

**Potenciais Fatores que Influenciam os Recursos Garantidores das Entidades Fechadas de Previdência Complementar no Brasil****WILLIAM APARECIDO MACIEL DA SILVA***Universidade Federal de Uberlândia***DONIZETE REINA***Universidade Federal do Espírito Santo***SIRLEI LEMES***Universidade Federal de Uberlândia***DIANE ROSSI MAXIMIANO REINA***Universidade Federal do Espírito Santo***Resumo**

A garantia dos proventos futuros das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) se dá por meio da gestão de recursos garantidores, os quais têm origem nos aportes regulares do plano de benefícios de seus participantes ou patrocinadores. O presente trabalho teve como objetivo verificar potenciais fatores que podem influenciar a evolução dos recursos garantidores das entidades fechadas de previdência complementar. A pesquisa caracteriza-se como aplicada, quantitativa, com dados organizados em corte transversal e com utilização de regressão linear multivariada. Dentre os principais resultados, evidencia-se um déficit de 74% do total de EFPC analisada, gerando dúvidas se as mesmas podem garantir o equilíbrio atuarial e financeiro do setor. Destaca-se também a importância das governanças corporativas e do conflito de interesse e como ambos podem influenciar a EFPC e sua gestão considerando que as variáveis Conselho Deliberativo e Diretoria Executiva apresentaram relação positiva com os Recursos Garantidores.

**Palavras-Chave:** Déficit, EFPC, Fundo de Pensão, Intervenção, Recursos Garantidores.

**1 Introdução**

Toda e qualquer tipo de entidade, em seus mais amplos níveis de gestão, sempre haverá de manter agentes com autoridade e autonomia para tomar decisões para o alcance de metas e objetivos previamente propostos. Esses agentes são contratados e recebem delegação para desenvolver projetos e atuar em nome dos principais, que podem ser acionistas, controladores, membros de conselho ou sociedade. Com base nesse pressuposto, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) brasileiras tendem a adotar e divulgar de modo predominante práticas de governanças corporativas legalmente impostas (Lima, 2014). Em ambiente internacional, Ammann e Zingg (2010) constataram a existência de Entidades Fechadas de Previdência Complementar que apresentam debilidades na transparência de suas metas, mesmo evidenciando relação positiva entre as estratégias de governanças corporativas e o desempenho das EFPC na Suíça. Por sua vez, Cocco e Volpin (2007) evidenciaram conflito de interesse nas EFPC no Reino Unido, visto que os conselheiros, sendo diretores, agiam a favor do interesse do patrocinador e não, necessariamente, conforme interesse do participante.

No Brasil, as EFPC ocupam um importante papel no desenvolvimento econômico do país, uma vez que atuam na acumulação de poupança interna, incentivando diversos

segmentos econômicos, além de ter a função de complementar da seguridade social de seus participantes (Cerqueira, Silva, Santana, & Chain, 2017). Entretanto, à semelhança da previdência complementar de outros países, casos de escândalos de investimentos mal feitos, gestões fraudulentas e desvio de recursos estamparam capas dos principais jornais no Brasil. Em sua pesquisa, Wartchow (2016) constatou que as EFPC estão expostas a conflitos de interesse entre gestores, participantes e patrocinadores, pois custos oriundos das decisões não recaem sobre os tomadores das decisões. Entre esses conflitos de interesse, podem-se destacar: gestor tomando decisão para benefícios próprios e patrocinador influenciando na gestão por meio de conselheiros por ele indicado.

Diante dos conceitos e evidências apresentados, segundo os quais a falta de governança corporativa pode direcionar as EFPC em direção a conflitos de interesses, o que resulta em déficits, baixo desempenho, comprometimento dos compromissos atuariais e econômico-financeiros, surge a seguinte questão de pesquisa: as estratégias dos conselheiros e gestores na administração das entidades fechadas de previdência complementar brasileiras contribuem positivamente para a geração de recursos garantidores? Assim, a presente pesquisa tem o objetivo principal de verificar potenciais fatores que podem estar associados com a evolução dos recursos garantidores das entidades fechadas de previdência complementar. Os dados compreenderão o período de 2011 a 2017.

As EFPC estão sujeitas a um aparato normativo regulamentar. Todavia, essas normas não são condição suficiente para proteger os participantes de possíveis conflitos de interesse que podem influenciar o retorno de seus investimentos. De forma específica, a principal contribuição deste estudo é o de identificar potenciais fatores que podem influenciar a evolução dos recursos garantidores das entidades fechadas de previdência complementar, tendo como sustentação o conflito de interesse entre os agentes, como proposto por Drew e Stanford (2003).

O presente trabalho encontra-se dividido em cinco seções, sendo: (i) esta introdução; (ii) referencial teórico; (iii) procedimentos metodológicos, em que é detalhada a análise de dados; (iv) análise dos resultados, a qual foi obtida por meio dos modelos econométricos; e (v) considerações finais, evidenciando as principais constatações do estudo, assim como sugestões de estudos futuros e limitações do trabalho.

## 2 Referencial Teórico

Com o intuito de reduzir possíveis conflitos de interesses, as EFPC contam com mecanismos de governanças corporativas, além de um arcabouço de resoluções e instruções, sendo suas atividades fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC). O processo de governança corporativa pode ser compreendido como um sistema segundo o qual as organizações e/ou empresas são monitoradas, dirigidas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre conselho, sócios, diretores, órgãos fiscalizadores e demais partes interessadas, de modo que suas práticas alinham interesses com a finalidade de otimizar e preservar a geração de valor econômico de longo prazo (IBGC, 2019). Considerando seu caráter social e por serem formadoras de poupança estável de longo prazo, a governança corporativa nas EFPC visa contribuir para a perenidade, consciência do dever fiduciário dos princípios éticos, norteando a gestão, de forma prudente e com transparência, de decisões que coincidem com os interesses dos participantes, assistidos e patrocinadores.

Entretanto, todo o sistema de governança corporativa não é suficiente para evitar ineficiências por parte do setor. Máximo, Cruz, Santos, Silva Neto e Leone (2018), sob a perspectiva do controle interno constataram que há a necessidade de melhoria nos padrões de controles das EFPC. Por sua vez, Nascimento, Frauches, Chan e Silva (2014) observaram baixa aderência aos pressupostos da boa prática de governança corporativa das EFPC, apontando o aumento da necessidade de maior regulação no setor por meio de regras de transparência e divulgação sistematizadas. Para Silva (2018), a capacidade gerencial dos dirigentes e conselheiros das EFPC é um fator importante para se atingir um alto padrão de eficiência financeira. O autor identificou que EFPC maiores tendem, em média, a apresentar eficiência financeira inferior às EFPC menores e, além disso, as EFPC privadas se mostraram mais eficientes financeiramente que as EFPC públicas. Essa eficiência pode estar relacionada à política de investimento das EFPC que é altamente restritiva e que, em parte, beneficia investimentos em ativos governamentais e se constitui em um dos principais mecanismos de conflito de interesse entre as partes. Silva (2019) aponta ainda que a política de investimento limita a *performance* das EFPC à classe de ativos conservadores, prejudicando o retorno futuro dos participantes.

Drew e Stanford (2003) identificaram possíveis conflitos de interesse nas EFPC Australianas entre agentes e principal, dentre eles: (i) entre patrocinadores e participantes, visto que o patrocinador pode indicar o conselheiro sem influência dos participantes, de forma que as decisões podem beneficiar quem o indicou; (ii) entre participantes e sindicatos, dado que os sindicatos podem escolher fundos para alocar recursos para o fundo da empresa em troca de benefícios sindicais; (iii) entre conselheiros e participantes, tendo em vista que os conselheiros podem estipular suas remunerações e despesas, não havendo um sistema de divulgação obrigatória; (iv) entre conselheiros e consultores de investimento, visto que os consultores podem onerar seus custos para evidenciar que estão alinhados aos interesses dos conselheiros; e (v) entre conselheiros e administradores, tendo em vista que os gestores podem onerar seus custos para demonstrar que estão alinhados com os objetivos dos conselheiros, já que os mesmos podem ser removidos caso os interesses das partes não estejam alinhados.

Jackowicz e Kowalewski (2012) constataram que o conselho deliberativo exerce um papel importante no desempenho das EPFC polonesas, sendo os mesmos responsáveis pela qualidade das EFPC. Segundo Kowalewski (2012), a quantidade dos membros do conselho pode ser utilizada como *proxy* para explicar a *performance* das EFPC polonesas, já que esses membros podem ser considerados *insider* e agir por interesses próprios. Em outro panorama, ao analisar estatutos e relatórios anuais, Wartchow (2016) identificou relação estatística positiva entre rentabilidade e governança das EFPC, concluindo que, com melhores níveis de governança corporativas, tem-se uma melhor rentabilidade dos investimentos. Após constatar potenciais fatores que podem comprometer a evolução do Recursos Garantidores, apresentam-se as seguintes hipóteses:

H<sub>1</sub>: Existe relação positiva entre a quantidade de membros do conselho deliberativo e a geração de recursos garantidores;

H<sub>2</sub>: Existe relação positiva entre a quantidade de membros da diretoria executiva e a geração de recursos garantidores;

H<sub>3</sub>: Existe relação positiva entre a quantidade de membros do conselho fiscal e a geração de recursos garantidores

H<sub>4</sub>: Existe relação entre o período de constituição da EFPC e a geração de recursos garantidores;

H<sub>5</sub>: Existe relação entre as despesas administrativas e a geração de recursos garantidores; e

H<sub>6</sub>: Existe relação entre a intervenção e a geração de recursos garantidores.

### 3 Procedimentos Metodológicos

Esta pesquisa tem o propósito de discutir acerca de conflitos de interesses presentes no sistema de governança corporativa, bem como analisar de forma quantitativa possíveis fatores que podem influenciar o crescimento dos Recursos Garantidores das EFPC, fomentando a teoria e a prática para o leitor.

A amostra da pesquisa foi coletada no Portal da PREVIC (Superintendência Nacional de Previdência Complementar), especificamente na lista de cadastro das EFPC, cuja atualização foi feita em 01.2019, bem como nas demonstrações contábeis consolidadas (Previc, 2019). O período selecionado para pesquisa foi de dezembro de 2010 a dezembro de 2017, correspondendo esse período ao total de anos dos balancetes contábeis consolidados disponíveis na base de dados da Previc (2019). Ademais, foram aplicados filtros para excluir as EFPC canceladas, ou que não estão em funcionamento, e as que não apresentaram dados contábeis. No final, foram utilizadas, para estudo, 247 entidades listadas na relação de EFPC.

A variável dependente é a Recursos Garantidores (RecGarant) que corresponde ao Logaritmo da Média dos Recursos Garantidores das EFPC no período de 2010 a 2017. De acordo com a Silva (2019), Recursos Garantidores podem ser entendidos como a parte do ativo das EFPC que é destinada à garantia de cobertura dos benefícios contratados pelos participantes na adesão ao plano de benefícios.

$$\text{Recursos Garantidores} = \text{Disp.} + \text{Inv} + \text{EOI} - \text{ECI} \quad (1)$$

Em que: Disp. = Disponível (1.1.0.0.00.00.00); Inv. = Investimento (1.2.3.0.00.00.00); EOI = Exigível Operacional de Investimentos (2.1.3.0.00.00.00); ECI = Exigível Contingencial de Investimentos (2.2.3.0.00.00.00). Os números entre parênteses representam o código contábil da estrutura de contas dos procedimentos das EFPC, tendo sido os dados coletados nas demonstrações contábeis disponíveis no site da Previc (2019).

A transparência e a prestação de contas devem ser uma das prioridades das EFPC, haja vista a importância de se disponibilizar informações aos participantes de forma clara e tempestiva dentro dos padrões de gestão e governança corporativa estipulada pela Previc (2019). Assim, para identificar possíveis fatores que possam influenciar a evolução dos Recursos Garantidores, no Quadro 1 se identifica as variáveis independentes do estudo.

#### Quadro 1: Variáveis independentes

**Conselho Deliberativo (ConsDelib):** de acordo com o disposto no Art. 35 da Lei Complementar nº 109/2001, o Conselho Deliberativo é o órgão responsável por definir a política geral de administração da entidade e de seus planos de benefícios, sendo o mesmo a instância máxima de decisão da entidade. A variável ConsDelib representa o logaritmo da quantidade de membros ativos no Conselho Deliberativo registrados no cadastro das EFPC, cuja atualização data de 01.2019.

**Diretoria Executiva (DiretExec):** em conformidade com o disposto pela Lei Complementar nº 109/2001, a Diretoria Executiva é o órgão responsável por administrar a EFPC, bem como seus planos de benefícios, observando-se a política e as boas práticas de governança corporativa. A variável DiretExec representa o logaritmo da quantidade de membros ativos na Diretoria Executiva registrados no cadastro das EFPC, cuja

atualização data de 01.2019.
<b>Conselho Fiscal (ConsFiscal):</b> considerado um órgão de controle, o Conselho Fiscal supervisiona a execução das políticas do Conselho Deliberativo e o desempenho das boas práticas de governança corporativa da Diretoria Executiva, conforme o disposto pela Lei Complementar nº 109/2001. A variável ConsFiscal representa o logaritmo da quantidade de membros ativos no Conselho Fiscal registrados no cadastro das EFPC, datando sua atualização em 01.2019.
<b>Período de constituição da EFPC (IdadeLN):</b> representa o logaritmo da medida em anos completos da EFPC, desde a sua constituição até dezembro de 2017. As EFPC tendem a ter menos recursos garantidores para cumprir com suas obrigações, buscam constantemente a melhoria contínua na governança corporativa, assim como assumem maiores riscos para conseguir maiores resultados em relação às EFPC mais antigas, que constam com um sistema estruturado de governanças corporativas, além de necessitar de menores aportes financeiros por partes dos participantes.
<b>Despesas Administrativas (DespAdm):</b> representam o quanto dos Recursos Garantidores está sendo direcionado para custear a Despesa Administrativa da EFPC. De acordo com a Previc (2018), as Despesas Administrativas dos planos de benefícios operados pelas EFPC garantem o equilíbrio operacional quanto à gestão dos recursos destinados à operação, funcionamento e prevenção do sistema previdenciário. Para a presente pesquisa, foram utilizadas as Despesas Administrativas e os Recursos Garantidores do ano de 2017.
<b>Intervenção (Intervenção):</b> caso haja descumprimento de normas relacionadas à contabilização de reservas técnicas e aplicação de recursos, a Previc (2019) pode decretar Intervenção da EFPC. Com base nas informações da PREVIC e da ABRAPP (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar), foram identificadas dez EFPC que já passaram por decreto de Intervenção entre os anos de 2010 a 2017. Para a variável Intervenção, foram utilizados como <i>dummy</i> : (1) Intervenção; e (0) Sem Intervenção.

Fonte: Elaborado pelos autores.

O Quadro 2 apresenta todas as variáveis utilizadas (dependente e independentes), assim como a abreviação para o modelo econométrico, a descrição da fórmula e o sinal esperado.

Quadro 2 - Sinais esperados e formulação das variáveis

Abreviações	Nome	Fórmula	Sinal
<b>Variáveis dependentes</b>			
RecGarant	Recursos Garantidores	Logaritmo Neperiano da Média dos Recursos Garantidores	
<b>Variáveis independentes</b>			
ConsDelib	Conselho Deliberativo	Logaritmo Neperiano da quantidade de membros do Conselho Deliberativo.	(+)
DiretExec	Diretoria Executiva	Logaritmo Neperiano da quantidade de membros da Diretoria Executiva.	(+)
ConsFiscal	Conselho Fiscal	Logaritmo Neperiano da quantidade de membros do Conselho Fiscal.	(-/+)
IdadeLN	Período de constituição da EFPC	Logaritmo Neperiano da idade da EFPC	(+)
DespAdm	Despesas Administrativas	Despesas Administrativas/ Recursos Garantidores	(-)
Intervenção	Intervenção	Variável <i>Dummy</i> : (1) Intervenção; (0) Sem Intervenção	(-)

Fonte: Elaborado pelos autores.

### 3.1 Especificação do modelo

O presente trabalho tem como objetivo verificar potenciais fatores que podem influenciar na evolução dos recursos garantidores das entidades fechadas de previdência complementar. Para alcançar o objetivo da pesquisa, os dados foram organizados em dados de corte transversal (*cross-section*). O teste econométrico utilizado será a técnica de regressão linear multivariada. O modelo de regressão linear multivariada pode ser representado conforme Equação 1.

$$Y_i = \alpha + b_1 \cdot \beta_{1i} + b_2 \cdot \beta_{2i} + \dots + b_k \cdot \beta_{ki} + u_i \quad (1)$$

Onde  $Y$  = representa a variável dependente quantitativa;  $\alpha$  = representa o intercepto ou coeficiente linear;  $b_j (j = 1, 2, \dots, K)$  = são os coeficientes angulares de cada variável;  $\beta_i$  = representa as variáveis explicativas (métricas ou *dummies*);  $u$  = é o termo de erro (diferença entre o valor real de  $Y$  e o valor previsto de  $Y$ ); e  $i$  = representa cada uma das observações da amostra da análise ( $i = 1, 2, \dots, n$ ), em que  $n$  representa o tamanho da amostra.

A variável dependente do modelo econométrico é a RecGarant, que representa a média dos Recursos Garantidores acumulados no período de dezembro de 2010 a dezembro de 2017. O teste econométrico utilizado na presente pesquisa é apresentado na Equação 2.

$$\text{RecGarant}_i = \alpha + \beta_1(\text{ConsDelib})_i + \beta_2(\text{DiretExec})_i + \beta_3(\text{ConsFiscal})_i + \beta_4(\text{IdadeEFPC})_i + \beta_5(\text{DespAdm})_i + \beta_6(\text{Intervenção})_i + u_i \quad (2)$$

Em que:  $\alpha$ : é o intercepto; RecGarant: logaritmo neperiano da média dos Recursos Garantidores no período de Dez/2010 a Dez/2017; ConsDelib: logaritmo neperiano da quantidade de membros do Conselho Deliberativo ativos na lista de cadastro das EFPC; DiretExec: logaritmo neperiano da quantidade de membros do Diretoria Executiva ativos na lista de cadastro das EFPC; ConsFiscal: logaritmo neperiano da quantidade de membros do Conselho Fiscal ativos na lista de cadastro das EFPC; IdadeLN: logaritmo natural da idade da EFPC do período de sua constituição até 31/12/2017; DespAdm: Despesas Administrativas das EFPC em 2017; Intervenção, *dummy*: (1) Intervenção, (0) Sem intervenção, das EFPC que passaram por investigação no período de 2010 a 2017; e  $u_i$ : erro padrão do modelo. Todas as variáveis foram submetidas ao procedimento *z-score* de forma a eliminar possíveis vieses de valores extremos. Para finalizar, dada a possibilidade de existência de heterocedasticidade dos resíduos, optou-se pela regressão linear com erros padrão robustos de White (1980). Destaca-se que os testes econométricos foram realizados no Stata 13.

### 4 Análise dos Resultados

Neste capítulo, são apresentados os resultados dos testes realizados na pesquisa. Na Tabela 1, encontra-se a quantidade de EFPC que apresentou irregularidade ou insuficiência na constituição das reservas técnicas, provisões e fundos ou na sua cobertura por ativos garantidores no período de 2010 a 2017.

Tabela 1 – Intervenções nas EFPC

Tipo de EFPC	Sem Intervenção	Intervenção	Total
Privada	178	0	178
Público	73	9	82
Instituidor	20	1	21
Total	271	10	281

Fonte: Elaborado pelos autores

O resultado evidenciado (Tabela 1) demonstra que a maioria das intervenções tem ligação com EFPC públicas ou instituidores. Esse resultado vai ao encontro do estudo de Lima (2018), o qual apontou que a influência política contribui de forma negativa para o desempenho das EFPC mesmo quando apresentam resultados superiores aos de EFPC privadas. O processo de intervenção expõe negativamente o setor, reprimindo a entrada de novos participantes. Além disso, a intervenção também prejudica a esperança do participante de conseguir uma renda extra na sua aposentadoria, bem como prejudica todo o planejamento futuro do participante que conta com a renda futura. Como a intervenção é algo voltado, principalmente, para a gestão pública, sugere-se fiscalizações com os mesmos padrões para EFPC fechadas a fim de manter a qualidade do setor e o compromisso com os participantes que contam com o benefício para a sua aposentadoria no futuro ou no fim do contrato acordado.

A legislação que rege as EFPC reflete uma postura conservadora que tem como intuito otimizar a segurança do sistema, buscando direcionar as EFPC ao permanente equilíbrio e ao rápido equacionamento de déficits. A Figura 1 mostra o superávit e os déficits das EFPC no ano de 2017.

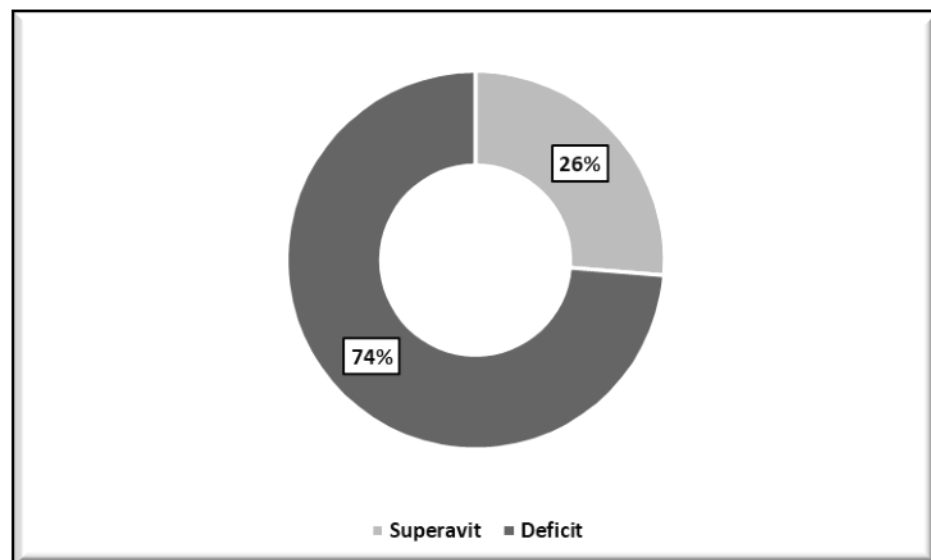


Figura 1 - Déficit e Superávit das EFPC no ano de 2017

Fonte: Elaborada pelos autores

Conforme Figura 1, é possível observar que, no ano analisado, apresentava-se um déficit de 74%, podendo-se questionar se as EFPC podem garantir o equilíbrio atuarial e financeiro do setor a fim de atender às necessidades dos participantes e da própria EFPC. Assim, sugere-se o equacionamento dos déficits para evitar um possível desequilíbrio atuarial. Assim, surgem inquietações e provocações para discussões sobre as melhores estratégias para

que 26% das EFPC consigam superávit em relação às demais, tais como: Será a gestão? Qual o compromisso das EFPC com os participantes? Em função do conservadorismo das carteiras de investimento não se consegue remunerar o custo de oportunidade dos participantes? Enfim, as possibilidades são muitas e os números apontam uma possível ineficiência do setor. Na Tabela 2, é apresentada a análise descritiva dos executivos das EFPC.

Tabela 2 – Análise descritiva dos executivos das EFPC

Variáveis	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
ConsDelib	5.946429	2.408316	2	20
ConsFiscal	3.956835	1.416104	2	11
DiretExec	3.817857	1.473433	2	12

Fonte: Elaborada pelos autores

Quanto à análise descritiva dos executivos das EFPC, ficou constatado que a média de participantes do Conselho Deliberativo é de 5,9 membros, tendo seu menor número com somente dois membros no Conselho Deliberativo, e o máximo com 20 participantes. Cabe ressaltar que nem todos os membros do Conselho são assalariados, participando esses de forma estratégica para as EFPC. Em relação ao Conselho Fiscal, a média é de 3,9 membros, sendo o número mínimo também de dois membros e o máximo de 11. A média da Diretoria Executiva das EFPC é de 3,8 membros, sendo o mínimo de dois participantes e o máximo de 12. Cabe ressaltar que as médias analisadas quanto aos membros estão de acordo com o padrão estipulado pela Lei Complementar nº 108, de 2001, e pela Lei Complementar nº 109, de 2001. Na Tabela 3, destaca-se a correlação entre as variáveis da pesquisa.

Tabela 3 – Correlação entre as variáveis

	RecGarant	ConsDelib	DiretExec	ConsFiscal	IdadeEFPC	Desp Adm	Intervenção
RecGarant	1.000						
ConsDelib	0.277	1.000					
DiretExec	0.168	0.126	1.000				
ConsFiscal	0.199	0.508	0.340	1.000			
IdadeEFPC	0.454	0.051	-0.048	0.090	1.000		
DespAdm	-0.119	-0.095	0.136	0.015	-0.041	1.000	
Intervenção	0.228	0.020	0.022	0.045	0.077	-0.083	1.000

Fonte: Elaborado pelos autores

Ao analisar a Tabela 3, fica evidenciado que nenhum dos resultados apresentou correlação acima de 60%, indicando que as variáveis entre si não apresentam indícios de multicolinearidade. A correlação mais elevada foi entre as variáveis ConsFiscal e ConsDelib, que foi de 50,8%. Esse resultado vai de encontro às práticas adotadas para governança corporativa das EFPC, nas quais o Conselho Fiscal assume a função de alertar sobre desvios, além de recomendar providências para a melhoria da gestão, elaborando relatórios que vão desde aspectos organizacionais à emissão de pareceres conclusivos. Após a análise da correlação entre as variáveis, o próximo procedimento constituiu-se na realização do teste de regressão linear multivariada robusta entre as variáveis, conforme consta na Tabela 4.

Tabela 4 – Regressão linear multivariada

	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-valor
ConsDelib	1.102919	0.351295	3.14	0.002
DiretExec	0.9631423	0.3357888	2.87	0.004



ConsFiscal	-0.1613543	0.4335663	-0.37	0.710
IdadeEFPC	1.418582	0.1836426	7.72	0.000
Desp Adm	-0.0303949	0.015756	-1.93	0.047
Intervenção	1.603814	0.7603378	2.11	0.036
Constante	12.68896	0.834099	15.21	0.000

Fonte: Elaborado pelos autores

A estatística F foi de 19,73 ao p-valor de 0,000, com seis graus de liberdade, tendo sido constatado que o teste é significativo como um todo. Com relação ao coeficiente de determinação, ele indicou que o poder de explicação do teste foi de 33,8% para uma amostra de 247 entidades fechadas de previdência complementar. No teste VIF, o resultado foi de 1,20, confirmando a baixa multicolinearidade entre as variáveis evidenciadas no teste de correlação. Além disso, a variável Conselho Fiscal não apresentou significância estatística para explicar a variável dependente Recursos Garantidores. Esse resultado vai de encontro com as regras de governança corporativa, não devendo o Conselho Fiscal exercer atividades operacionais, mantendo independência dos demais órgãos de governança e não sendo subordinado a nenhum deles. Dessa forma, o Conselho Fiscal analisa a aderência da gestão dos Recursos Garantidores, bem como a política de investimento das EFPC, além de outras atribuições de sua função. Essa questão responde à hipótese H<sub>3</sub> em que se supôs que existe relação positiva entre a quantidade de membros do conselho fiscal e a geração de recursos garantidores, o que está em acordo com o resultado evidenciado de que não existe relação positiva entre a quantidade de membros do conselho fiscal e a geração de Recursos Garantidores, ficando a cargo do conselho somente a análise da aderência da gestão desses recursos.

A variável Conselho Deliberativo apresentou relação significativa positiva com a variável dependente Recursos Garantidores, ou seja, quanto maior for o comprometimento da Conselho Deliberativo na definição da qualidade da política de administração, maior tende a ser o resultado obtido nos Recursos Garantidores. Essa questão responde à hipótese H<sub>1</sub> de que existe relação positiva entre a quantidade de membros do conselho deliberativo e a geração de recursos garantidores, constatando-se que o conselho como instância máxima de decisão da entidade tem uma relação positiva direta com os Recursos Garantidores. Por sua vez, a variável Diretoria Executiva apresentou relação significativa positiva com a variável dependente Recursos Garantidores, ou seja, quanto maior for o comprometimento da Diretoria Executiva, maior tende a ser o resultado dos Recursos Garantidores. Esse resultado se relaciona à hipótese H<sub>2</sub> quanto a existir relação positiva entre a quantidade de membros da Diretoria Executiva e a geração de Recursos Garantidores. Nesse caso, a quantidade de membros da Diretoria está estritamente relacionada com os Recursos Garantidores. Dessa forma, quando toma decisões baseadas em seus próprios interesses, a equipe da diretoria pode levar as EFPC a ter problemas com déficits e com a perda de Recursos Garantidores dos participantes.

A variável Idade da EFPC apresentou relação significativa positiva com a variável dependente Recursos Garantidores, ou seja, quanto maior for a Idade da EFPC, maior tendem a ser os Recursos Garantidores. Esse resultado responde à hipótese H<sub>4</sub> quanto a existência de relação entre a idade da EFPC e a geração de Recursos Garantidores. Assim, pressupõe-se que EFPC com mais tempo de constituição têm maiores níveis de reservas de Recursos Garantidores para atender as necessidades das EFPC e dos participantes. Esse resultado corrobora o estudo de Silva (2019), visto que, segundo o autor, a idade da EFPC tem uma relação positiva direta com o desempenho das EFPC. Assim, espera-se que entidades com mais tempo de vida tenham maiores reservas de Recursos Garantidores, o que permite uma

maior flexibilidade de suas políticas de investimento e, conseqüentemente, melhor desempenho, já que essas EFPC podem diversificar suas carteiras de ativos, reduzindo os riscos.

A variável Despesas Administrativa apresentou relação significativa negativa com a variável dependente Recursos Garantidores, ou seja, quanto menor for a despesa administrativa da EFPC, maior tendem a ser os Recursos Garantidores. Esse resultado permite aceitar a hipótese  $H_5$  de que existe relação entre as Despesas Administrativas e a geração de Recursos Garantidores. Assim, fica evidenciado que, quanto maiores forem as despesas administrativas das EFPC, menor tende a ser o percentual direcionado para os Recursos Garantidores. Assim, com base nos pressupostos da Lei Complementar 109/2001, pode-se inferir que a referida Lei não fixou limites para as despesas, ficando sob a responsabilidade do Conselho Deliberativo da EFPC os limites e adequações dos gastos ao resultado auferido. Para Silva (2019), o proposto pela Lei pode beneficiar os participantes e assistidos, trazendo maior transparência ao plano de Custeio Administrativo das EFPC. Entretanto, se não for apropriada, a gestão pode levar a EFPC a ter déficits, além de conflitos de interesse, repassando a responsabilidade da má gestão aos participantes que poderá ter de aportar recursos adicionais.

A variável Interversão apresentou relação significativa positiva com a variável dependente Recursos Garantidores, ou seja, quanto maior for a interversão nas EFPC, maior tende ser o prejuízo nos Recursos Garantidores. Esse resultado alinha-se à hipótese  $H_6$ : que pressupõe que existe relação entre a intervenção e a geração de recursos garantidores. Espera-se, assim, que, em média, quanto maior for o rombo, o desvio de recursos e o déficit devido ao mal uso dos recursos dos participantes, maiores são as perdas de Recursos Garantidores. Com base no que foi proposto por Lima (2018), influências políticas impactam diretamente o processo decisório das empresas que detêm participação, de forma que essas influências podem ocorrer, por exemplo, por meios estabelecidos pelo conselho. Uma das formas de influência do governo sobre as EFPC se dá por meio de políticas de investimento, de modo que boa parte dos investimentos das EFPC fica alocada em investimentos denominados títulos públicos.

## 5 Conclusões

A garantia dos proventos futuros das EFPC ocorre por meio da gestão de recursos garantidores, os quais provêm de aportes regulares realizados nos planos de benefícios de seus participantes ou patrocinadores. O presente trabalho teve como objetivo verificar potenciais fatores que podem influenciar a evolução dos recursos garantidores das entidades fechadas de previdência complementar no período de 2011 a 2017. Dentre os resultados auferidos, destaca-se a importância dos conselhos deliberativos e da diretoria executiva como participantes diretos dos resultados dos Recursos Garantidores, devendo-se ressaltar que uma má gestão pode levar as EFPC a déficits e até mesmo a intervenções, caso seja detectado algum envolvimento que não esteja alinhado com o propósito da entidade.

Outra evidência do estudo relaciona-se à importância da governança corporativa e do conflito de interesse e como ambos podem influenciar a EFPC e sua gestão. Diante dos resultados obtidos na pesquisa, sugere-se que os órgãos reguladores sejam mais eficientes em seu papel de fiscalizar as EFPC na busca de combater intervenções que possam prejudicar os participantes. Ressalta-se que a presente pesquisa apresentou limitações metodológicas importantes, dentre elas: (1) o período da amostra selecionada; (2) os filtros utilizados na

pesquisa; (3) a metodologia adotada para o cálculo das variáveis; e (4) as técnicas estatísticas empregadas. Cabe ressaltar que as informações divulgadas pelos órgãos reguladores se encontravam desatualizadas no momento da coleta de dados, o que dificultou a obtenção de dados de qualidade, tendo sido excluída, portanto, grande parte da amostra final da pesquisa.

Finalmente, a principal diferença da presente pesquisa em relação às anteriores se deve ao fato de terem sido utilizados os aparatos relacionados a governança corporativa e os conflitos de interesse de forma mais teórica, não se realizando análise da aderência das mesmas, o que tornou a pesquisa mais quantitativa voltada para a gestão. A complexidade do tema e suas limitações podem motivar trabalhos futuros, tendo como sugestão: (1) adicionar variáveis de governança corporativa; (2) utilizar outras metodologias de cálculo para as variáveis analisadas; (3) analisar por meio da comparação as EFPC brasileiras com as de outros países; e (4) utilizar outras metodologias econométricas.

## Referências

- Ammann, M., & Zingg, A. (2010). Performance and governance of Swiss pension funds. *Journal of Pension Economics & Finance*, 9(1), 95-128.
- Cerqueira, V. S., Silva, S. A. D. L. E., Santana, N. L. D. S., & Chain, C. P. (2017). As Alterações Regulamentares dos Investimentos dos Fundos de Pensão e Sua Influência na Alocação e Rentabilidade. *Anais do Congresso da Universidade de São Paulo*, São Paulo, SP, Brasil.
- Cocco, J. F., & Volpin, P. F. (2007). Corporate governance of pension plans: the UK Evidence. *Financial Analysts Journal*, 63(1), 70-83.
- Drew, M. E., & Stanford, J. D. (2003). *Principal and agent problems in superannuation funds* (Vol. 142). School of Economics and Finance, Queensland University of Technology.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. (2019). *Manual das melhores práticas de governanças corporativas*. 2019. Disponível em <<https://www.ibgc.org.br/>>.
- Jackowicz, K., & Kowalewski, O. (2012). Crisis, internal governance mechanisms and pension fund performance: Evidence from Poland. *Emerging Markets Review*, 13(4), 493-515.
- Kowalewski, O. (2012). Corporate governance and pension fund performance. *Contemporary Economics*, 6(1), 14-44.
- Lima, A. O. (2018). *O efeito da interferência política no desempenho dos fundos de pensão*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, ES, Brasil.
- Lima, L. C. (2014). *Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros*. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil.

- Máximo, P., Cruz, V. L., Santos, R. R., Silva Neto, G. J., & Leone, R. J. G. (2018). Práticas de auditoria interna em uma entidade fechada de previdência complementar sob as perspectivas do COSO II. *FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão*, 20(3).
- Nascimento, A. C. R., Frauches, P. F., Chan, B. L., & da Silva, F. L. (2014). Aderência das entidades fechadas de previdência complementar de patrocínio público às práticas de governança corporativa. *Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos (REDECA)*, 1(1), 79-101.
- Silva, J. F. (2018). *Eficiência financeira de entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) e seus determinantes*. Trabalho de Conclusão de Cursos (Graduação)- Universidade Federal da Paraíba. João Pessoa, PB, Brasil.
- Silva, W. A. M. (2019). *Potenciais fatores associados com o desempenho de carteira das entidades fechadas de previdência complementar brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, MG, Brasil.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc. *Cadastro das Entidades Fechadas de Previdência Complementar*. 2019. Disponível em <<http://www.previc.gov.br/aceso-a-informacao/dados-abertos/cadastro-de-entidades-e-planos-cadprevic/2019/2019-01>>.
- Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc. *Estudo de despesas administrativas das Entidades Fechadas de Previdência Complementar*. 2018. Disponível em: <<http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/series-de-estudo/serie-de-estudos-1/8a-serie-de-estudos.pdf>>.
- Wartchow, D. (2017). *Governança de fundo de pensão brasileiros e a rentabilidade dos respectivos investimentos*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos. Porto Alegre, RS, Brasil.
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 817-838.