, trazem normas de governança corporativa às quais as EFPCs

devem se submeter. O Quadro 8 traz um compilado de algumas dessas normas contidas nas duas resoluções referidas neste parágrafo e que devem ser consideradas por uma EFPC em suas atividades.

Tema	Fonte/Artigo	Dispositivo
Aspectos gerais	CGPC Nº13, de 2004, Art. 1º	As entidades fechadas de previdência complementar - EFPC devem adotar princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos adequados ao porte, complexidade e riscos inerentes aos planos de benefícios por elas operados, de modo a assegurar o pleno cumprimento de seus objetivos.
	CGPC Nº13, de 2004, Art. 1º § 2º	Poderá ser adotado manual de governança corporativa, que defina as relações entre órgãos estatutários da EFPC com participantes, assistidos, patrocinadores, instituidores, fornecedores de produtos e serviços, autoridades e outras partes interessadas.
Riscos	CMN Nº 3.792, de 2009, Art. 11	A EFPC deve adotar regras, procedimentos e controles internos, observados o porte, a complexidade, a modalidade e a forma de gestão de cada plano por ela administrado, que possibilitem que limites, requisitos, condições e demais disposições sejam permanentemente observados.
	CGPC Nº13, de 2004, Art. 1º § 1º	A EFPC deverá observar padrões de segurança econômico-financeira e atuarial, com fins específicos de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios, isoladamente, e da própria entidade fechada de previdência complementar, no conjunto de suas atividades.
Diretrizes para aplicação dos recursos pelos administradores	CMN Nº 3.792, de 2009, Art. 5º	A aplicação dos recursos deve observar a modalidade do plano de benefícios, suas especificidades e as características de suas obrigações, com o objetivo da manutenção do equilíbrio entre os seus ativos e passivos.
	CMN Nº 3.792, de 2009, Art. 8º	A aplicação dos recursos dos planos da EFPC requer que seus administradores e demais participantes do processo decisório dos investimentos sejam certificados por entidade de reconhecida capacidade técnica.

Quadro 8 - Normas legais de Governança Corporativa para EFPCs

Fonte: Quadro elaborado pelo autor com base em Brasil (2004, 2009).

Legenda: CMN significa 'Conselho Monetário Nacional', CGPC significa 'Conselho de Gestão de Previdência Complementar' e EFPC significa 'Entidade Fechada de Previdência Complementar'.

Além dos aspectos legais, existem iniciativas de entidades de classe no sentido de explorar questões a respeito de governança corporativa para EFPCs. A Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP, desenvolveu uma pesquisa junto a 46 entidades associadas, com o intuito de identificar compromissos, práticas e indicadores de desempenho que possibilitassem uma análise a respeito da adoção de práticas de governança corporativa nas EFPCs (ABRAPP, 2014).

Segundo a ABRAPP, para que se promova um ambiente de constante controle dos processos internos, é essencial que as entidades constituam outras instâncias de monitoramento e assessoramento, e não só aquelas previstas em lei –, por isso, a referida pesquisa da ABRAPP buscou identificar a incidência dessas instâncias, como apresenta a Figura 4:

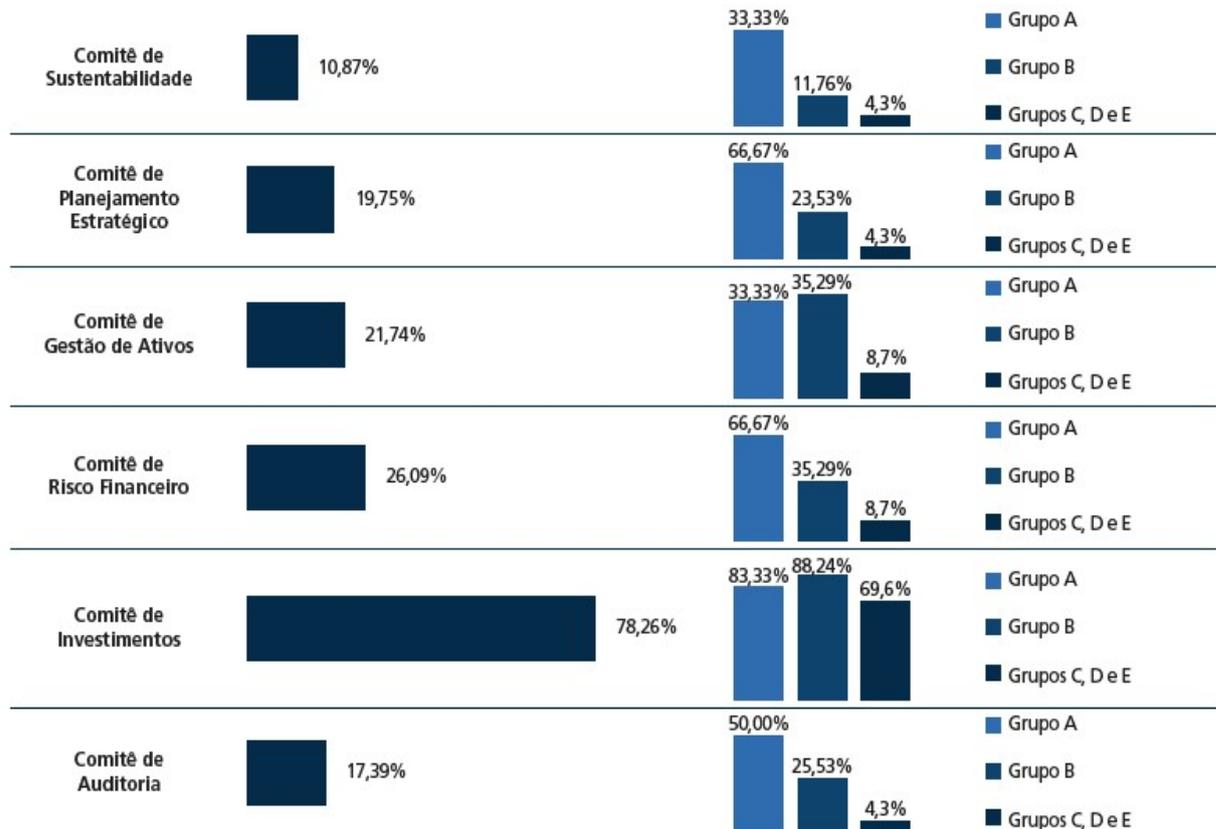


Figura 4 - Comitês Instituídos pelas EFPCs da pesquisa

Fonte: (ABRAPP, 2014).

Legenda: Grupo A (total de ativos: acima de R\$ 15 bilhões; respondentes: 6); Grupo B: (total de ativos: R\$ 2 bilhões a R\$ 15 bilhões; respondentes: 17); Grupo C: (total de ativos: R\$ 500 milhões a R\$ 2 bilhões; respondentes: 15); Grupo D: (total de ativos: R\$ 100 milhões a R\$ 500 milhões; respondentes: 6); Grupo E (total de ativos: até R\$ 100 milhões; respondentes: 2).

Com relação aos comitês citados anteriormente, verifica-se que a Previc também aborda o assunto ao disseminar recomendações a respeito da governança corporativa em EFPCs. Neste sentido, foram publicados em 2010 e em 2012, respectivamente, os seguintes documentos: ‘Guia Previc – Melhores Práticas em Fundos de Pensão’ e ‘Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar’ (PREVIC, 2010, 2012).

O ‘Guia Previc – Melhores Práticas em Fundos de Pensão’ foi elaborado com o intuito de orientar os dirigentes, participantes, assistidos, patrocinadores,

instituidores e funcionários das EFPCs quanto à necessidade da adoção de uma conduta idônea no cumprimento das atividades inerentes à gestão dos fundos de pensão. O referido guia possui uma seção sobre o tema 'Governança Corporativa' (PREVIC, 2010).

Adicionalmente, o guia citado no parágrafo anterior abrange um conjunto de recomendações que partiu de uma interpretação de pontos oriundos do arcabouço legal, objetivando, desta forma, estabelecer uma diretriz sobre alguns tópicos importantes no desenvolvimento das atividades de previdência complementar fechada. A autarquia ainda pontua que o documento não pretende exaurir o debate sobre o tema (PREVIC, 2010).

Por sua vez, a recomendação da Previc sobre melhores práticas de governança corporativa para EFPC, publicada em 2012, buscou difundir conhecimentos para contribuir com a consecução dos objetivos estatutários das EFPCs e com a gestão eficiente do patrimônio de seus participantes (PREVIC, 2012). O documento apresenta particularidades que contemplam a adoção das práticas de governança corporativa e sugerem ações que extrapolam os itens presentes nos dispositivos legais.

As recomendações elaboradas pela Previc, combinado com o que foi citado no referencial teórico serviram de base para o desenvolvimento do Quadro 9, o qual apresenta categorias e subcategorias que podem servir para analisar as características de governança corporativa das EFPCs no Brasil.

Categoria	Subcategoria	Referências
Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas	• Descrição dos objetivos da EFPC	• SILVA (2009)
	• Descrição da política de relacionamento com os participantes e assistidos	• BRASIL (2004)
	• Menção à política de relacionamento com Patrocinadores	• PREVIC (2012)
	• Menção à política de relacionamento com os funcionários	• BRASIL (2004)
	• Descrição da política de relacionamento com as demais partes interessadas	• BRASIL (2004)
Conselho Deliberativo	• Número de conselheiros (inclui proporção de participantes)	• BRASIL (2001b)
	• Referência ao mandato dos membros do Conselho	• PREVIC (2012)
	• Menção aos critérios de seleção e/ou destituição dos membros do Conselho	• PREVIC (2012)
	• Descrição das responsabilidades do Conselho	• BRASIL (2001a)
Órgãos de Governança	• Menção à periodicidade das reuniões ordinárias do Conselho	• PREVIC (2012)
	• Descrição das responsabilidades do Conselho Fiscal	• PREVIC (2012)
	• Referência ao estabelecimento de Comitês de apoio ao Conselho Deliberativo	• PREVIC (2012)
	• Menção à Ouvidoria	• PREVIC (2010)
	• Referência à auditoria interna	• PREVIC (2012)
Gestão de riscos	• Menção à auditoria independente	• PREVIC (2010)
	• Menção a mecanismos de identificação e avaliação de riscos	• RIECHE (2005)
	• Menção a ferramentas de monitoramento e mitigação de riscos	• PREVIC (2012)
	• Referência à área de riscos na estrutura organizacional da EFPC	• PREVIC (2010)
	• Referência à segregação dos ativos por plano de benefícios	• PREVIC (2010)
	• Menção à emissão de relatórios de risco	• PREVIC (2012)

Quadro 9 - Proposta de quadro para caracterizar a Governança Corporativa das EFPCs

Fonte: Quadro elaborado pelo autor a partir do referencial teórico, especialmente com base em PREVIC (2010, 2012).

A categoria 'Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas' visa lançar mão de medidas essenciais à criação, por parte das EFPCs, de um conjunto de ações que convirjam no sentido de viabilizar o estabelecimento e alcance dos objetivos da EFPC (Quadro 9). As subcategorias que servem de apoio à categoria são: descrição dos objetivos da EFPC, descrição da política de relacionamento com os participantes e assistidos, menção à política de relacionamento com patrocinadores, menção à política de relacionamento com os funcionários e descrição da política de relacionamento com as demais partes interessadas (exemplos: fornecedores, reguladores).

A categoria denominada 'Conselho Deliberativo', citada no Quadro 9, busca verificar as práticas decorrentes no âmbito do conselho deliberativo de uma EFPC. Por representar a instância máxima de atuação em uma entidade, o conselho deliberativo torna-se a linha de frente da fiscalização e sustentabilidade do sistema de previdência complementar fechado (PREVIC, 2010, 2012). As subcategorias mais relevantes para operacionalizar a categoria foram: número de membros do

Conselho (inclui proporção de participantes no Conselho), referência ao mandato dos membros do Conselho, menção aos critérios de seleção e destituição dos membros do Conselho, descrição das responsabilidades do Conselho e menção à periodicidade das reuniões ordinárias do Conselho.

A categoria 'Órgãos de Governança', descrita no Quadro 9, busca elencar órgãos envolvidos na implementação da governança corporativa nas EFPCs. As subcategorias mais relevantes para operacionalizar essa categoria foram: descrição das responsabilidades do Conselho Fiscal, referência ao estabelecimento de Comitês de apoio ao Conselho Deliberativo, menção à Ouvidoria, referência à auditoria interna e menção à auditoria independente.

E por fim, a categoria 'Gestão de Riscos', também citada no Quadro 9, diz respeito aos procedimentos, áreas e ferramentas adotadas pelas entidades com o objetivo de gerenciar os riscos inerentes às atividades da EFPC. As subcategorias utilizadas para viabilizar a análise da categoria são as seguintes: menção a mecanismos de identificação e avaliação de riscos, menção a ferramentas de monitoramento e mitigação de riscos, referência à área de riscos na estrutura organizacional da EFPC, referência à segregação dos ativos por plano de benefícios e menção à emissão de relatórios de risco.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa

O presente estudo é uma pesquisa descritiva e, segundo Sampieri, Collado e Lucio (2006), esse tipo de pesquisa possibilita ao autor descrever características e evidenciar propriedades do fenômeno sobre o qual se pretende analisar.

Além disso, este estudo orientou-se por uma abordagem qualitativa. Silva e Menezes (2005) entendem que a abordagem qualitativa permite que o autor identifique uma interação dinâmica entre o mundo real e o fenômeno observado.

3.2 Caracterização da organização, setor ou área

Os ativos de investimento sob gestão das EFPCs atingiram, em junho de 2016, o montante de, aproximadamente, 727 bilhões de reais, passando a representar 12,8% do PIB brasileiro (Tabela 1). A representatividade em termos de PIB que se observa em outros países, apresentada na citada tabela, sinaliza que ainda há possibilidade de crescimento da participação no PIB no caso brasileiro, quando comparada com a experiência internacional dos países selecionados.

Tabela 1 - Percentual dos Ativos dos Fundos de Pensão em Relação ao PIB

País	Ativos em bilhões de US\$	% do PIB
Holanda	1.318	178,4
Suíça	804	124,7
Austrália	1.455	117,7
Reino Unido	2.695	97,5
África do Sul	306	94,8
Canadá	1.182	79,8
Estados Unidos	14.299	79,7
Chile	155	69,6
Japão	1.326	32,0
Brasil	239	12,8

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Abrapp (2016b).

Legenda: % - percentual do PIB do país; PIB – Produto Interno Bruto

3.3 População e amostra

A população deste estudo é formada por todas as EFPCs, de patrocínio público ou privado, atuantes no Brasil e constantes do Consolidado Estatístico desenvolvido pela Abrapp, o qual elencou as EFPCs de acordo com o investimento de cada entidade na data base de novembro de 2016. A população analisada é formada por 261 EFPCs, que, juntas, totalizaram, aproximadamente, 754,5 bilhões em investimentos na referida data base (ABRAPP, 2016c).

A amostra é não-probabilística por acessibilidade aos dados (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006), composta pelas 60 EFPCs presentes no Consolidado Estatístico da ABRAPP ordenadas pelo porte e que, simultaneamente, disponibilizaram seus estatutos e possibilitaram o acesso às políticas de investimento.

O Apêndice 2 traz a disposição da amostra selecionada. As EFPCs contidas na referida amostra foram separadas pelo porte, número de participantes, dependentes e assistidos e o tipo de patrocínio. Para os fins desta pesquisa, o Porte é considerado o montante de ativos de investimento de cada EFPC definido pela Abrapp.

Para indicar a representatividade da amostra, constata-se que a soma dos investimentos das 60 EFPCs da amostra representa, aproximadamente, 68,07% do total dos investimentos das EFPCs da população na referida data base. Quanto ao tipo de patrocínio, a amostra está dividida em: 25 EFPCs de patrocínio público e 35 EFPCs de patrocínio privado. Quanto ao porte e ao número de participantes, dependentes e assistidos, a amostra foi segmentada em quartis. Essa segmentação em quartis contribuiu para a execução das análises de resultados e baseia-se em Alves, Machado Filho e Rocha (2015).

3.4 Procedimentos de coleta e de análise de dados

Foram coletados estatutos e políticas de investimento de cada EFPC da amostra, por meio de pesquisa documental com consulta aos sítios eletrônicos de

cada EFPC. Para uma das EFPCs da amostra, os dados foram obtidos em resposta a contato por *e-mail* (Apêndice 3). A coleta dos dados iniciou-se em agosto de 2016 e foi revisada e concluída em março de 2017, considerando os documentos mais atualizados disponibilizados pelas EFPCs da amostra.

A análise dos dados empregou a análise de conteúdo. Segundo Bardin (1977, p.16), “A análise de conteúdo é uma técnica de investigação que tem por finalidade a descrição objetiva, sistemática e quantitativa do conteúdo manifesto da comunicação”. Bardin (1977) elenca ainda as fases que compõem o processo de análise de conteúdo, são elas: I) pré-análise; II) exploração do material; III) tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação.

A análise de conteúdo foi feita com base nas 20 subcategorias agrupadas em 4 categorias citadas no Quadro 9, as quais foram baseadas no referencial teórico, especialmente em recomendações da Previc (PREVIC, 2010, 2012). A análise de conteúdo usada foi a categorial temática, e a regra de enumeração considerou a presença e a ausência dos termos. Foram analisadas 20 subcategorias para 60 EFPCs da amostra, totalizando 1.200 subcategorias. A identificação das características pertinentes à governança corporativa de cada EFPC foi obtida com base na quantidade e percentuais de subcategorias presentes e ausentes.

A análise dos dados foi complementada pelo emprego das estatísticas descritiva e inferencial. A estatística descritiva permitiu a descrição das quantidades e dos percentuais de subcategorias presentes e ausentes agrupados por categoria, pelo porte, pelo total de participantes, dependentes e assistidos, bem como pelo tipo de patrocínio.

A estatística inferencial, empregou o Teste Q. Cochran, que serviu para identificar uma associação entre as subcategorias de uma mesma categoria citada no Quadro 9 e o Teste Qui-Quadrado, que serviu para identificar possíveis associações entre as categorias dispostas no referido quadro (SIEGEL; CASTELLAN JUNIOR, 2006).

Uma análise inferencial baseada no Teste Qui-quadrado foi feita, também, com base na segmentação das EFPCs baseado nas seguintes variáveis: 1. porte; 2. número de participantes, dependentes e assistidos e 3. tipo de patrocínio. Para realizar os referidos testes e aqueles citados no parágrafo anterior, foi empregado o *software* SPSS 22.0.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Análise das características de governança corporativa por subcategoria e categoria.

Esta seção descreve os resultados das análises das características de governança corporativa por subcategoria e categoria, considerando os resultados da análise de conteúdo efetuada com base no Quadro 9 e levando em conta toda a amostra de EFPCs descrita na metodologia. Inicialmente apresentam-se as análises por subcategoria (subseção 4.1.1) e, na sequência, são exibidos os resultados das análises por categoria (subseção 4.1.2).

4.1.1 Análise por subcategoria

A Tabela 2 descreve os resultados da análise das subcategorias contidas na categoria ‘Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas’. É possível perceber que a subcategoria ‘Scat 1.1. Descrição dos objetivos da EFPC’ esteve presente em 100,00% das EFPCs da amostra. Já a subcategoria ‘Scat 1.2. Descrição da política de relacionamento com os participantes e assistidos’ representou um percentual de presença de apenas 25,00% do total da amostra analisada.

Tabela 2 – Subcategorias associadas à categoria ‘Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas’

Subcategoria	Descrição da Subcategoria	(P)	(A)	(P%)
Scat 1.1.	Descrição dos objetivos da EFPC	60	0	100,00
Scat 1.2.	Descrição da política de relacionamento com os participantes e assistidos	15	45	25,00
Scat 1.3.	Menção à política de relacionamento com Patrocinadores	36	24	60,00
Scat 1.4.	Menção à política de relacionamento com os funcionários	22	38	36,67
Scat 1.5.	Descrição da política de relacionamento com as demais partes interessadas	30	30	50,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: P – Quantidade de EFPCs com a subcategoria presente; A – Quantidade de EFPCs com a subcategoria ausente; P% - Percentual de EFPCs com a subcategoria presente.

Ainda tendo como base as informações da Tabela 2, foi efetuada a análise inferencial dos dados apresentados. Para isso, realizou-se o Teste Q de Cochran com o intuito de verificar a existência de diferenças significativas entre as quantidades de presenças das subcategorias, contidas na referida categoria, nas 60 EFPCs da amostra. A Tabela 3 apresenta os resultados dos testes Q de Cochran executados.

Tabela 3 – Teste Q de Cochran - Subcategorias associadas à categoria ‘Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas’

N	Q de Cochran	GL	Significância	Comparação de pares de subcategorias
60	77,35	4	0,00***	Scat 1.1 difere das demais subcategorias ¹
				Scat 1.2. difere de Scat 1.3

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: N – número de observações; GL – graus de liberdade.

Obs.: ¹ A descrição das subcategorias é detalhada na Tabela 2. *** Significativo a 1%.

A hipótese nula formulada para o Teste Q. de Cochran foi a de que não existem diferenças significativas na proporção de presenças verificadas para as subcategorias, contidas em uma mesma categoria, da amostra. Desta forma, com o resultado do teste da Tabela 3 apontando para uma significância igual a 0,00 com 4 graus de liberdade, é possível rejeitar a hipótese nula, uma vez que se está considerando um nível de significância de 0,01.

Devido à rejeição da hipótese nula, realizou-se um pós-teste abrangendo a análise de comparação de pares de subcategorias – descritas na última coluna da Tabela 3. Os resultados do pós-teste permitiram verificar que ‘Scat 1.1. Descrição dos objetivos da EFPC’ difere das demais subcategorias da categoria ‘Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas’. Adicionalmente, verificou-se que ‘Scat 1.2 Descrição da política de relacionamento com os participantes e assistidos’ difere de ‘Scat 1.3 Menção à política de relacionamento com Patrocinadores’.

A Tabela 4 descreve os resultados da análise por subcategoria referentes à categoria ‘Conselho Deliberativo’. A ‘Scat 2.1. Número de conselheiros (inclui proporção de participantes)’ e a ‘Scat 2.4. Descrição das responsabilidades do Conselho’ apresentaram, cada uma, 100,00% de presença na documentação das EFPCs da amostra do estudo – em linha com a determinação legal contida em Brasil (2001a). Já a sugestão dada pela Previc (2010) a respeito do calendário das

reuniões foi atendida por 90,00% das EFPCs da amostra, assim como demonstra o percentual de presença da “Scat 2.5. Menção à periodicidade das reuniões ordinárias do Conselho”.

Tabela 4 – Subcategorias associadas à categoria ‘Conselho Deliberativo’

Subcategoria	Descrição da Subcategoria	(P)	(A)	(P%)
Scat 2.1.	Número de conselheiros (inclui proporção de participantes)	60	0	100,00
Scat 2.2.	Referência ao mandato dos membros do Conselho	59	1	98,33
Scat 2.3.	Menção aos critérios de seleção e/ou destituição dos membros do Conselho	55	5	91,67
Scat 2.4.	Descrição das responsabilidades do Conselho	60	0	100,00
Scat 2.5.	Menção à periodicidade das reuniões ordinárias do Conselho	54	6	90,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: P – Quantidade de EFPCs com a subcategoria presente; A – Quantidade de EFPCs com a subcategoria ausente; P% - Percentual de EFPCs com a subcategoria presente.

Os dados da Tabela 4 serviram como base para a aplicação do Teste Q. de Cochran para verificar se houve diferenças significativas nas presenças das subcategorias contidas na categoria ‘Conselho Deliberativo’. Com uma significância de 0,00 e 4 graus de liberdade, os resultados do referido teste sugeriram a rejeição da hipótese nula de que não há diferenças na proporção de presenças verificadas nas subcategorias, assim como detalha a Tabela 5.

Tabela 5 – Teste Q de Cochran - Subcategorias associadas à categoria "Conselho Deliberativo"

N	Q de Cochran	GL	Significância	Comparação de pares de subcategorias
60	15,09	4	0,00***	Scat 2.5. difere de Scat 2.1. e Scat 2.4. ¹

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: N – número de observações; GL – graus de liberdade.

Obs.: ¹ A descrição das subcategorias é detalhada na Tabela 4. *** Significativo a 1%.

Assim como ilustra a quinta coluna da Tabela 5, a comparação de pares de subcategorias permitiu constatar que ‘Scat 2.5. Menção à periodicidade das reuniões ordinárias do Conselho’ difere da ‘Scat 2.1. Número de conselheiros (inclui proporção de participantes)’ e da ‘Scat 2.4. Descrição das responsabilidades do Conselho’.

No que diz respeito à categoria ‘Órgãos de Governança’, a Tabela 6 descreve os resultados da análise por subcategoria referentes à categoria em questão. A ‘Scat 3.1. Descrição das responsabilidades do Conselho Fiscal’ esteve presente nos documentos de todas as EFPCs consideradas no estudo. A recomendação dada pela Previc (2010) em relação a criação de uma Ouvidoria teve baixa adesão das EFPCs da amostra, com ‘Scat 3.3. Menção à Ouvidoria’ mostrando-se presente em

apenas 6,67% da amostra do estudo. Por fim, a sugestão dada pela Previc (2012) a respeito da criação de instâncias de assessoramento foi pouco acatada pelas EFPCs consideradas na amostra, fato corroborado pelo baixo percentual de presença da 'Scat 3.2. Referência ao estabelecimento de Comitês de apoio ao Conselho Deliberativo', que veio em 11,67%.

Tabela 6 – Subcategorias associadas à categoria "Órgãos de Governança"

Subcategoria	Descrição da Subcategoria	(P)	(A)	(P%)
Scat 3.1.	Descrição das responsabilidades do Conselho Fiscal	60	0	100,00
Scat 3.2.	Referência ao estabelecimento de Comitês de apoio ao Conselho Deliberativo	7	53	11,67
Scat 3.3.	Menção à Ouvidoria	4	56	6,67
Scat 3.4.	Referência à auditoria interna	13	47	21,67
Scat 3.5.	Menção à auditoria independente	40	20	66,67

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: P – Quantidade de EFPCs com a subcategoria presente; A – Quantidade de EFPCs com a subcategoria ausente; P% - Percentual de EFPCs com a subcategoria presente.

Diante dos resultados expostos na Tabela 6, foi aplicado o Test Q. de Cochran para verificar a existência de diferenças entre as mencionadas subcategorias. O resultado trouxe uma significância de 0,00 e 4 graus de liberdade, o que implica, considerando um nível de significância de 0,01, na rejeição da hipótese nula. Desta forma, confirma-se que há diferenças na proporção de presenças referentes às subcategorias, como ilustra a Tabela 7:

Tabela 7 – Teste Q de Cochran - Subcategorias associadas à categoria 'Órgãos de Governança'

N	Q de Cochran	GL	Significância	Comparação de pares de subcategorias
60	145,6	4	0,00***	Scat 3.1 ¹ difere das demais subcategorias
				Scat 3.5 ¹ difere das demais subcategorias

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: N – número de observações; GL – graus de liberdade.

Obs.: ¹ A descrição das subcategorias é detalhada na Tabela 6. *** Significativo a 1%.

Após verificar o resultado do Teste Q. de Cochran foi implementada a análise de pares de subcategorias para se identificar quais delas apresentaram diferenças nos resultados do teste. Tal análise indicou que 'Scat 3.1. Descrição das responsabilidades do Conselho Fiscal' difere das demais subcategorias e 'Scat 3.5. Menção à auditoria independente' também difere das demais subcategorias.

A categoria 'Gestão de Riscos', a última do Quadro 9, tem a descrição da análise de subcategorias a ela associada baseada na Tabela 8. Verifica-se que 'Scat 4.1. Menção a mecanismos de identificação e avaliação de riscos' apresentou

presença na documentação de 86,67% das EFPCs da amostra. Já ‘Scat 4.2. Menção a ferramentas de monitoramento e mitigação de riscos’ esteve presente na documentação de 8,33% das EFPCs consideradas neste estudo.

Tabela 8 – Subcategorias associadas à categoria "Gestão de riscos"

Subcategoria	Descrição da Subcategoria	(P)	(A)	(P%)
Scat 4.1.	Menção a mecanismos de identificação e avaliação de riscos	52	8	86,67
Scat 4.2.	Menção a ferramentas de monitoramento e mitigação de riscos	5	55	8,33
Scat 4.3.	Referência à área de riscos na estrutura organizacional da EFPC	8	52	13,33
Scat 4.4.	Referência à segregação dos ativos por plano de benefícios	25	35	41,67
Scat 4.5.	Menção à emissão de relatórios de risco	27	33	45,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: P – Quantidade de EFPCs com a subcategoria presente; A – Quantidade de EFPCs com a subcategoria ausente; P% - Percentual de EFPCs com a subcategoria presente.

Assim como feito nas demais categorias citadas no Quadro 9, foi aplicado o Teste Q. de Cochran para verificar a existência de diferenças significativas nos percentuais de presença das subcategorias associadas à categoria ‘Gestão de Riscos’. Conforme exibe a Tabela 9, com uma significância obtida de 0,00 e 4 graus de liberdade, o resultado do Teste indicou a rejeição da hipótese nula no nível de significância de 0,01.

Tabela 9 – Teste Q de Cochran - Subcategorias associadas à categoria ‘Gestão de riscos’

N	Q de Cochran	GL	Significância	Comparação de pares de subcategorias
60	101,38	4	0,00***	Scat 4.2. difere das demais, exceto Scat 4.3. ¹
				Scat 4.3. difere das demais, exceto Scat 4.2. ¹
				Scat 4.4. e Scat 4.5 diferem de Scat 4.1. ¹

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: N – número de observações; GL – graus de liberdade.

Obs.: ¹ A descrição das subcategorias é detalhada na Tabela 8. *** Significativo a 1%.

A análise de comparação de pares após o Teste Q. de Cochran indicou que ‘Scat 4.2. Menção a ferramentas de monitoramento e mitigação de riscos’ difere de todas as outras subcategorias, exceto da ‘Scat 4.3. Referência à área de riscos na estrutura organizacional da EFPC’. A ‘Scat 4.3. Referência à área de riscos na estrutura organizacional da EFPC’ também difere das demais subcategorias da categoria em questão, exceto da citada ‘Scat 4.2.’. Por fim, tanto ‘Scat 4.4. Referência à segregação dos ativos por planos de benefícios’ quanto ‘Scat 4.5. Menção À emissão de relatórios de risco’ diferem da ‘Scat 4.1. Menção a mecanismos de identificação e avaliação de riscos’.

4.1.2 Análise por categoria

Com base nos dados apresentados nas Tabelas 2, 4, 6 e 8, foi possível realizar uma análise por categoria, conforme exibido na Tabela 10. A referida tabela traz as frequências observadas e o resultado do teste Qui-quadrado, usado para verificar a existência de diferenças significativas entre percentuais de presença das subcategorias agrupadas pelas categorias descritas no Quadro 9.

Tabela 10 – Frequências e Testes Qui-Quadrado – Divulgação por Categoria

Categoria	Divulgação		TOTAL (%)	Qui-quadrado	GL	Significância
	P (%)	A (%)				
Estratégias e Políticas aplicáveis na relação com partes interessadas	163 (54,33)	137 (45,67)	300 (100)	257,55 ¹	3	0,00***
Conselho Deliberativo	288 (96,00)	12 (4,00)	300 (100)			
Órgãos de Governança	124 (41,33)	176 (58,67)	300 (100)			
Gestão de riscos	117 (39,00)	183 (61,00)	300 (100)			

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: Legenda: P – Presenças; A – Ausência; GL – graus de liberdade.

Obs.: ¹Todos os requisitos para a execução dos testes Qui-Quadrado foram atendidos.

*** Significativo a 1%.

O resultado do Teste Qui-quadrado citado na Tabela 10 apresentou significância de 0,00, com 3 graus de liberdade e um valor da estatística de 257,55. Desta forma, ao se considerar um nível de significância de 0,01, o resultado do teste sugere a rejeição da hipótese nula de que não existem diferenças significativas entre as categorias. A categoria 'Conselho Deliberativo' apresentou 96,00% de presença das subcategorias a ela associadas, ao passo que a categoria 'Gestão de riscos' apresentou 39,00% de subcategorias a elas associadas como presentes.

4.2 Análise das características de governança corporativa por grupos de EFPCs.

Com base nos dados obtidos da análise de conteúdo, esta seção apresenta uma análise das características de governança corporativa por grupos de EFPCs. Inicia-se com uma análise descritiva de toda a amostra, e na sequência apresenta-

se uma análise das características de governança corporativa considerando o porte (Subseção 4.2.1), o número de participantes, dependentes e assistidos (Subseção 4.2.2) e o tipo de Patrocínio (Subseção 4.2.3).

Utilizando-se as informações obtidas por intermédio da análise de conteúdo realizada nas EFPCs da amostra, foram consolidados os dados de subcategorias divulgados por cada uma das EFPCs consideradas no estudo. O resultado desta consolidação está exposto na Tabela 11, nela são descritas as quantidades de subcategorias presentes e ausentes de cada EFPC, assim como a porcentagem de subcategorias presentes em relação ao total de 20 subcategorias.

Tabela 11 – Divulgação de subcategorias por EFPC

EFPC	P	A	P%	EFPC	P	A	P%
B-20	16	4	80,00%	B-29	11	9	55,00%
B-7	16	4	80,00%	B-27	11	9	55,00%
B-12	15	5	75,00%	B-45	11	9	55,00%
B-8	15	5	75,00%	B-41	11	9	55,00%
B-28	15	5	75,00%	B-39	11	9	55,00%
B-50	15	5	75,00%	B-56	11	9	55,00%
B-14	14	6	70,00%	B-60	11	9	55,00%
B-15	14	6	70,00%	B-52	11	9	55,00%
B-16	14	6	70,00%	B-54	11	9	55,00%
B-1	14	6	70,00%	B-51	11	9	55,00%
B-25	14	6	70,00%	B-10	10	10	50,00%
B-21	14	6	70,00%	B-11	10	10	50,00%
B-47	14	6	70,00%	B-4	10	10	50,00%
B-19	13	7	65,00%	B-3	10	10	50,00%
B-17	13	7	65,00%	B-24	10	10	50,00%
B-23	13	7	65,00%	B-26	10	10	50,00%
B-48	13	7	65,00%	B-49	10	10	50,00%
B-35	13	7	65,00%	B-42	10	10	50,00%
B-13	12	8	60,00%	B-38	10	10	50,00%
B-6	12	8	60,00%	B-31	10	10	50,00%
B-9	12	8	60,00%	B-59	10	10	50,00%
B-5	12	8	60,00%	B-53	10	10	50,00%
B-30	12	8	60,00%	B-2	9	11	45,00%
B-22	12	8	60,00%	B-32	9	11	45,00%
B-36	12	8	60,00%	B-44	8	12	40,00%
B-40	12	8	60,00%	B-46	8	12	40,00%
B-33	12	8	60,00%	B-43	8	12	40,00%
B-37	12	8	60,00%	B-34	8	12	40,00%
B-55	12	8	60,00%	B-58	8	12	40,00%
B-57	12	8	60,00%	B-18	5	15	25,00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: P – Quantidade de subcategorias presentes; A – Quantidade de subcategorias ausentes; P% - Percentual de subcategorias presentes.

Obs.: A tabela está elencada pelo percentual de presença das subcategorias apresentado por cada EFPC, em ordem decrescente.

A partir dos dados apresentados na Tabela 11, efetuou-se a análise descritiva dos percentuais de subcategorias divulgados pelas EFPCs da amostra. A Tabela 12 detalha tal análise, descrevendo a média, moda, desvio padrão, mínimo, máximo, divisão dos percentuais em quartis e o coeficiente de variância.

Por meio da análise descritiva é possível constatar que a média de divulgação das subcategorias foi de 57,67%. A moda encontrada foi de 50,00% e os 1º e 3º

quartis corresponderam à divulgação de 50,00% e 65,00% de subcategorias, respectivamente.

Tabela 12 – Análise descritiva - divulgação de subcategorias por EFPC

N	Média	Moda	DP	Mín.	Máx.	Quartis			CV
						1º Quartil	Mediana	3º Quartil	
60	57,67%	50,00%	11,14%	25,00%	80,00%	50,00%	57,50%	65,00%	0,19

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: N – número de observações; DP – Desvio padrão; Min. – Mínimo; Max. – Máximo; CV – Coeficiente de variação.

Ainda se valendo dos dados encontrados a partir da análise descritiva, é possível identificar o percentual mínimo e máximo de divulgação das subcategorias apresentados pelas EFPCs da amostra do estudo. O percentual mínimo foi de 25,00% e foi apresentado por apenas uma EFPC, já o percentual máximo foi de 80,00% e foi apresentado por duas EFPCs da amostra.

4.2.1 Análise segundo porte

Esta subseção dispõe sobre a análise das características de governança corporativa das EFPCs quando separadas pelo porte. A Tabela 13 exibe as frequências observadas e o resultado do teste Qui-quadrado usado para verificar se os percentuais de subcategorias presentes apresentariam diferenças significativas entre as EFPCs separadas pelo porte.

Tabela 13 – Frequências e Testes Qui-Quadrado – Divulgação por Porte

Porte	Divulgação		TOTAL (%)	Qui-quadrado	GL	Significância
	P (%)	A (%)				
Muito Grande	188 (62,67)	112 (37,33)	300 (100)	7,07 ¹	3	0,07*
Grande	180 (60,00)	120 (40,00)	300 (100)			
Médio	161 (53,67)	139 (46,33)	300 (100)			
Pequeno	163 (54,33)	137 (45,67)	300 (100)			

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: P – Presenças; A – Ausência; GL – graus de liberdade.

Obs.: ¹Todos os requisitos para a execução dos testes Qui-Quadrado foram atendidos.

* Significativo a 10%.

A hipótese nula foi a de que não existiam diferenças significativas nas proporções de presenças verificadas nas categorias das EFPCs separadas por porte. Com significância de 0,07, 3 graus de liberdade e um valor de estatística de 7,07, o teste Qui-quadrado, levando em consideração um nível de significância de 0,05, sugere a não rejeição da hipótese nula de que não existem diferenças significativas nas proporções de presenças verificadas nas subcategorias das EFPCs separadas por porte. Entretanto, no nível de significância de 10%, rejeita-se a hipótese nula. O percentual de subcategorias presentes para a categoria 'Muito Grande' é 62,67%, já para a categoria 'Pequeno' o percentual das subcategorias presentes foi de 54,33%.

A inexistência de uma relação entre o porte da EFPC e a proporção de subcategorias presentes no nível de significância de 5%, alinha-se com a pesquisa de Silva (2009) que constatou, à época de seu estudo, que as EFPCs de maior porte, não apresentaram, necessariamente, uma maior transparência dos itens de governança corporativa.

4.2.2 Análise segundo número de participantes, dependentes e assistidos

A Tabela 14 exibe as frequências observadas e o resultado do teste Qui-quadrado, usado para apurar se os percentuais de subcategorias presentes apresentariam diferenças significativas entre as EFPCs separadas pelo número de participantes, dependentes e assistidos.

Tabela 14 – Frequências e Testes Qui-Quadrado – Divulgação por número de Participantes, Dependentes e Assistidos

Nº de Participantes, dependentes e assistidos	Divulgação		TOTAL (%)	Qui-quadrado	GL	Significância
	P (%)	A (%)				
Muito Grande	177 (59,00)	123 (41,00)	300 (100)	0,55 ¹	3	0,91
Grande	169 (56,33)	131 (43,67)	300 (100)			
Médio	175 (58,33)	125 (41,67)	300 (100)			
Pequeno	171 (57,00)	129 (43,00)	300 (100)			

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: Legenda: P – Presenças; A – Ausência; GL – graus de liberdade.

Obs.: ¹Todos os requisitos para a execução dos testes Qui-Quadrado foram atendidos.

A hipótese nula foi a de que não existiam diferenças significativas nas proporções de presenças verificadas nas categorias das EFPCs separadas pelo número de participantes, dependentes e assistidos. De acordo com a Tabela 14, o teste apresentou uma significância de 0,91, com 3 graus de liberdade e um valor de estatística de 0,55. Desta forma, levando em consideração um nível de significância de 0,05, não houve rejeição da hipótese nula de que não existem diferenças significativas nas proporções de presenças verificadas nas subcategorias das EFPCs separadas por número de participantes, dependentes e assistidos.

O percentual de subcategorias presentes para a categoria 'Muito Grande' é 59,0%, já para a categoria 'Grande' o percentual das subcategorias presentes foi de 56,33%.

4.2.3 Análise segundo tipo de patrocínio

A Tabela 15 exibe as frequências observadas e o resultado do teste Qui-quadrado, usado para apurar se os percentuais de subcategorias presentes apresentariam diferenças significativas entre as EFPCs separadas pelo tipo de patrocínio.

Tabela 15 – Frequências e Testes Qui-Quadrado – Divulgação por Tipo de Patrocínio

Tipo de Patrocínio	Divulgação		TOTAL (%)	Qui-quadrado	GL	Significância
	P (%)	A (%)				
Público	319 (63,80)	181 (36,20)	500 (100)	12,78 ¹	1	0,00***
Privado	373 (53,29)	327 (46,71)	700 (100)			

Fonte: Dados da pesquisa.

Legenda: Legenda: P – Presenças; A – Ausência; GL – graus de liberdade.

Obs.: ¹Todos os requisitos para a execução dos testes Qui-Quadrado foram atendidos.

*** Significativo a 1%.

A hipótese nula foi a de que não houve diferenças significativas nas proporções de presenças verificadas nas categorias das EFPCs separadas pelo tipo de patrocínio. De acordo com a Tabela 15, o teste apresentou significância de 0,00, com 1 grau de liberdade e um valor de estatística, com correção de continuidade, de 12,78. Considerando um nível de significância de 0,01, rejeita-se a hipótese nula, ou

seja, houve diferenças significativas nas proporções de presenças das subcategorias das EFPCs separadas por tipo de patrocínio.

Por fim, os resultados da análise desta subseção sugerem que a associação entre o tipo de patrocínio e o percentual de subcategorias presentes não foi aleatória. O percentual de presença das subcategorias nas EFPCs de patrocínio público foi 63,80% e o percentual de presença de subcategorias para as EFPCs de patrocínio privado foi 53,29%. Desta forma, os resultados encontrados neste estudo a partir da separação das EFPCs por tipo de patrocínio vêm em linha com os resultados do estudo de Nascimento et al. (2014), que constataram que a maioria das EFPCs de patrocínio público de sua amostra estão aderentes a mais de 50% das questões apresentadas pelo índice de referência adotado naquele estudo.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este capítulo apresenta as conclusões e recomendações a respeito desta pesquisa, cujo objetivo geral foi o de investigar as características de governança corporativa das EFPCs atuantes no Brasil, com base em recomendações da Previc. Sendo assim, realizou-se um estudo descritivo, de natureza qualitativa. Analisou-se o conteúdo dos estatutos e políticas de investimento divulgados pelas 60 EFPCs consideradas na amostra. De modo a alcançar o objetivo geral proposto, buscou-se atingir os objetivos específicos descritos a seguir.

O primeiro objetivo específico foi propor um quadro para analisar as características de governança corporativa das EFPCs atuantes no Brasil, com base em recomendações da Previc. Este objetivo foi alcançado, sendo evidenciado por meio do Quadro 9 da Seção 2.2 do referencial teórico. O quadro exhibe quatro categorias e vinte subcategorias. As categorias e subcategorias foram elaboradas com base no referencial teórico, especialmente nas recomendações da Previc (PREVIC, 2010, 2012).

O segundo objetivo específico foi identificar as características de governança corporativa das EFPCs, com base em categorias e subcategorias descritas no quadro proposto. Este objetivo foi atendido a partir da tabulação dos resultados encontrados na análise de conteúdo desta pesquisa, cujo resumo das presenças e ausências das subcategorias, separadas por categorias, pode ser visto nas tabelas 2, 4, 6 e 8. As tabelas 3, 5, 7 e 9 trazem os resultados dos testes estatísticos Q. de Cochran, que, a um nível de significância de 1%, constataram diferenças significativas entre os níveis de presença das referidas subcategorias. Em outras palavras, as subcategorias associadas a cada categoria não apresentaram percentuais de presença uniformes.

A Tabela 10, ainda em alusão ao segundo objetivo específico, traz o resultado do teste Qui-quadrado, realizado para verificar se houve diferenças significativas entre os percentuais de presença verificados nas categorias, quando comparadas entre si. A partir de um nível de significância de 1% e um valor da estatística de 257,55, constatou-se que houve diferenças significativas entre os percentuais de presença das categorias quando comparadas entre si. A categoria 'Conselho

Deliberativo' apresentou percentual de presença de 96,00%, enquanto a categoria 'Gestão de Riscos' apresentou percentual de presença de 39,00%.

O terceiro objetivo específico foi comparar as características de governança corporativa de cada Entidade Fechada de Previdência Complementar de acordo com o porte. Tal objetivo pôde ser alcançado com a análise de resultados contida na Subseção 4.2.1. A Tabela 13 apresentou os resultados das presenças e ausências das subcategorias das EFPCs segregadas pelo porte, e também o resultado do teste Qui-quadrado, aplicado para verificar a existência de diferenças significativas nas proporções de presenças percebidas nas categorias das EFPCs, quando separadas pelo porte. O valor da estatística e a significância do teste indicaram que houve diferenças significativas nos percentuais de subcategorias presentes das EFPCs de portes diferentes no nível de 10%. Entretanto, ao considerar o nível de significância de 5%, não houve diferenças significativas.

O quarto objetivo específico foi comparar as características de governança corporativa de cada EFPC de acordo com o número de participantes, dependentes e assistidos. Os resultados contidos na Subseção 4.2.2 forneceram as informações necessárias para que o quarto objetivo específico pudesse ser atingido. O resultado do teste Qui-quadrado realizado para esta etapa sugeriu que os percentuais de presenças das subcategorias não apresentaram diferenças significativas entre as EFPCs, quando separadas pelo número de participantes, dependentes e assistidos.

O quinto, e último, objetivo específico foi comparar as características de governança corporativa de cada Entidade Fechada de Previdência Complementar de acordo com o tipo de patrocínio. A Subseção 4.2.3 trouxe os resultados que possibilitaram o alcance do referido objetivo específico. O teste Qui-quadrado mostrou que houve diferenças significativas nos percentuais de subcategorias presentes ao separar as EFPCs por tipo de patrocínio. Por intermédio da Tabela 15, é possível constatar que as EFPCs de patrocínio público apresentaram 63,80% de subcategorias presentes, ante 53,29% de subcategorias presentes apurado para as EFPCs de patrocínio privado.

Uma vez cumpridos todos os objetivos específicos propostos pelo estudo, alcançou-se o objetivo geral da pesquisa. As características de governança corporativa das EFPCs investigadas neste estudo permitiram constatar que o percentual de presença das subcategorias em média, foi de 57,67%. Tal percentual não se distribuiu de maneira uniforme entre as categorias. A categoria 'Conselho

Deliberativo' apresentou um percentual de presença de 96,00%, já a categoria 'Gestão de Riscos' teve percentual de presença de 39,00%. Os percentuais de presença das subcategorias das EFPCs, quando separadas por tipo de patrocínio, indicaram diferenças significativas no nível de 1%. As EFPCs de patrocínio público apresentaram 63,80% de subcategorias presentes e as EFPCs de patrocínio privado apresentaram 53,29% de subcategorias presentes. A segmentação pelo porte apresentou diferenças no nível de 10% e a segmentação por número de participantes, dependentes e assistidos não apresentou diferenças significativas.

No que diz respeito às hipóteses formuladas no início deste estudo, rejeita-se H_0 , pois a incidência dos percentuais de presença das subcategorias observada nas EFPCs não apresentou relação com o porte. Rejeita-se também H_1 , pois a incidência dos percentuais de presença das subcategorias observada nas EFPCs não apresentou relação com o número de participantes, dependentes e assistidos das EFPCs. E por último, não se rejeita H_2 , as EFPCs de patrocínio público apresentaram percentual de presença das subcategorias maior do que as EFPCs de patrocínio privado.

Sendo assim, o estudo permitiu a investigação das características de governança corporativa das EFPCs atuantes no Brasil, que tiveram como base as recomendações da Previc. Por meio das análises desenvolvidas neste estudo, foi possível identificar questões que envolvem a governança corporativa das EFPCs atuantes no Brasil contidas na amostra, bem como analisar suas características com base em subcategorias e categorias evidenciadas nos documentos das referidas entidades.

Esta pesquisa tratou de um tema atual e pode auxiliar as EFPCs que atuam no Brasil quanto à adoção de maior rigor no que diz respeito à publicidade das características de governança corporativa, bem como fornecer subsídios para o acompanhamento desse tema pelos órgãos reguladores nacionais. Além disso, e não menos importante, espera-se que os resultados deste estudo possam alcançar os participantes e assistidos, de modo a elucidar as importantes questões que envolvem o tema.

É útil delimitar que a amostra foi constituída por acessibilidade aos dados, ou seja, foram selecionadas aquelas EFPCs que disponibilizaram o estatuto e a política de investimento, o que, de outro modo, inviabilizou a inclusão de EFPCs que não disponibilizaram publicamente os referidos documentos. Para mais, o estudo

delimita-se a apresentar informações evidenciadas nos referidos documentos, considerando a legislação e a regulamentação referentes ao período a que se referem os dados coletados.

Por fim, este trabalho enseja o debate, em momento oportuno, no universo acadêmico a respeito das características de governança corporativa adotadas pelas EFPCs brasileiras e contribui para a realização de estudos futuros, com a proposição do Quadro 9, cujo conteúdo fornece uma referência para análise das características de governança corporativa das EFPCs no Brasil. As futuras análises, inclusive, poderão ser efetuadas procurando verificar se as diferenças nas análises considerando o tipo de patrocínio persistirão em outros períodos de análise.

Como sugestões adicionais para estudos futuros, recomenda-se efetuar a coleta de dados tendo como fonte outros documentos, além daqueles que já foram utilizados nesta pesquisa, a fim de abarcar outros documentos eventualmente divulgados pelas EFPCs. Além disso, recomenda-se comparar os resultados aqui encontrados a estudos estrangeiros relacionados com o tema, de modo a contrapor o caso brasileiro à realidade de outros países.

REFERÊNCIAS

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Relatório de Sustentabilidade dos Fundos de Pensão: Práticas, Riscos e Oportunidades ESG (Environmental, Social and Corporate Governance). 4. ed. São Paulo: ABRAPP, 2014. 88 p.

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Consolidado Estatístico – Abril 2016, Abril 2016a. Disponível em <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estatístico_04_2016.pdf> Acesso em 12/08/2016.

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Consolidado Estatístico – Junho 2016, Jun. 2016b. Disponível em <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estatístico_06_2016.pdf> Acesso em 25/10/2016.

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Consolidado Estatístico – Novembro 2016, Nov. 2016c. Disponível em <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estatístico_11_2016.pdf> Acesso em 16/03/2017.

ALVES, Carlos André de Melo. **As contribuições das ouvidorias para a gestão e para a governança corporativa:** estudo em instituições bancárias baseado na regulamentação brasileira. 191 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

ALVES, Carlos André de Melo; BEZERRA, Jof Andrade; SANCHES, Flávio Henrique Soares. A Influência do Tipo de Patrocínio Sobre o Ativo de Investimento dos Fundos de Pensão que Atuam no Brasil. **Revista Unieuro de Contabilidade**, Brasília, v. 2, n.1, fev. 2009.

ALVES, C. A. M.; MACHADO FILHO, C. A. P.; ROCHA, S. R. Análise das características pertinentes às ouvidorias considerando porte, tipo de controle e tipo

de listagem de instituições bancárias no Brasil. **Revista Economia & Gestão**, v. 15, n. 38, p. 165-192, 2015.

AMARAL, Hudson Fernandes; VILAÇA, Caroline Sales Issa; BARBOSA, Camila Figueirêdo Marques; BRESSAN, Valéria Gama Fully. Fundos de Pensão como Formadores de Poupança Interna: uma Alternativa para o Financiamento da Atividade Econômica. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 8, n. 2, p.137-158, Abr./Jun. 2004.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 1. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2004. 412 p.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 6. ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2012. 584 p.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Composição e segmentos do Sistema Financeiro Nacional. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp>> Acesso em 20/10/2016.

BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. 1 ed. Lisboa: Edições 70, 1977.

BELTRÃO, Kaizô Iwakami et al. Análise da Estrutura da Previdência Privada Brasileira: Evolução do Aparato Legal. IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Rio de Janeiro: Set. 2004.

BRASIL. Lei nº 8.213, de 24 de julho de 1991. **Dispõe sobre os Planos de Benefícios da Previdência Social e dá outras providências**. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8213cons.htm>. Acesso em 18/08/2016.

BRASIL. Lei Complementar 108, de 29 de maio de 2001a. **Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências**.

BRASIL. Lei Complementar 109, de 29 de maio de 2001b. **Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências**.

BRASIL. Conselho Geral de Previdência Complementar. Resolução nº 12, de 17 de setembro de 2002. **Dispõe sobre a transferência de empregados, participantes de plano de benefícios de entidade fechada de previdência complementar, para outra empresa do mesmo grupo econômico e dá outras providências**.

BRASIL. Conselho Geral de Previdência Complementar. Resolução nº 13, de 1 de outubro de 2004. **Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar - EFPC**.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.792, de 24 de setembro de 2009. **Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar.**

BRASIL. Decreto de número 7.123, de 3 de março de 2010. **Dispõe sobre o Conselho Nacional de Previdência Complementar - CNPC e sobre a Câmara de Recursos da Previdência Complementar - CRPC, e dá outras providências.**

CAAMAÑO, Paulo Castro. **Práticas de Governança Corporativa em Fundo de Pensão. Estudo de um caso brasileiro.** 134 f. Dissertação (Mestrado) – Curso de Mestrado em Sistemas de Gestão da Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2007.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.** São Paulo: CVM, Jun. 2002. 13 p.

DIAS, Luciana Pires. **Governance of Brazilian Pension Funds. The Berkeley Electronic Press.** Working Paper 1447, Mai. 2006. Disponível em <<http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=6568&context=expresso>>. Acesso em 07/07/2016.

DUARTE, Soraia de Oliveira. **Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico: Estudo de Caso dos Fundos de Pensão e Previdência do Brasil, Chile e México.** 193 f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Integração Latino-americana (Prolam) da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, 2011.

FILHO, Joaquim Rubens Fontes. **Estudo da Validade de Generalização das Práticas de Governança Corporativa ao Ambiente dos Fundos de Pensão: Uma Análise segundo as Teorias da Agência e Institucional.** 196 f. Tese (Doutorado) – Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Rio de Janeiro, 2004.

FREEMAN, R. Edward. The politics of stakeholder theory: some futures directions. **Business Ethics Quarterly**, vol. 4, nº4, p. 409-421, 1994.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 5ª edição. São Paulo: IBGC, 2015. 108 p.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Finance Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Out. 1976.

MACHADO FILHO, Cláudio Pinheiro. **Responsabilidade Social e Governança: o Debate e as Implicações.** São Paulo: Thomson, 2006. 172 p.

MPS – Ministério da Previdência Social. **Evolução Histórica da Previdência Social, 2004.** Disponível em <<http://www.previdencia.gov.br/dados-abertos/aepe-2004-anuario-estatistico-da-previdencia-social-2004-apresentacao/anuario-estatistico-da-previdencia-social-2004-consulta-aos-capitulos/anuario-estatistico-da-previdencia-social-2004-evolucao-historica-da-previdencia-social/>>. Acesso em 08/09/2016.

MPS – Ministério da Previdência Social. Secretária de Previdência Complementar. Guia do Participante. Brasília: MPS, Ago. 2005. Disponível em <<http://www.cageprev.com.br/site/Documentos/DocEstatico/GUIA%20DO%20PARTICIPANTE.pdf>>. Acesso em 17/10/2016.

NASCIMENTO, Ana Cristina Russo et al. Aderência das Entidades Fechadas de Previdência Complementar de Patrocínio Público às Práticas de governança corporativa. **Redeca**, v.1, n. 1, p. 79-101, Jan./Jun. 2014.

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies. Book 2, 2001. Disponível em < <https://www.oecd.org/finance/insurance/1812857.pdf>>. Acesso em 12/10/2016.

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. G20/OECD Principles of Corporate Governance. Set. 2015. Disponível em < <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>>. Acesso em 12/10/2016.

PAIXÃO, Leonardo André. A Previdência Complementar Fechada: uma visão geral. Brasília, 2006. Disponível em < http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/3_081014-111321-983.pdf>. Acesso em 14/08/2016.

PINHEIRO, Ricardo Pena. **A Demografia dos Fundos de Pensão**. Brasília: Ministério da Previdência Social. Secretaria de Políticas de Previdência Social, 2007.

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão. 1 ed. Brasília: Previc, Ago. 2010. 36 p.

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar. Guia PREVIC Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar. 1 ed. Brasília: Previc, Set. 2012. 28 p.

PUNSUVO, Fábio Riberi; KAYO, Eduardo Kazuo; BARROS, Lucas A.B.C. O Ativismo dos Fundos de Pensão e a Qualidade da Governança Corporativa. **Revista de Contabilidade & Finanças**. São Paulo, USP, v.18, n. 45, p. 63-72, Set./Dez. 2007.

RABELO, Flávio Marcílio. Fundos de Pensão, Mercados de Capitais e Corporate Governance: Lições para os Mercados Emergentes. **RAE – Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v.38, n.1, p. 38-51, Jan./Mar. 1998.

REICHENSTEIN, Willian. Why The Corporate Pension Fund is not just another SBU. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 6, n.4, p. 103-108, 1994.

RIECHE, Fernando Ceschin. Gestão de Riscos em Fundos de Pensão no Brasil: Situação Atual da Legislação e Perspectivas. **Revista do BNDES**, nº 23, Jun. 2005.

SAMPIERI, Roberto Hernández; COLLADO, Carlos Fernández; LUCIO, Mariadel Pilar Baptista. **Metodologia de Pesquisa**. 3ª edição. São Paulo: McGraw-Hill, 2006. 584 p.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, Jun. 1997.

SIEGEL, Sidney; CASTELLAN JR., N. John. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. 2 ed. Porto Alegre: Artmed Editora S.A., 2006. 448 p.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação. 4 ed. Florianópolis: UFSC 2005. 138 p.

SILVA, Rodrigo Valverde da. **Atendimento às Regras, Princípios e Práticas de Governança em Entidades Fechadas de Previdência Complementar**. 90 f. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade do Centro Sócio-Econômico da Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

SOARES, L.V.; COLARES, A. C. V.; MATTAR, P. A Governança Corporativa nas Entidades Fechadas de Previdência Complementar. In: **CONGRESSO UFU DE CONTABILIDADE**, 1., 2015, Uberlândia: 2015.

TORRES, Fernando José Vieira et al. Gestão dos Riscos e Desempenho Financeiro nos Fundos de Pensão Fachesf e Celpos. **Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, Recife, v. 8, n. 3, p. 382-410, Set./Dez. 2010.

APÊNDICES

Apêndice 1 – 15 Princípios para regulação dos Fundos de Pensão – OCDE

Princípios	Recomendações
1	<ul style="list-style-type: none"> ● Aplicação de um quadro regulamentar abrangente, dinâmico e flexível.
2	<ul style="list-style-type: none"> ● A infraestrutura dos mercados financeiros e a disposição dos preceitos regulatórios devem estar aptos a garantir um investimento produtivo dos recursos dos participantes, assegurando a possibilidade de diversificação dos riscos.
3	<ul style="list-style-type: none"> ● Nos regimes de previdência privada o acesso deve ser concedido a qualquer interessado, que se enquadre nos requisitos legais, de forma não discriminatória.
4	<ul style="list-style-type: none"> ● Deve ser promovida uma avaliação apropriada da adequação dos regimes de previdência complementar, especialmente quando desempenham uma função pública.
5	<ul style="list-style-type: none"> ● Um sistema regulatório institucionalizado e funcional do ponto de vista da adequação jurídica, contábil, técnica, financeira e de critérios de gestão deve aplicar-se aos fundos e planos de pensão, em conjunto ou separadamente, mas sem carga administrativa excessiva.
6	<ul style="list-style-type: none"> ● Os fundos de pensão devem ser constituídos a partir do sistema de capitalização. Enquanto a capitalização é completa, em princípio, nos planos de contribuição definida, outros tipos de planos devem ser submetidos a regras de arrecadação mínima ou outros mecanismos para assegurar o montante adequado que seja capaz de honrar as obrigações do fundo.
7	<ul style="list-style-type: none"> ● Métodos de cálculo apropriados para avaliação dos ativos e constituição de reservas, incluindo técnicas atuariais e regras de amortização, devem ser elaborados com base na transparência e em um padrão de comparação.
8	<ul style="list-style-type: none"> ● Supervisão eficaz dos planos e fundos de pensão deve ser estabelecida e focada na conformidade legal, no controle financeiro, no exame atuarial e na supervisão dos gerentes.
9	<ul style="list-style-type: none"> ● Auto-regulação e a auto-supervisão devem ser encorajadas. As atividades dos atuários independentes, das empresas custodiantes e dos conselhos fiscais devem ser viabilizadas dentro de um aparato regulatório apropriado.
10	<ul style="list-style-type: none"> ● A regulação deve possibilitar o estabelecimento de um nível de competição entre diferentes operadoras de planos. A concorrência deverá proporcionar benefícios aos participantes e permitir um desenvolvimento adequado do mercado de fundo de pensão.
11	<ul style="list-style-type: none"> ● Os investimentos dos fundos de pensão devem ser adequadamente regulados, de modo a respeitar o equilíbrio financeiro dos planos.
12	<ul style="list-style-type: none"> ● A necessidade de contratação de seguros de insolvência deve ser avaliada.
13	<ul style="list-style-type: none"> ● Mecanismos adequados de liquidação devem ser adotados. Acordos devem ser promovidos no intuito de assegurar que as contribuições devidas ao fundo pelo patrocinador serão pagas em caso de sua insolvência, de acordo com as leis nacionais.
14	<ul style="list-style-type: none"> ● Transparência e informações apropriadas devem ser disponibilizadas de acordo com as características dos custos e dos benefícios dos fundos de pensão, especialmente quando várias opções de planos são oferecidas.
15	<ul style="list-style-type: none"> ● A adesão às melhores práticas de governança corporativa deve ser considerada na gestão dos fundos de pensão.

Fonte: Elaborado pelo autor com base no documento da OCDE (2001).

Apêndice 2 – Amostra das EFPCs utilizadas na Pesquisa

EFPC	Porte	Número de Participantes, dependentes e assistidos	Tipo de Patrocínio
PREVI	Muito Grande	Muito Grande	Público
PETROS	Muito Grande	Muito Grande	Público
FUNCESP	Muito Grande	Muito Grande	Privado
FUND. ITAÚ UNIBANCO	Muito Grande	Muito Grande	Privado
SISTEL	Muito Grande	Muito Grande	Privado
FORLUZ	Muito Grande	Muito Grande	Público
REAL GRANDEZA	Muito Grande	Grande	Público
FUNDAÇÃO ATLÂNTICO	Muito Grande	Muito Grande	Privado
FAPES	Muito Grande	Médio	Público
FUNDAÇÃO COPEL	Muito Grande	Médio	Privado
POSTALIS	Muito Grande	Muito Grande	Público
PREVIDÊNCIA USIMINAS	Muito Grande	Muito Grande	Privado
TELOS	Muito Grande	Grande	Privado
CENTRUS	Muito Grande	Pequeno	Público
CERES	Muito Grande	Muito Grande	Público
ELETROCEEE	Grande	Grande	Público
VISÃO PREV	Grande	Grande	Privado
SERPROS	Grande	Grande	Público
BB PREVIDÊNCIA	Grande	Muito Grande	Público
FUNDAÇÃO IBM	Grande	Grande	Privado
ELETROS	Grande	Médio	Público
CAPEF	Grande	Grande	Público
GERDAU PREVIDÊNCIA	Grande	Muito Grande	Privado
FIBRA	Grande	Pequeno	Público
PREVINORTE	Grande	Médio	Público
BRF PREVIDÊNCIA	Grande	Muito Grande	Privado
PSS	Grande	Médio	Privado
FUNDAÇÃO LIBERTAS	Grande	Grande	Público
UNILEVERPREV	Grande	Médio	Privado
ELOS	Grande	Médio	Público
CITIPREVI	Médio	Médio	Privado
ODEBRECHT PREVIDÊNCIA	Médio	Médio	Privado
FUNSSSEST	Médio	Pequeno	Privado
GEAP PREVIDÊNCIA	Médio	Muito Grande	Público

FUNDAÇÃO ITAÚSA	Médio	Grande	Privado
NUCLEOS	Médio	Médio	Público
EMBRAER PREV	Médio	Grande	Privado
FUSESC	Médio	Médio	Público
FUNEPP	Médio	Grande	Privado
REGIUS	Médio	Médio	Público
PREVIRB	Médio	Pequeno	Privado
METRUS	Médio	Grande	Público
QUANTA PREVIDÊNCIA	Médio	Muito Grande	Privado
BANDEPREV	Médio	Pequeno	Privado
PRECE	Médio	Médio	Público
PREVIBAYER	Pequeno	Médio	Privado
FUNSEJEM	Pequeno	Grande	Privado
ENERPREV	Pequeno	Pequeno	Privado
PREVI-SIEMENS	Pequeno	Grande	Privado
FASC	Pequeno	Pequeno	Privado
PRHOSPER	Pequeno	Pequeno	Privado
PREVI-ERICSSON	Pequeno	Pequeno	Privado
FIPECQ	Pequeno	Pequeno	Público
PREVIG	Pequeno	Pequeno	Privado
FAELCE	Pequeno	Pequeno	Privado
CIBRIUS	Pequeno	Pequeno	Público
ACEPREV	Pequeno	Pequeno	Privado
SÃO BERNARDO	Pequeno	Médio	Privado
PREVISC	Pequeno	Grande	Privado
SÃO RAFAEL	Pequeno	Pequeno	Privado

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Abrapp (2016c)

Legenda: 'Porte' indica o montante de ativos de investimento de cada EFPC; 'Tipo de Patrocínio' indica a natureza jurídica do patrocinador da EFPC, podendo ser público ou privado; 'Número de Participantes, dependentes e assistidos' indica o número total de participantes, dependentes e assistidos vinculado à cada uma das EFPCs.

Apêndice 3 – Modelo de e-mail utilizado para solicitar as políticas de investimento

Prezada Entidade XXXX,

Sou um aluno da Universidade de Brasília (UnB) e estou desenvolvendo um Trabalho de Conclusão de Curso de graduação em Administração, cujo objetivo é investigar as características de governança corporativa das Entidades Fechadas de Previdência Complementar atuantes no Brasil, sob orientação do Professor Doutor Carlos André de Melo Alves.

Para conseguir atender o objetivo da pesquisa, solicito o acesso ao documento contendo a Política de Investimentos desta entidade. Se não for possível enviar o referido documento, desejo que me informem onde posso acessá-lo. Adicionalmente, comunico que será mantida a confidencialidade do nome da entidade na análise dos resultados.

Ciente da importância que a entidade confere ao meio acadêmico, desde já agradeço a atenção e contribuição.

Atenciosamente,
Guilherme de Queiroga Falcão
RA: 12/0140128 (UnB)