

FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A

AUGUSTA DA ROCHA LOURES FERRAZ

**ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR:
influência da corrupção e governança no retorno financeiro e
proposta para redução de assimetria informacional**

**VITÓRIA-ES
2023**

AUGUSTA DA ROCHA LOURES FERRAZ

**ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR:
influência da corrupção e governança no retorno financeiro e
proposta para redução de assimetria informacional**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração, da Fucape Pesquisa e Ensino S/A, como requisito parcial para obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissional.

Orientador: Prof. Dr. Valcemiro Nossa

**VITÓRIA-ES
2023**

AUGUSTA DA ROCHA LOURES FERRAZ

**ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR:
influência da corrupção e governança no retorno financeiro e
proposta para redução de assimetria informacional**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A como requisito parcial para obtenção do título de Doutora em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissional.

Aprovada em 19 de abril de 2023.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Prof. Dr. VALCEMIRO NOSSA
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Prof. Dr. DANILO SOARES MONTE-MOR
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Profa. Dra. ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA
Fucape Pesquisa e Ensino S/A**

**Prof. Dr. ANDRÉ LUÍS MILAGRES FERNANDES
Universidade Federal do Espírito Santo**

**Prof. Dr. LAURO OLIVEIRA VIANA
Universidade Federal do Piauí**

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer primeiramente a Deus por me oportunizar participar deste doutorado.

À minha família, Pedro e Pedro Augusto, por sempre estarem ao meu lado, dando força, amor, apoio e aceitando minhas ausências nos momentos mais importantes das nossas vidas. E aos meus filhos pets, Mel e Chico, que estiveram presentes ao meu lado a cada escrita desta tese. Aos meus patrocinadores, Ney Neto Mendes Ferraz e Pedro da Silva Guimarães Júnior, pois sem vocês não poderia realizar esse sonho, por isso lhes serei eternamente grata.

Aos meus pais, Ney e Ruth, por terem me ensinado que somente o estudo leva alguém para suas conquistas. Dedico-lhes esta tese!

À minha irmã e amiga, Diná, a primeira Doutora da nossa família, meu exemplo de determinação nos estudos e, principalmente, no magistério. Ao meu cunhado e irmão, Wiliam Guimarães, que se não tivesse me incentivado, em uma viagem de família a São Paulo, para fazer minha inscrição, e quando disse que eu conseguiria dar um jeito de pagar, não estaria hoje concretizando esse feito. À minha sobrinha e filha Alessandra; ao meu sobrinho e afilhado Wiliam Filho; e à Isabela, minha sobrinha meiga e doce, por estarem sempre presentes na minha vida. Vocês são meus filhos do coração!

Ao meu irmão, Ney Júnior; à minha cunhada, Emanuela, e aos meus sobrinhos Lucca e Enzo, por fazerem parte deste sonho, mesmo a distância.

Às minhas parceiras e amigas Francinalda e Maria; e ao meu parceiro Joziel, por cuidarem de tudo nos momentos em que me dedicava exclusivamente à construção da minha tese de doutorado. Grata pelas orações por meu sucesso!

Às minhas irmãs de coração Marlene e Conceição; e ao meu irmão de coração Paulo, pelas orações, o apoio e por sempre acreditarem em mim.

Aos colegas e professores do Doutorado em Ciências Contábeis e Administração da Fucape, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões. Principalmente aos amigos Vinicius, Lennilton, Henrique, Sávio, Elias; e às amigas Regina, Larissa, Cristiane, Christianne, Gláucia e Ângela, por tantas horas de sono perdidas, pelo apoio mútuo e pelo carinho dedicado.

Aos amigos do HUPI/UFPI, Socorro Nery, Raquel, João, Assis e Ana, por sempre acreditarem em mim e me apoiarem nos momentos que mais precisei.

Aos Professores Doutores e Orientadores Danilo Monte-Mor, Arilda Teixeira e Valcemiro Nossa pelas valiosas orientações, pelo apoio e compreensão nos momentos difíceis pelos quais passei no percurso desse Doutorado. Meu agradecimento por tudo que fizeram por mim!

Ao meu amigo e psicólogo, Danilo Camuri, que foi meu pilar para a conclusão desta tese.

A todos os profissionais que estiveram, direta ou indiretamente, envolvidos na conclusão deste doutorado, e a todos os funcionários da Fucape, que desenvolvem seus papéis com tanta competência e dedicação.

Ao CRC-PI e ao CFC, pelo patrocínio com o convênio via Fucape, visando qualificar seus profissionais para o mercado profissional piauiense.

“Tudo dará certo, é só ter força, foco, determinação, fé, bons amigos, família, um psicólogo presente, professores dedicados e uma tarja preta prescrita. Podemos entender que depois de tudo será só vitória....”
Aprendizado com o doutorado.

(Augusta Ferraz)

RESUMO

Esta tese debruça-se no estudo das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) no Brasil e sua importância para o Sistema Previdenciário Brasileiro. Nos últimos anos, diversos escândalos de corrupção e uma crise de credibilidade se instauraram nesse setor, assim sendo, esta tese objetivou realizar uma análise da performance financeira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar do Brasil, com foco nos 4 principais Fundos de Pensão: Previ, Petros, Funcef e Postalis, bem como das principais ações de Governança no setor, identificando a relação entre o acesso e o conteúdo informacional, a corrupção e o retorno dos fundos. Além disso, propõe-se uma solução para melhorar o *disclosure* informacional e a análise dos dados das EFPC, com vistas à redução da assimetria informacional entre os participantes e os investidores. A conclusão desta tese é de que existe espaço para melhoria da Governança desses fundos. Para isso, propõe-se uma metodologia na forma de *checklist* a fim de melhorar os níveis de transparência no setor, que movimenta mais de R\$ 1,1 trilhão de reais na economia brasileira, e os quatro fundos em estudo somam 43,1% do investimento total das EFPC do Brasil. Observou-se a existência de um efeito negativo da corrupção na relação entre Governança e Retorno, enquanto a relação Governança e Retorno é positiva; demonstrando a existência de um mecanismo de *Grease in the Wheels*. Por fim, foi proposta uma ferramenta, na forma de painel de indicadores, que visa trazer inovação para a área das finanças, ao disponibilizar, de forma rápida e acessível, indicadores e dados que não estão estruturados, tendo sido coletados manualmente para esta pesquisa. Isso abre espaço para a necessidade de pesquisas mais detalhadas acerca dos mecanismos por trás das relações públicas e políticas dentro das EFPC, chegando à conclusão de que há espaço para melhoria do ambiente, e indicando que, para haver melhora de performance, sem a incidência de corrupção, os mecanismos do setor devem passar por uma modernização.

Palavras-chave: Fundos de Pensão; Corrupção; Performance; Governança.

ABSTRACT

This thesis focuses on Closed Supplementary Pension Entities (EFPC) in Brazil and their importance for the Brazilian Pension System. In recent years, several corruption scandals and a crisis of confidence have been established in this sector, and in this sense, this thesis aims to analyze the financial performance of the Closed Entities of Complementary Pension in Brazil, focusing on the 04 main Pension Funds: Previ, Petros, Funcef and Postalis; and the main Governance actions in the sector, identifying the relationship between access and informational content, corruption and return on funds. In addition, a solution is proposed to improve informational disclosure and analysis of EFPC data. With a view to reducing informational asymmetry between participants and investors. The article concludes that there is room for improvement in the Governance of these funds, and proposes a methodology in the form of a checklist to improve the levels of transparency in the sector, since the sector moves more than R\$ 1,1 trillion in the Brazilian economy, and the four funds under study add up to 43,1% of the total investment of the EFPC in Brazil, and it was observed that there is negative moderating effect of corruption on the relationship between Governance and return, while the relationship between Governance and return is positive; demonstrating the existence of a “*Grease in the Wheels*” mechanism. Finally, a tool in the form of an indicator panel is proposed, which aims to bring innovation to the finance area by providing, in a quick and accessible way, indicators and data that are not structured, and were collected manually for this research. This makes room for the need for more detailed research on the mechanisms behind public relations and policies within the EFPC, reaching the conclusion that there is room for improvement in the environment and indicating that, in order to improve performance without the incidence of corruption, the sector’s mechanisms must undergo a modernization.

Keywords: Pension Funds; Corruption; Performance; Governance.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

Abrapp - Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar

BCB - Banco Central do Brasil

BD - Benefício Definido

BI - *Business Intelligence*

CD - Contribuição Definida

CFC - Conselho Federal de Contabilidade

CLT - Consolidação das Leis do Trabalho

CNPC - Conselho Nacional de Previdência Complementar

CPI - Comissão Parlamentar de Inquérito

CRC-PI - Conselho Regional de Contabilidade do Piauí

CV - Contribuição Variável

DEA - Modelo Envoltório de Dados

EFPC - Entidades Fechadas de Previdência Complementar

ESI - Entidade Sistemáticamente Importante

FIDC-NP - Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados

FIPs - Fundos de Investimento em Participações

ICE - Indicador de Corrupção Estadual

IFRS - *International Financial Accounting Reporting*

INSS - Instituto Nacional do Seguro Social

MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PCF - Previdência Complementar Fechada

Previc - Superintendência Nacional de Previdência Complementar

RA - Relatório Anual

RAI - Relatórios Anuais de Informações

RPC - Regime de Previdência Complementar

TCU - Tribunal de Contas da União

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO GERAL.....	11
2 MERCADO DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA	
COMPLEMENTAR NO BRASIL: PREVI, PETROS, FUNCEF E POSTALIS.....	14
2.1 DESCRIÇÃO DO MERCADO E SITUAÇÃO PROBLEMA.....	15
2.2 EFPC NO BRASIL	18
2.2.1 Resultados das principais EFPC (Previ, Funcef, Petros, Postalis).....	23
2.2.2 Previ	24
2.2.3 Petros	25
2.2.4 Funcef	26
2.2.5 Postalis	27
2.3 TRANSPARÊNCIA E CUSTOS DE PROCESSAMENTO.....	27
2.4 DISCUSSÕES SOBRE O MERCADO ANALISADO.....	29
2.5 PROPOSTA DE SOLUÇÃO.....	31
2.5.1 Coleta de dados dos Relatórios Anuais de Informação (RAI).....	32
2.5.2 Coleta dos dados para os indicadores contábeis	32
2.5.3 Coleta de dados sobre governança corporativa	33
2.5.4 Estrutura geral da aplicação e apresentação	36
2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
3 GOVERNANÇA, CORRUPÇÃO E RETORNO FINANCEIRO DOS FUNDOS DE	
PENSÃO FECHADOS DO BRASIL	38
3.1 INTRODUÇÃO	39
3.2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	42
3.2.1 Fundos de Pensão	42
3.2.2 Governança corporativa e corrupção nos Fundos de Pensão	44
3.3 METODOLOGIA	49
3.3.1 Base de dados.....	49
3.3.2 Modelo econométrico	50
3.3.3 Indicador de corrupção	53
3.3.4 Indicador de Governança Corporativa	56
3.4 RESULTADOS.....	59
3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	67

4 “EFPC EM FOCO”: DESENVOLVIMENTO E IMPLEMENTAÇÃO DO DASHBOARD DE OBSERVAÇÃO DAS EFPC	71
4.1 INTRODUÇÃO	72
4.2 OBJETIVO	73
4.3 DISCUSSÃO TEÓRICA	74
4.4 METODOLOGIA UTILIZADA PARA CONSTRUÇÃO DO “EFPC FOCO” PARA OS FUNDOS DE PENSÃO FECHADOS DO BRASIL	76
4.5 MOTIVAÇÃO.....	83
4.6 ADERÊNCIA	86
4.7 APLICABILIDADE	87
4.8 INOVAÇÃO	88
4.9 IMPACTO.....	89
4.10 COMPLEXIDADE.....	89
4.11 CONSIDERAÇÕES FINAIS	90
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	92
REFERÊNCIAS.....	94
APÊNDICE A – DECLARAÇÃO DE CONTRATAÇÃO DE SERVIÇOS	104
APÊNDICE B – ORÇAMENTO PARA IMPLANTAÇÃO DO PRODUTO	105

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO GERAL

A previdência complementar ganhou importância devido a denúncias de contas insustentáveis do Sistema Previdenciário Básico, e das mudanças regulatórias que têm incentivado esse Sistema, no Brasil e no mundo (Conti, 2016). A Previdência Complementar já estava prevista na Constituição de 1988, mas somente nos anos 2000 foram instituídas leis que detalhavam seu funcionamento institucional. A Lei Complementar nº 108, de 2001, versa sobre as características das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), de patrocínios públicos, a composição do corpo administrativo e disposições gerais. A lei complementar nº 109, de 2001, trata das normas gerais das EFPC (Brasil, 2018).

São as Leis Complementares de nº 108 e nº 109 que regulamentam as EFPC; promulgadas em 29 de maio de 2011; com estrutura de Sociedade Civil ou de Fundações Sem Fins Lucrativos, representando entidades gestoras com regime de benefícios, sob a fiscalização e supervisão da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) e regulamentação do Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNPC (Banco Central do Brasil [BCB], 2017).

A regulamentação para a Governança Corporativa, à qual as EFPC devem se submeter, são as Leis Complementares nº 108 e nº 109, de 2001. Entretanto, mesmo o setor de Previdência Complementar Fechada (PCF) dispondo de uma legislação singular para regulamentar suas atividades, a simples aplicação de normas pelas EFPC não é suficiente para evitar os possíveis conflitos de interesses decorrentes das

relações entre patrocinadores, mutuários e gestores dos fundos (Dias & Macêdo, 2006).

Investigações ocorridas, a ausência de confiabilidade e transparência na administração dessas entidades, bem como a descoberta de casos de corrupção em Fundos de Pensão, e também a implantação de uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) para apurar acusações com relação aos fundos de pensões fechados públicos fizeram com que os patrocinadores e os participantes fossem obrigados a contribuir, de forma extraordinária, com valores cada vez maiores, deixando-os desprotegidos e descrentes em relação ao sistema previdenciário. Isso indica que esse importante sistema previdenciário precisa ser estudado e acompanhado com mais atenção pelo mercado, pelos legisladores e pela academia. Fraudes nesse setor podem afetar a vida de milhares de pessoas, as gerações presentes e futuras (Signor et al., 2022).

Esta tese objetivou realizar uma análise da performance financeira sobre as Entidades Fechadas de Previdência Complementar do Brasil, com foco nos 4 principais Fundos de Pensão: Previ, Petros, Funcef e Postalis, e nas principais ações de governança no setor, identificando a relação entre o acesso e o conteúdo informacional, a corrupção e o retorno dos fundos. Além disso, propôs uma solução para melhorar o *disclosure* informacional e a análise dos dados das EFPC, com vistas à redução da assimetria informacional entre os participantes e os investidores. Os resultados gerais encontrados apontaram para um baixo nível de *disclosure* informacional e uma associação positiva entre esse fator e o nível de corrupção no retorno dos Fundos de Pensão Fechados. Foram encontrados resultados divergentes aos da literatura internacional, em relação ao retorno financeiro e à Governança

Corporativa, sugerindo que o ambiente de corrupção pode estar favorecendo a ocorrência de *grease in the wheels* nos resultados dos Fundos.

Evidências empírica sugerem haver uma associação positiva entre o ambiente de corrupção e o retorno dos fundos; bem como pouca influência da transparência no desempenho dos Fundos. Informações precisas e confiáveis são de suma importância para a validação desse resultado, portanto, aumentar o acesso à informação pode facilitar a identificação de quais mecanismos realmente estão influenciando os resultados dos Fundos de Pensão.

Esses resultados sugerem que há necessidade de aprimorar a transparência e a frequência com que os dados das EFPC são auditados. A estimação, com dados em painel, das variáveis explicativas, com *Dashboard*, pode melhorar o acesso, o conteúdo informacional e a Governança das EFPC. Os achados abrem possibilidades para futuras pesquisas sobre finanças e Governança Corporativa.

Capítulo 2

2 MERCADO DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR NO BRASIL: PREVI, PETROS, FUNCEF E POSTALIS¹

RESUMO

Neste artigo tecnológico observa-se a conjuntura que envolve as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), analisando seus desempenhos recentes e os desafios que enfrentam após a CPI dos Fundos de Pensão, com foco nos 4 principais fundos estatais brasileiros: Previ, Petros, Funcef e Postalis. Um dos principais desafios é a falta de transparência e comunicação para com os participantes e para com a literatura, que deve ser melhorada para a redução de casos de gestão fraudulenta e mitigação dos riscos associados, com vistas a manter a solvência e a continuidade das EFPC. Este artigo tecnológico objetivou propor um meio para que o mercado possa acompanhar as práticas de *disclosure* informacional; montando séries históricas de suas demonstrações contábeis e indicadores que meçam a aderência das EFPC às normas de transparência e *compliance*; mensurando e criando uma análise visual de indicadores dos 4 principais Fundos de Pensão Fechados Públicos do Brasil: Petros (Petrobrás), Previ (Banco do Brasil), Funcef (Caixa Econômica Federal) e Postalis (Correios). Assim, neste capítulo apresenta-se uma proposta de solução, na forma de *checklist*, que consiste no desenvolvimento de séries históricas de indicadores contábeis e de Governança a fim de melhorar as práticas de Governança dos principais Fundos de Pensão Fechados no Brasil, bem como uma melhor disponibilização de tais dados.

Palavras-chave: Fundos de Pensão; Informação; Transparência; Comunicação; Previdência.

¹ Artigo apresentado no I B-Tech Congress, promovido pela Fucape Business School, no período de 8 a 11 de dezembro de 2021, no formato virtual.

2.1 DESCRIÇÃO DO MERCADO E SITUAÇÃO PROBLEMA

No Brasil, três ramos constituem seu Sistema Previdenciário Brasileiro: o Regime Geral, para os trabalhadores sob a tutela da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) e para os autônomos; o Regime Próprio, para os servidores públicos estatutários; e a Previdência Complementar, para Entidades Abertas e Fechadas. O Regime de Previdência Complementar foi regulamentado pela Lei nº 6.435 (1977), sofrendo alterações em 2001, para melhorar e ampliar a segurança, a transparência e a flexibilização do Sistema de Previdência Complementar Fechado (Silva et al., 2020).

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) operam os fundos de pensão, que administram os planos de benefícios de funcionários, entidades de caráter profissional, membros de associações setorial ou classista das empresas; ou associações instituidoras dessas entidades (Santos, 2015). Os Fundos de Pensão não têm fins lucrativos, seu único propósito é pagar aos participantes uma renda complementar ao benefício previdenciário do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

Em dezembro de 2021, as EFPC tinham um total de 3.561.603 participantes ativos, e geriam R\$ 1,11 trilhão de ativos, valor correspondente a 12,8% do PIB. Com esses números, é possível perceber a relevância de os participantes dos Fundos de Pensão Públicos Fechados serem bem-informados sobre a condução e rentabilidade dos investimentos, para garantir o pagamento de seus benefícios e a rentabilidade dos recursos aplicados.

Apesar do volume de recursos aplicados nas EFPC, 14% do PIB em 2021, ainda há espaço para crescimento, haja vista que países de renda *per capita*

semelhante à do Brasil – Uruguai, Colômbia e México – possuíam, em 2019, respectivamente, 28%, 26% e 16% do PIB aplicados em Fundos de Pensão. Chile, com 80% do PIB, era o líder na América do Sul. Os líderes do *ranking* foram os Países Baixos (191%), Islândia (175%) e Suíça (152%) (The Global Economy, 2021). Esse contexto sugere que há possibilidade de adoção de melhores práticas de Governança, com ênfase na transparência e na tempestividade da divulgação de informações – além da responsabilização dos administradores por gestão temerária e salvaguardas ao patrimônio dos participantes – que possa alavancar ainda mais essa relevante fonte de financiamento de longo prazo.

A divulgação ativa das informações para as partes participantes, dos assistidos e dos patrocinadores das EFPC está em conformidade com a Resolução CNPC nº 32, de 4 de dezembro de 2019. Essa resolução define a obrigatoriedade de divulgar as informações a respeito da rentabilidade, dos processos de contratação de serviços, das despesas, das ações de educação previdenciária, financeira e tributária realizadas, através de uma linguagem acessível e clara, com segurança e tempestividade da informação; bem como a utilização de tecnologia da informação e de instrumentos didáticos. Estabelece que a transparência não é somente um direito do participante, mas também é um encargo da entidade (Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar [ABRAPP], 2019).

Considerando a relevância e o tamanho desse setor, o acompanhamento de seus resultados e a transparência da informação são pontos de preocupação. Os supostos crimes de corrupção, a má gestão dos fundos e fraudes, que têm sido reportados pela imprensa, como a abertura da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) dos Fundos de Pensão, em 2015, originária da Operação *Greenfield*, com o

objetivo de apurar acusações de má aplicação de recursos que teriam sido aplicados em renda variável de alto risco (Souza, 2015).

Outra foi a Operação Amigo Germânico, realizada entre novembro e dezembro de 2016, para investigar lavagem de dinheiro, organizações criminosas, gestão de fraudes no sistema financeiro brasileiro e corrupção ativa e passiva no Fundo de Pensão Postalís (Correios). Nessa operação foi descoberta a criação de quatro Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP), em que os ativos recebiam preços diferentes de zero, quando deveriam ter valor zerado; e descobriram que havia um pagamento de taxas de rebate (comissões) para os funcionários que nomeavam empresas para administrar os ativos dos fundos, e prestavam assessoria técnico-jurídica ao Postalís. Havia também as transações dissimuladas, que concediam vantagens indevidas a gestores da entidade, gerando um prejuízo calculado em aproximadamente mais de 16 milhões de reais (Polícia Federal, 2021).

A ampliação dos mecanismos de transparência e governança é necessária na gestão de fundos, quando pautada por grupos políticos, pois eles aumentam o custo do gestor para praticar atos ilícitos. Ou seja, com mais transparência e governança, a punição ao gestor se torna maior que o ganho dele ao fraudar, arrefecendo esse ímpeto de praticar ilícitos (Funchal & Monte-mor, 2016).

Apesar de existir a obrigação de divulgação das demonstrações contábeis e atuariais, participantes são pegos de surpresa por prejuízos recorrentes, devido à falta ou à má qualidade da informação e à comunicação, que se faz apenas pelos demonstrativos obrigatórios, expondo os participantes a serem meros espectadores das decisões da gestão, que pode não estar alinhada com os interesses de solvência e continuidade das EFPC, talvez por causa apenas do fornecimento de retratos

estáticos da evolução dos investimentos realizados e da situação patrimonial das EFPC. Tal ambiente de pouca qualidade de dados pode aumentar os custos de transação do mercado (Blankespoor et al., 2019), pois apenas fazer o *disclosure* da informação não é suficiente, dado que, atualmente, em um mercado cada vez mais automatizado, os dados precisam ser disponibilizados de forma estruturada e pronta para ser consumida por *scripts* automatizados e “robôs” utilizados para a análise dos dados (Cao et al., 2020; Blankespoor et al., 2020).

Diante desse cenário, entende-se que o ambiente informacional no Brasil, acerca dos dados das EFPC, necessita ser melhorado (Nascimento et al., 2014; Guimarães et al., 2017; Falcão & Melo Alves, 2018). Diante disso, este artigo tecnológico teve por objetivo propor um meio para que o mercado possa acompanhar as práticas de *disclosure* informacional, montando séries históricas de suas demonstrações contábeis e indicadores que meçam a aderência das EFPC às normas de transparência e *compliance*; mensurando e criando uma análise visual de indicadores dos 4 principais Fundos de Pensão Fechados Públicos do Brasil: Petros (Petrobrás), Previ (Banco do Brasil), Funcef (Caixa Econômica Federal) e Postalís (Correios).

2.2 EFPC NO BRASIL

A normatização da previdência complementar é feita pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPCC), fiscalizada e supervisionada pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc). Os fundos de pensão possuem cerca de 800 mil aposentados, contando com 2,5 milhões de participantes ativos, que são protegidos pelo sistema de previdência complementar

fechada, pagando aproximadamente R\$ 70 bilhões em benefícios previdenciários por ano (Infomoney, 2020).

Em relação à natureza jurídica das EFPC, elas podem possuir patrocínio público ou privado. Quanto ao investimento do plano, o pensionista pode decidir entre Contribuição Definida (CD) e Benefício Definido (BD). A CD é decidida no presente, e o benefício é calculado quando o pensionista se aposenta. O BD predetermina o benefício que se ganha ao se aposentar, e a contribuição varia no tempo para que essa meta seja alcançada. Os participantes também possuem a opção Contribuição Variável (CV), a qual combina características dos dois planos (International Financial Accounting Reporting [IFRS], 2002).

Com relação ao volume de ativos dos planos de benefícios das EFPC em 2020, eles superaram o de outras modalidades de planos (R\$ 636,91 bilhões de BD; R\$ 261,14 bilhões de CV e R\$ 127,53 bilhões dos CD), porém, a CV e a CD têm tido avanços em taxa superior aos do BD. O aumento dos estoques de ativos dos planos CV e CD foi, aproximadamente, 115% e 129%, entre 2012 e 2020; enquanto os dos planos BD tiveram aumento de 28%, crescimento anual de 3% (ABRAPP, 2021).

Os Fundos de Pensão têm a missão de complementar a renda previdenciária básica de seus participantes, sendo entidades sem fins lucrativos. Cabe frisar que o país vem sofrendo um processo de envelhecimento da sua população, com 20,2 milhões as pessoas com mais de 65 anos de idade – representando 9,8% do total em 2020, estimando-se alcançar, até 2060, 57,81 milhões, ou seja, 25,5% da população do Brasil. Dados da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) indicam que países membros terão a idade média de suas populações de aproximadamente 65 anos, e que treze dos países membros esperam que a idade média chegue a 67 anos em 2050, conforme Silva et al., (2020).

Segundo informações do Jornal Gazeta do Povo (2020), os Fundos de Pensão Fechados Brasileiros de maior representatividade são estatais, e 43,1% do montante investido em previdência complementar vem de quatro deles: Previ (Banco do Brasil), Petros (Petrobras), Funcef (Caixa Econômica Federal) e Postalís (Correios). O consolidado estatístico da Abrapp, no final de 2021, apontava que os investimentos desses quatro fundos de pensão somavam R\$ 433 bilhões, de um total de mais de 1 trilhão de reais.

No final de 2021, o Brasil possuía 244 EFPC ativas, conforme demonstrado na tabela 1 a seguir. Esses fundos receberam investimentos de mais de R\$ 1 trilhão de reais; de um total de participantes ativos, dependentes e assistidos, de quase 7,5 milhões de usuários. A maioria das EFPC sedia suas administrações nas regiões Sudoeste, Sudeste e Sul do país, mesmo que sejam patrocinadas por empresas ou associações com abrangência nacional.

TABELA 1: QUANTIDADE DE ENTIDADES E INVESTIMENTOS POR REGIÃO

Região	Quantidade de entidades	Investimentos	Participantes	Dependentes	Assistidos
Centro-Norte	32	177.790	856.597	739.267	179.346
Leste	13	38.415	79.003	125.742	53.248
Nordeste	20	27.121	25.432	65.301	29.175
Sudeste	44	477.522	515.863	1.155.041	319.154
Sudoeste	94	244.191	922.478	1.201.816	198.413
Sul	41	69.392	312.877	492.265	70.017
Total	244	1.034.431	2.712.250	3.779.436	849.353

Fonte: Consolidado Estatístico Abrapp (2021).

Cabe destacar a disparidade entre o número de entidades e os volumes de investimentos por região. Apesar de o Sudeste representar 18% das entidades, recebe 46% do volume dos recursos investidos por elas. Assim, o Sudeste possui o maior volume de entidades de previdências e, conseqüentemente, a maioria dos investimentos – Figura 1.

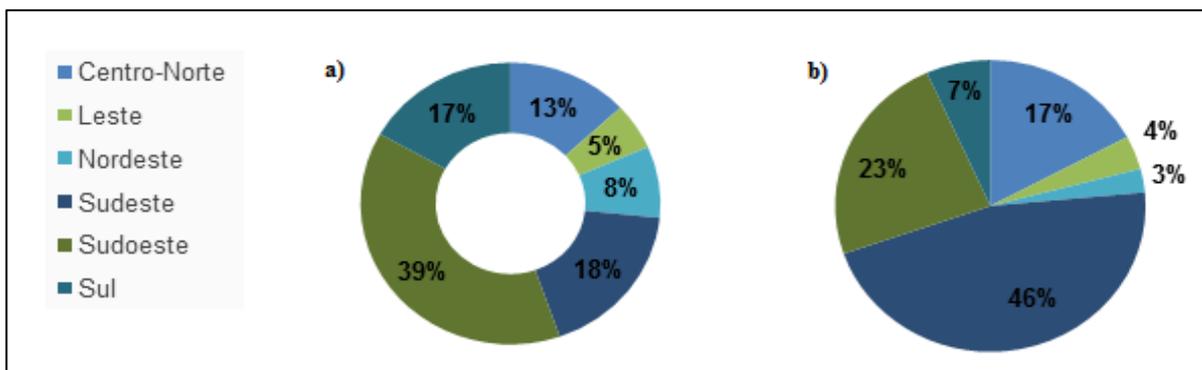


Figura 1: a) Porcentagem de números de entidades distribuídas por região no Brasil; b) Proporção de Investimento das EFPC por região

*Composição Regional: Centro-Norte - RO, AM, RR, AP, GO, DF, AC, MA, MT, MS, PA, PI e TO. Leste - MG. Nordeste - AL, BA, CE, PB, PE, RN e SE. Sudeste - RJ e ES. Sudoeste - SP. Sul - PR, SC e RS. Fonte: Consolidado Estatístico ABRAPP (2021).

Na Figura 2 abaixo é possível observar a dinâmica entre planos deficitários e superavitários. Apesar do volume de recursos, nem todas as EPFC apresentam resultado positivo. Os planos de previdência complementar deficitários, em 2021, apresentaram resultado negativo de R\$ 53,4 bilhões, enquanto os planos superavitários tiveram resultado positivo de R\$ 17 bilhões, o que proporcionou um resultado negativo líquido de R\$ 36,4 bilhões.

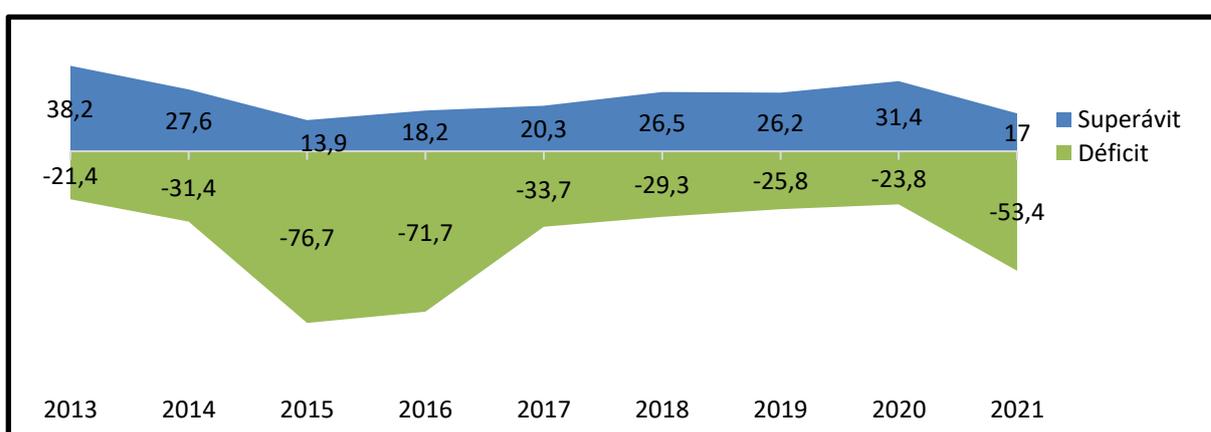


Figura 2: Evolução do superávit e déficit das EFPC em R\$ bilhões
Fonte: Consolidado Estatístico Abrapp (2021).

Ao analisar a Figura 3 a seguir, percebe-se que, a partir de 2014, o resultado líquido total das EFPC passa a ser negativo, alcançando seu maior patamar em 2015, quando teve início a CPI dos Fundos de Pensão para apurar perdas estimadas em R\$ 46 bilhões. A Operação *Greenfield*, subproduto da CPI dos Fundos, descobriu um

esquema em que os fundos superestimavam o valor dos seus ativos, nos quais os fundos investiam, conhecidos como Fundos de Investimento em Participações (FIPs), desviando parte do dinheiro para pagar propinas. Em 2016, esse déficit permanecia alto, começando a ser reduzido a partir de 2017. Já nos anos de 2019 a 2021 manteve-se com saldo deficitário, devido à aversão ao risco cada vez maior em países emergentes, ao crescimento da inflação em todos os países do globo e ao surgimento de uma crise sanitária agravada da variante e novas variantes da covid-19. Esse cenário resultou em aumento da taxa de inflação e queda no crescimento econômico.

O perfil dos investimentos das EFPC é, em sua maioria, de aplicações em renda fixa, Fundos de Investimento em Renda Fixa e Títulos Públicos. Em 2014, as aplicações em renda fixa representavam 64,2%, tendo atingido 75,7% do total dos investimentos das EFPC ao final de 2021. Já a parcela correspondente aos investimentos em renda variável caiu de 24,7, em 2014, para 15,8%, em 2021.

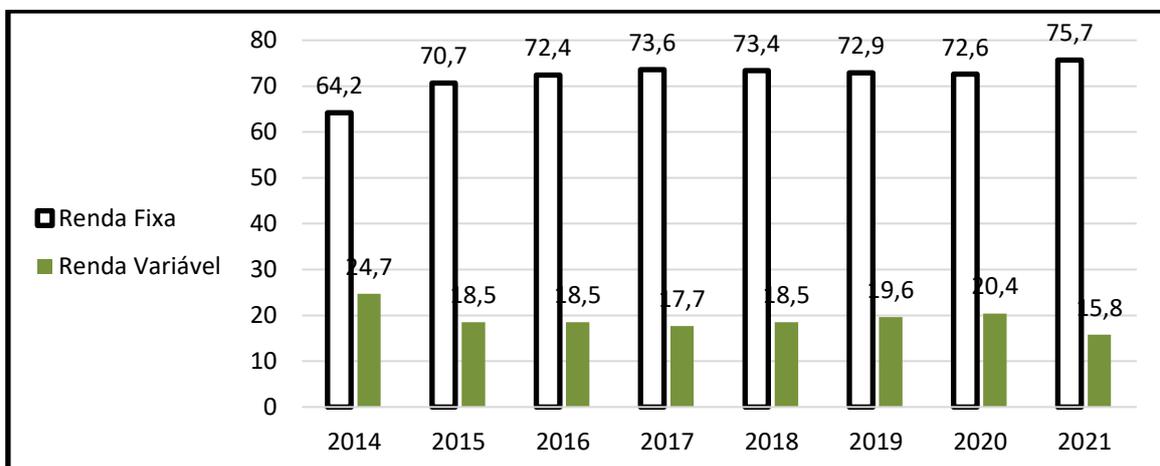


Figura 3: Investimentos em Renda Fixa x Renda Variável (%)
Fonte: Abrapp (2021).

2.2.1 Resultados das principais EFPC (Previ, Funcef, Petros, Postalis)

Os Fundos de Pensão Previ (Banco do Brasil), Petros (Petrobras), Funcef (Caixa) e Postalis (Correios) são EFPC considerados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC, 2020) como Entidade Sistemáticamente Importante (ESI) para o mercado brasileiro. Esses quatro fundos de pensão são vinculados a Empresas Públicas ou a Sociedades de Economia Mista Federais, representando, aproximadamente, 43,1% do investimento total de todas as EFPC no país (ABRAPP, 2021). A Figura 5 apresenta o montante dos Investimentos em Fundos de Pensão em 2021.

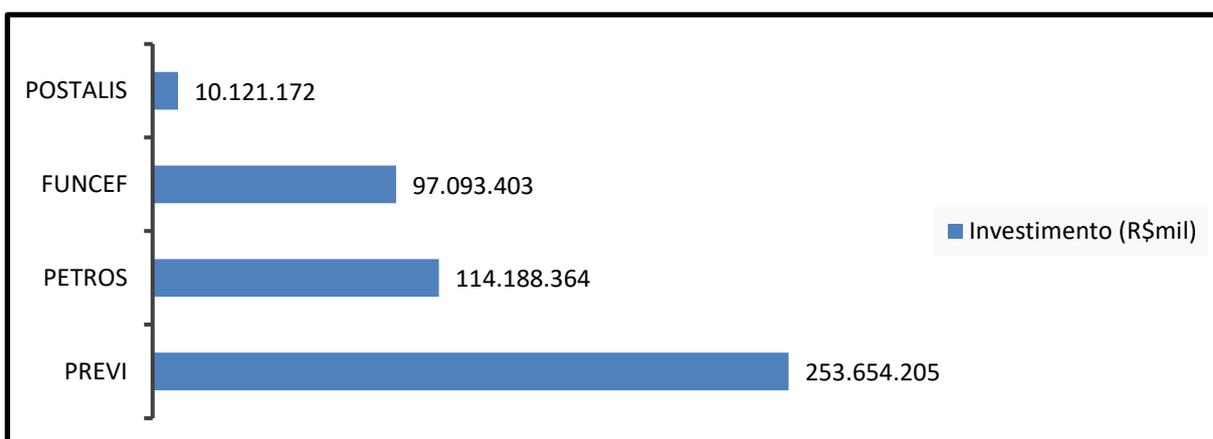


Figura 4: Investimento das principais EFPC estatais do Brasil
Fonte: Consolidado Estatístico da Abrapp (2021).

Cabe destacar que esses quatro fundos de pensão foram alvo de investigações da Polícia Federal em 2015, quando tiveram déficit total de R\$ 48,7 bilhões: a Petros com R\$ 22,6 bilhões, a Previ com R\$ 16,1 bilhões, a Funcef com R\$ 8,8 bilhões e a Postalis com R\$ 1,2 bilhão. O valor do déficit desses quatro fundos de pensão corresponde a 62,6% de todo o déficit acumulado dos fundos de pensão brasileiros durante o ano de 2015 (Alves, 2016).

De acordo com dados da Abrapp disponíveis em seus relatórios consolidados, e dados constantes nos Relatórios Anuais de Informações (RAI) dos 4 maiores Fundos de Pensão (Previ, Petros, Funcef e Postalis), buscou-se mostrar os impactos e a evolução da performance desses fundos no período de 2013 a 2021.

2.2.2 Previ

Maior fundo de pensão brasileiro, está entre os grandes Fundos de Pensão da América Latina, ocupa a 34ª posição no *ranking* mundial, representando um dos maiores investidores institucionais do país. O Previ possui mais de 202 mil participantes ativos, 233.230 dependentes e 108.948 assistidos, tendo a despesa e receita per capita avaliada entre R\$ 1.624 e R\$ 1.627, respectivamente. Possui 4 tipos distintos de planos de previdência, e o maior deles é o PLANO 1, que é um plano de benefício definido. Possui uma das maiores carteiras de renda variável do setor, quase 30% da carteira. 72,7% de seus participantes têm idade entre 55 e 74 anos. Na Figura 5 pode-se ver a evolução do déficit/superávit do ano de 2013 até 2021. Em 2015, apresentou déficit de R\$ 16 bilhões, tendo a situação equacionada em 2018. Em 2021, a volatilidade do mercado externo, a crise da covid-19 e suas variantes, que gerou desabastecimento global, aumento nos preços dos alimentos e a pressão da inflação, fez com que tivesse um déficit de R\$ 900 milhões.

A Previ atingiu um lucro acumulado de 17,2% a.a., superando a meta atuarial de 10,46% a.a. Nesse contexto econômico, o mais importante é ter programas maduros, como o PLANO 1, já usufruídos por mais de 90% dos participantes. Sem a necessidade de se desfazer de ativos em 2021, a Previ desembolsou mais de R\$ 13 bilhões em complementação de aposentadoria e pensão, distribuídos para mais de 100 mil famílias, solidificando seu papel e relevância no movimento econômico

nacional. Em 2020, aderiu ao Código *Stewardship*, que representa um conjunto de deveres fiduciários, nos quais o gestor tem a obrigação de zelar bem pelo dinheiro do investidor, de forma transparente e diligente (Previ, 2020).

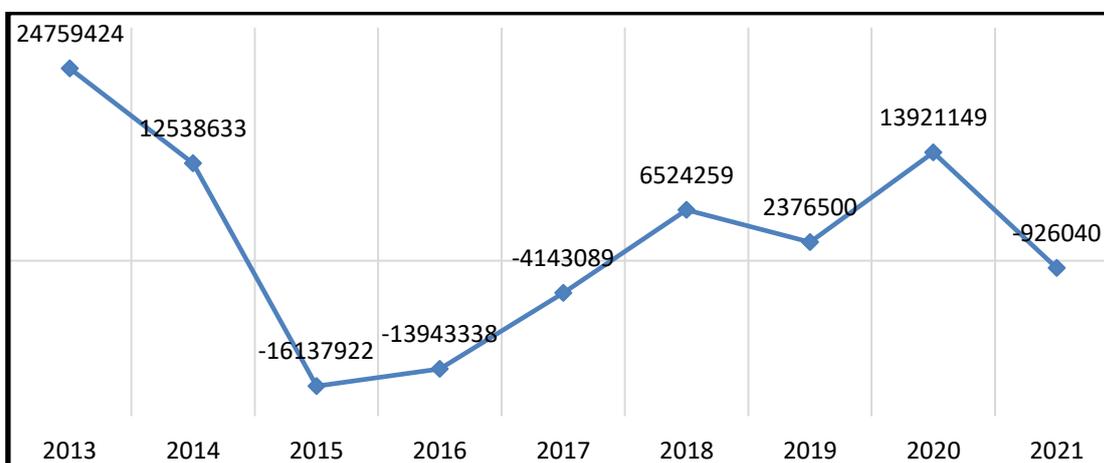


Figura 5: Evolução do resultado (diferença para o equilíbrio atuarial) da Previ
Fonte: Relatório anual da Previ (2021).

2.2.3 Petros

A Petros ocupa a segunda maior posição no ranking dos dez maiores Fundos de Pensão Fechados Públicos do Brasil, com 57.849 participantes ativos, 318.585 dependentes e 78.149 assistidos, e um patrimônio de R\$ 114 bilhões. A despesa per capita é de R\$ 2.042, e a receita per capita é de R\$ 1.502. Administra 41 planos previdenciários, e o seu plano de maior investimento é o Plano Petros do Sistema Petrobrás (PPSP). A renda variável corresponde a 23% dos ativos investidos, e em 2020, com a retomada da Bolsa de Valores, a Petros conseguiu cumprir com sua meta atuarial, com rentabilidade média de 9,5% para uma meta determinada de 9%. Já em 2021, incorre realizando aplicações inadequadas, gerando um déficit de mais de R\$ 9 milhões de reais. Abaixo, a Figura 6 demonstra a evolução do Resultado do PPSP de 2013 a 2021. O plano chegou a ter um prejuízo de R\$ 27 bilhões em 2016, porém,

vem reduzindo seus déficits e, pela primeira vez em oito anos, obteve superávit em 2020.

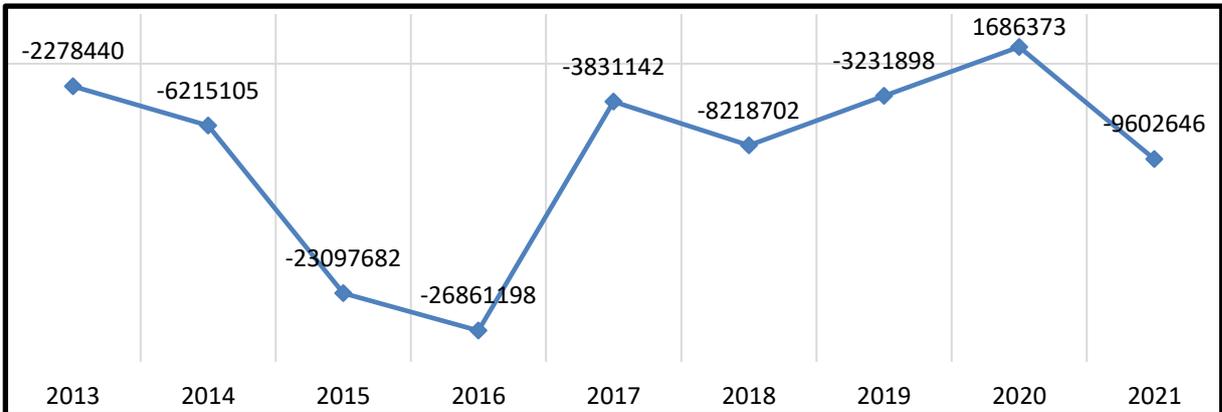


Figura 6: Evolução do resultado (diferença para o equilíbrio atuarial) da Petros
Fonte: Relatório anual da Petros (2021).

2.2.4 Funcef

O terceiro maior Fundo de Pensão brasileiro é a Funcef, com R\$ 97 bilhões em ativos, 93.881 participantes ativos, 208.523 dependentes e 59.439 assistidos. Foi o primeiro Fundo de Pensão do país a aderir ao código *Stewardship*, o qual reúne princípios e recomendações de governança para os investidores institucionais responsáveis por recursos de terceiros. O maior plano de previdência complementar da Funcef é o REGPLAN, que apresentou prejuízo de 2013 até 2020, com os piores déficits em 2015 e 2016. Em 2017, esse déficit reduziu, e em 2021 voltou a aumentar.

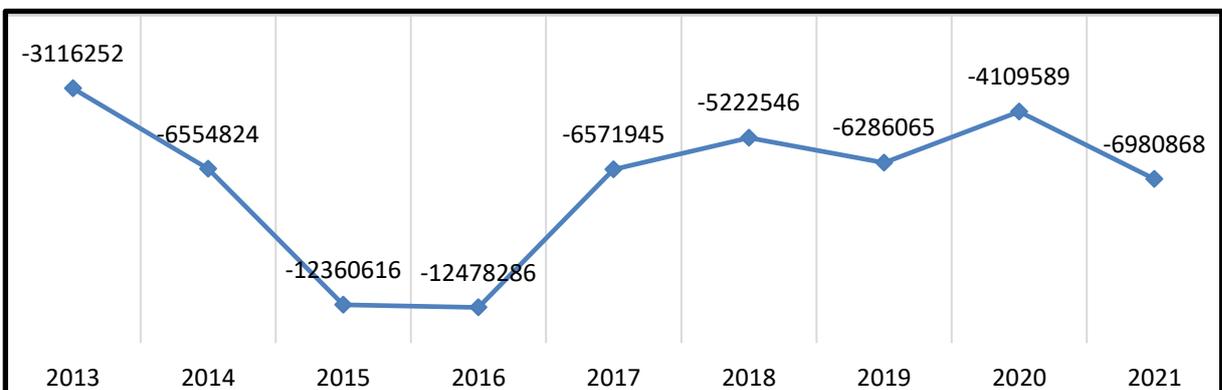


Figura 7: Evolução do resultado (diferença para o equilíbrio atuarial) da Funcef
Fonte: Relatório anual da Funcef (2021).

2.2.5 Postalis

O Postalis está na décima quarta posição em relação aos investimentos das EFPC no Brasil, com mais de R\$ 9,8 bilhões investidos, segundo informações do consolidado estatístico da Abrapp (2021). O Fundo de Pensão dos Correios conta ainda com 157.175 participantes ativos, 188.041 dependentes e 40.626 assistidos. Desde 2013, o Postalis apresenta resultados negativos, que chegaram a R\$ 7,7 bilhões em 2021. Na figura 8, está ilustrada a evolução dos déficits de 2013 a 2021. O Postalis foi o fundo mais atingido pelo processo de corrupção que se instaurou no Brasil, e por transações dissimuladas, que concediam vantagens indevidas aos seus gestores, sofrendo uma intervenção direta, deixando de pagar de imediato seus beneficiários. Tais medidas não atenuaram os prejuízos, em virtude da compra de títulos de países que deram calote, como Argentina e Venezuela.

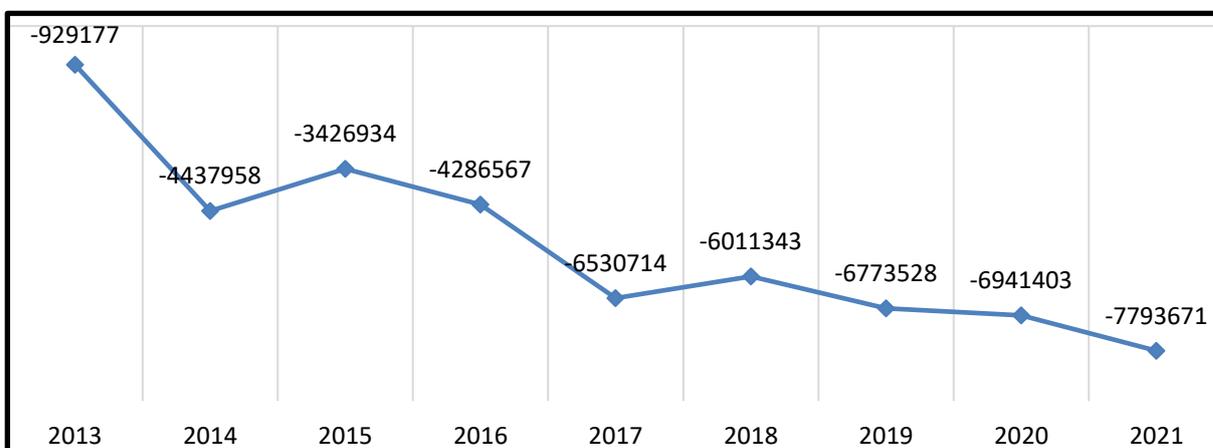


Figura 8: Evolução do resultado (diferença para o equilíbrio atuarial) do Postalis
Fonte: Relatório anual da Postalis (2021).

2.3 TRANSPARÊNCIA E CUSTOS DE PROCESSAMENTO

Atualmente, devido à grande quantidade de dados sendo criados digitalmente, é necessária uma estrutura de disponibilização de dados que seja estruturada e formatada para a atual situação tecnológica, ou seja, o consumo dos dados por meio

de instrumentos de análise de dados, como linguagens de programação, robôs automatizados e *softwares* específicos. Ao não disponibilizar, a entidade que os possui pode acabar gerando ineficiências de mercado, contribuindo para a cadeia de custos associada ao processo de utilização de informações digitais, tais como o custo de monitoramento da existência dos dados, caso as entidades não publiquem essas informações em plataforma única ou de fácil acesso; o custo de aquisição, caso as informações publicadas não sejam estruturadas para serem consumidas de forma eficiente; e o custo de integração, caso os dados disponibilizados não sejam contextualizados e documentados (Blankespoor et al., 2019; Blankespoor et al., 2020).

Nesse sentido, o cenário brasileiro das EFPC e dos Fundos de Pensão, no geral, mostra-se como um exemplo do que não deve ser feito. Nascimento et al. (2014), por exemplo, propõem um indicador de aderência a boas práticas de Governança Corporativa, com base nas informações disponibilizadas nos *sites* institucionais das EFPC. Os autores reportam que apenas 13 das 77 EFPC apresentaram pelo menos 90% dos itens listados, e entre os 10 itens propostos, a média de aderência das EFPC pesquisadas foi de cerca de 70%. Falcão e Melo Alves (2018) desenvolvem uma investigação sobre as práticas de Governança de 60 EFPC, à luz das recomendações da Previc, que considera 20 subcategorias dentro de 4 grandes categorias. Os autores reportam que cerca de 57% dos pontos indicados pela Previc são acatados pelos Fundos de Pensão. Ao fazer a análise do nível de *disclosure* financeiro, à luz da Resolução CFC nº 1.272/2010, Guimarães et al. (2017), ao analisarem 41 EFPC das 50 com mais investimentos, indicam que a média de itens financeiros reportados foi de cerca de 60%.

Além da falta de *compliance* dos próprios Fundos de Pensão, existe também um problema institucional de falta de coordenação do ente público responsável. Em

relação, especificamente, às EFPC, os dados são disponibilizados de forma desestruturada, descoordenada e sem uma estrutura central que padronize e evidencie os dados em uma mesma plataforma. Toda essa falta de dados e de sua estruturação tem por consequência a baixa utilização dos dados de EFPC para tomada de decisão, devido ao custo de eles serem processados (Blankespoor et al., 2019; Blankespoor et al., 2020).

2.4 DISCUSSÕES SOBRE O MERCADO ANALISADO

Observou-se, com a elaboração deste artigo tecnológico, que os principais Fundos de Pensão Públicos Fechados apresentaram déficits a partir do ano de 2013. Nesse período, houve denúncias de corrupção feitas pela Polícia Federal e pelo Ministério Público, no tocante à gestão dos Fundos de Pensão com patrocínio público federal.

Devido aos déficits nas contas dos principais Fundos de Pensão, e após as investigações da CPI, a composição da Gestão e a Governança desses fundos foram colocadas em dúvida e sofreram alterações exigidas pelo Tribunal de Contas da União – TCU, colocadas em um documento com oito princípios básicos e necessários para a qualificação de uma boa governança, participação, orientação a consensos, *accountability*, transparência, responsividade, eficiência e efetividade, estado de direito, equidade e inclusão; não restringindo às instituições governamentais, ao comportamento das pessoas e organizações. Outra alteração ocorrida foram as indicações para a presidência, a diretoria e os membros dos fundos, que alguns passaram a adotar parte de seu corpo técnico e participantes, pois já possui um problema de gestão nos órgãos fiscalizadores, devido aos diretores da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) serem indicação

da Presidência da República; assim como também os membros do Conselho Nacional de Previdência Complementar (CNPB). Este modelo fiscalizador e regulador padece do predomínio do envolvimento excessivo de agentes públicos e de uma escolha não transparente, aumentando a assimetria informacional (Silva, 2015).

Os Fundos de Pensão Públicos Fechados movimentam um volume de recursos que atrai a atenção de grupos políticos e econômicos que utilizem ativos de Fundos de Pensão para objetivos sociais, no apoio a empresas ou para incentivar a geração de empregos, sem observar a existência de riscos *versus* retornos; podendo, ainda, fazer uso de suas influências para interferir na gestão em relação aos seus interesses próprios, violando os direitos dos participantes desses fundos (Calloni, 2020).

No período de 2013 a 2015 foram realizadas investigações por indícios de fraude e má gestão dos investimentos realizados pelos Fundos de Pensão. No relatório final havia 353 suspeitas de crimes e infrações administrativas, com 146 pessoas indiciadas. A soma do prejuízo da Previ, da Petros, da Funcef e da Postalis foi de R\$ 6,62 bilhões, e em cinco anos as perdas foram estimadas em 113,4 bilhões, afetando a rentabilidade dos fundos e o pagamento de aposentadorias e pensões (Gazeta do Povo, 2019). Portanto, observa-se que os impactos mais recorrentes de fraudes nos Fundos de Pensão são: multiplicação dos prejuízos, prejuízo aos patrocinadores, participantes e assistidos, e prejuízo na poupança interna.

Nesse contexto de fraudes, o alto custo de processamento e o baixo *disclosure* das informações financeiras e não financeiras das EFPC dificultam o adequado monitoramento dessas entidades por parte dos *stakeholders*, aumentando ainda mais o incentivo à prática de atos de ilicitude e fraude (Funchal & Monte-mor, 2016). Essa é a lacuna sobre a qual este artigo trata e propõe uma solução.

2.5 PROPOSTA DE SOLUÇÃO

Em linhas gerais, a solução que este artigo tecnológico sugere é um *checklist* de informações para a coleta de indicadores para controle gerencial das EFPC, valendo-se de indicadores contábeis e de Governança aceitos pela literatura acadêmica. Com esses indicadores coletados em série histórica, tem-se uma base para a análise aprofundada da *performance* de cada fundo ao longo do tempo.

A construção de bases de dados históricas possibilita a comparação das estratégias de investimento executadas por cada EFPC com *benchmarks* do mercado, para que se possa trazer mais transparência e acessibilidade. A visualização das séries históricas dos indicadores relevantes torna o entendimento da evolução de tais indicadores mais intuitivo, melhorando a percepção das estratégias aplicadas e levando os participantes a melhores decisões sobre o investimento nos fundos de pensão.

A figura 9 traz um *checklist* dos passos necessários para aplicação:

1	Coleta dos Dados dos Relatórios Anuais de Informação
2	Coleta dos Dados para os Indicadores Contábeis
3	Coleta dos Dados sobre Governança Corporativa
4	Estrutura Geral da Aplicação e Apresentação

Figura 9: *Checklist* metodológico
Fonte: Elaborada pela autora.

A seguir, são apresentadas as composições e *frameworks* utilizados no desenvolvimento dessa aplicação.

2.5.1 Coleta de dados dos Relatórios Anuais de Informação (RAI)

O primeiro passo é a coleta de dados e, para isso, deve-se ter como fonte de dados os documentos e balanços patrimoniais disponibilizados pelos fundos de pensão em seus *sites* institucionais, bem como dados contábeis disponibilizados pela Previc, disponíveis em: <http://www.gov.br/previc/pt-br/dados-abertos>.

Os Fundos de Pensão Fechados no Brasil não possuíam um sistema de informação contábil com facilidade de acesso. As informações prestadas pelos fundos ficavam a cargo de cada fundo, sem que houvesse uma padronização.

Com os escândalos de corrupção houve uma pressão para que os fundos se adequassem às normas contábeis internacionais, no que se refere à disponibilidade das informações. Porém, as informações mais transparentes e padronizadas estão nos *sites* das associações como Abraap e Previc, e apresentam, em sua maioria, dados consolidados de todos os Fundos de Pensão Fechados. Do ponto de vista de cada Fundo de Pensão, as informações e os relatórios não seguem um padrão comum, o que torna oneroso e dispendioso encontrar informações contábeis básicas, codificadas e padronizadas.

2.5.2 Coleta dos dados para os indicadores contábeis

Em relação aos indicadores contábeis, este artigo utilizou os níveis de solvência e retorno financeiro dos Fundos de Pensão Fechados. Tais indicadores estão disponíveis na Figura 10 abaixo, que constam nos Relatórios Anuais de Informações e nos Balanços Patrimoniais publicados nos *sites* dos Fundos de Pensão Fechados, não tendo as contas e códigos padronizados para busca automática, sendo, assim, totalmente manual a coleta.

Indicador Contábil	Cálculo
Índice de Solvência Atuarial	$ISA = \frac{\textit{Provisões Matemáticas}}{\textit{Patrimônio de Cobertura do Plano}}$
Índice de Benefícios Concedidos	$IBC = \frac{\textit{Benefícios Concedidos}}{\textit{Patrimônio de Cobertura do Plano}}$
Índice de Solvência Financeira	$ISF = \frac{\textit{Total do Ativo}}{\textit{Total do Passivo - Equilíbrio Técnico}}$
Índice de Solvência Financeira Seca	$ISFS = \frac{\textit{Atv Realizavel Invest. - Invest. Imob. - Financiamento}}{\textit{Provisoes Matematicas}}$
Índice de Solvência Financeira Corrente	$ISFC = \frac{\textit{Ativo Realizavel Investimentos}}{\textit{Provisoes Matematicas}}$
Retorno sobre Investimentos	$RI = \frac{\textit{Resultado}}{\textit{Investimento}}$

Figura 10: *Checklist* de indicadores contábeis
 Fonte: Adaptado de Corrar (2013).

O trabalho de Corrar (2013) elabora diversos indicadores para montar um Modelo Envoltório de Dados (DEA). O autor utiliza Indicadores de Solvência, Indicadores de Cobertura, de Reserva, de Benefícios e de Retorno. Para essa tese, adaptamos utilizando os Indicadores de Retorno, Solvência e Benefícios Concedidos. Ao total, o autor fez uso de 11 indicadores contábeis, dos quais essa tese adaptou 6. Posteriormente ao DEA, foi elaborado um modelo de regressão para mensurar o impacto de alguns indicadores na performance dos fundos. Os resultados apresentados indicam que os Indicadores de Solvência aumentam a performance do fundo, ao passo que, quanto ao Indicador de Benefício concedido, diminui a performance.

2.5.3 Coleta de dados sobre governança corporativa

Para Maciel e Costa (2021) a transparência é o alicerce da Governança Corporativa, conclusão baseada em recomendações da Previc e da Abraap. A Governança Corporativa abrange diversas áreas de controle como capacitação,

gestão de risco e conduta ética. Diante desse cenário, optou-se por utilizar um *checklist* com base no acesso e conteúdo das informações, que possibilita uma análise da transparência com base na apresentação das informações e na qualidade desses conteúdos de informações.

O indicador de Governança Corporativa para as boas práticas de governança é baseado no *checklist* proposto por Nascimento et al. (2014), por se tratar de uma abordagem baseada no Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão e no Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar, referenciado na Figura 11. O indicador de Governança se dará pelo seguinte cálculo:

$$IGov = \frac{\sum_{i=1}^{10} gov_i}{10}$$

No qual gov_i representa cada um dos itens da lista que recebe valor 0 ou 1, sendo dividido pela quantidade de itens constantes no *checklist*.

Dimensão	Item
Acesso a Informação	É possível obter o Relatório Anual (RA) da EFPC via internet?
	O website dispõe de manual relativo ao Código de Ética e Conduta?
	O website dispõe de apresentações ou dados que possibilitem projeções operacionais, financeiras ou demonstrativos contábeis da EFPC, para assistidos/participantes?
	O website possui informações para acesso à ouvidoria?
	O website tem informações sobre órgãos estatutários (nomes da diretoria, conselho de administração e conselho fiscal)?
Conteúdo das informações	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?
	O RA website ou algum outro documento contempla informações sobre a remuneração de membros dos órgãos estatutários?
	O RA website ou algum outro documento possui informações sobre o controle de riscos?
	O website possui informações sobre a política de investimentos/rentabilidade e meta rentabilidade?
	O website ou RA possui informações sobre meta e/ou avaliação atuarial adotada?

Figura 11: *Checklist* para indicador de governança
Fonte: Nascimento et al. (2014).

As perguntas utilizadas neste indicador visam avaliar a transparência e a qualidade das informações disponibilizadas pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) aos seus participantes. Por meio da análise das informações disponíveis no *website* foram avaliados aspectos como a disponibilidade do Relatório Anual (RA) e documentos relativos à Governança Corporativa, a apresentação de projeções financeiras e contábeis, a existência de informações em idioma estrangeiro e a presença de seções específicas sobre Governança e remuneração de executivos. Além disso, serão avaliadas a existência de informações sobre os órgãos estatutários, política de investimentos e rentabilidade, controle de riscos e avaliação atuarial adotada.

A adoção dessas perguntas do *checklist* permite a avaliação da qualidade e transparência das informações disponibilizadas pelas EFPC aos seus participantes, permitindo a estes a tomada de decisões mais informadas e conscientes sobre seu investimento em previdência complementar fechada. Cabe ressaltar que empregar boas práticas de Governança Corporativa é fundamental para a efetividade e eficiência das EFPC, uma vez que essas entidades gerenciam o dinheiro de seus participantes.

A disponibilidade de informações claras e precisas sobre a administração dos recursos é essencial para a confiança dos participantes na entidade, bem como para o monitoramento dos resultados alcançados. Dessa forma, a adoção de perguntas que avaliem a transparência e a qualidade das informações disponibilizadas pelas EFPC é fundamental para a proteção e a segurança dos recursos dos participantes.

2.5.4 Estrutura geral da aplicação e apresentação

A aplicação dessa estrutura pode dar base para a elaboração de um *Dashboard*, ou painel de indicadores gráficos, que poderá ser disponibilizado *on-line* para consulta pelas partes interessadas. Podendo ter as seguintes configurações:

- Saúde Financeira – os indicadores contábeis;
- Governança – o indicador de Governança Corporativa, com base em Nascimento et al. (2014), como indicador da qualidade do acesso e conteúdo informacional das EFPC;
- Balanço Patrimonial – contas contábeis de impacto nos resultados e sua dinâmica anual dos fundos de pensão fechados, coletados nos RAI e Balanços Patrimoniais dos fundos.

2.6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Buscou-se, neste trabalho, identificar a dinâmica das EFPC, o problema enfrentado no setor dado ao “apagão” de dados, as análises contábeis e de Governança, e indicar as consequências de não se ter facilidade no tratamento e coleta dos dados dos Fundos de Pensão. Após essa contextualização do problema, apresentou-se, como solução, o desenvolvimento de séries históricas para as práticas de Governança Corporativa, indicadores contábeis e patrimoniais a serem utilizados na forma de um painel pelas EFPC do Brasil, bem como a fácil disponibilização de consumo da informação e análise de tais dados.

A principal limitação encontrada para desenvolver o trabalho foi a falta de disponibilidade de dados estruturados e padronização. Cada EFPC disponibiliza seu relatório, que não segue uma estrutura comum, e não é disponibilizado em uma fonte

única, mas sim no *site* de cada uma dessas instituições. Desse modo, a coleta de dados para a análise deve ser feita, majoritariamente, de forma manual em relação aos indicadores de Governança, Contábeis, Patrimoniais e *disclosure* dos dados.

Espera-se que este estudo possa servir de incentivo para que as pessoas busquem entender o funcionamento dos principais Fundos de Pensão Fechados brasileiros, principalmente os participantes deles. Bem como que esta pesquisa sirva como impulso para que a gestão dos Fundos de Pensão Fechados passe a apresentar informações sobre a *performance* geral e os indicadores de Governança dos fundos para seus participantes, utilizando recursos tecnológicos, mostrando informações de forma clara e segura, para que os participantes consigam acompanhar e garantir seus direitos.

Capítulo 3

3 GOVERNANÇA, CORRUPÇÃO E RETORNO FINANCEIRO DOS FUNDOS DE PENSÃO FECHADOS DO BRASIL²

RESUMO

No Brasil, os Fundos de Pensão Fechados foram alvo de diversas investigações ao longo dos anos, por sofrerem com casos de corrupção, desvio de recursos, interferência política e fraudes de valores bilionários. Essas investigações colocam em preponderância o tema da corrupção nos Fundos de Pensão Fechados e quais mecanismos internos são utilizados para conter tais casos. O Sistema de Previdência Complementar Fechado no Brasil possui 244 entidades, com 1.114 planos previdenciários ativos e ativos investidos de cerca de R\$ 1,1 trilhão de reais. A tarefa de gerenciar essas entidades torna-se mais complexa a cada dia, devido a fatores diversos, incluindo mudanças regulamentares, crescimento da expectativa de vida, redução do volume de contribuições, instabilidade dos mercados financeiros e interferência política, que foram encontrados nesses fundos. Neste estudo, o presente trabalho objetivou analisar se há efeito do ambiente de corrupção sobre o retorno dos investimentos dos Fundos de Pensão Fechados do Brasil; e se o efeito do ambiente de corrupção pode ser mitigado pela Governança nos Fundos de Pensão Fechados. Para alcançar o objetivo, utilizamos um método de regressão que mensurou o impacto dos indicadores de corrupção e Governança no retorno dos Fundos de Pensão Fechados. Os resultados encontrados indicam que o ambiente de corrupção é favorável a um aumento no retorno dos fundos. Entre os indicadores de Governança, o conteúdo da informação mostrou impacto positivo no retorno. Quando analisada a interação entre a Governança e o ambiente de corrupção, o impacto sobre o retorno foi negativo, indicando que a Governança possui um efeito mitigador no ambiente de corrupção. Tais resultados contribuem para a hipótese de *grease the wheels* no mercado de Fundos de Pensão Fechados no Brasil, ou seja, há um ambiente tão

² Artigo apresentado no XXII Encontro Brasileiro de Finanças, realizado nos dias, 28, 29 e 30 de julho de 2022, na Fucape Business School, Vitória - ES, SBFIn.

inóspito, complexo e burocrático que a corrupção serve como forma de facilitador nas operações.

Palavras-chave: Fundos de Pensão Fechados; Governança; Performance; Corrupção.

3.1 INTRODUÇÃO

A corrupção é um dos tópicos mais debatidos nas pesquisas da sociedade, inclusive por haver a necessidade de maior integração entre as pesquisas e as áreas socioeconômicas (Zimelis, 2020). Estudos têm demonstrado sua influência negativa no desenvolvimento humano, incluindo fatores como renda, saúde, educação, redução de investimentos, má alocação de recursos e interesses próprios.

Nesse sentido, é oportuno implementar e monitorar políticas públicas com indicadores capazes de gerar crescimento econômico sustentável (Johnson et al., 2011; Bentzen, 2012; Garcia, 2021). Observa-se que Problemas de Agência ocorrem em organizações nas quais os principais desejam controlar decisões que diferem de seus agentes. Deste modo, a aplicação prática da Governança visa que os custos de agência sejam reduzidos por meio da coordenação de interesses entre os principais agentes (Freeman et al., 2021), e surgem conflitos quando esses interesses estão desalinhados ou o monitoramento das decisões do agente é de difícil realização (Funchal & Monte-Mor, 2016).

Uma das formas pelas quais a corrupção pode gerar má alocação de recursos é na gestão dos Fundos de Pensão Fechados. Resultados como os de Hakim e Walsh (2009) descrevem um exemplo de corrupção nos fundos de pensões do estado de Nova York, no qual empresas de investimento foram autorizadas a administrar Fundos de Pensão em troca de taxas pagas aos associados do tesoureiro do Estado; e de

Zhang et al. (2018), os quais reportam que Fundos de Pensão em estados com maior corrupção geram menor retorno financeiro; e indicam a necessidade de se estudar essas entidades.

No Brasil, a Previdência Social está constituída por três bases estruturais: os Regimes Próprios de Previdência dos Servidores Públicos, o Regime Geral de Previdência Social e o Regime de Previdência Complementar (Souza, 2015). A entidade administradora do Sistema Fechado de Previdência Complementar tem as funções básicas de arrecadar as contribuições, investir os ativos acumulados e pagar os benefícios aos participantes (BCB, 2017). De acordo com a Previc (2021), o Sistema Fechado de Previdência Complementar do Brasil possui 244 EFPC, com 1.114 planos previdenciários ativos e com R\$ 1.1 trilhão em ativos investidos, apresentando um resultado negativo líquido de R\$ 36,4 bilhões no ano de 2021.

Cabe mencionar que os Fundos de Pensão ainda são geridos por indivíduos ligados a grupos políticos, os quais normalmente tomam decisões de curto prazo em consonância com esses grupos, ao invés de proporcionar retornos financeiros aos pensionistas (Lima, 2018). Essa configuração facilita práticas de corrupção dentro desses fundos, gera problemas de gestão e performance, prejudicando os cotistas e contribuintes (Calloni, 2020; Liu et al., 2021; Zhang et al., 2018; Hochberg & Rauh, 2013).

Nesse cenário, o presente trabalho objetiva analisar se há efeito do ambiente de corrupção sobre o retorno dos investimentos dos Fundos de Pensão Fechados do Brasil; e se o efeito do ambiente de corrupção pode ser mitigado pela Governança nos Fundos de Pensão Fechados.

Essa lacuna de pesquisa é importante, pois existem resultados na literatura com indicativos da relação entre corrupção e retorno dos fundos com um contexto de

política, acabando em resultados negativos devido ao viés político (Bradley et al., 2016), porém, tal resultado não é expandido para o ambiente de corrupção dos estados nos quais esses fundos estão inseridos. E, apesar de existirem estudos acerca das práticas de Governança Corporativa nos fundos (Nascimento et al., 2014; Wartchow, 2017), eles não exploraram o papel mediador dessas práticas na relação entre Governança e ambiente de corrupção.

Para investigar tal dinâmica, este artigo seguiu a metodologia proposta por Zhang et al. (2018), fazendo modificações para a disponibilização de dados no Brasil. Utilizou-se como variável dependente o retorno do fundo, corrigido pela poupança; e como variáveis independentes de interesse, ambiente de corrupção e práticas de Governança. Por fim, como variáveis de controle, utilizou-se idade e tamanho das EFPC, além de efeitos fixos no nível de estado. Os resultados dos testes para as EFPC brasileiras, contrariando a literatura internacional, reportam um efeito moderador negativo da corrupção na relação entre Governança e retorno, enquanto a relação entre corrupção e retorno é positiva, sugerindo que deve haver um *grease in the wheels* no contexto das EFPC brasileiras. Porém, esses resultados devem ser interpretados com parcimônia e considerados de forma limitada, pois tais resultados foram encontrados pelo modelo *pooled*, contudo, não de efeitos fixos.

Este artigo apresenta duas perspectivas distintas: uma contribuição profissional e outra acadêmica. Em relação à perspectiva acadêmica, o artigo aponta uma nova situação, na qual o mecanismo de *grease in the wheels* pode ocorrer. Essa situação é observada no setor de previdência em países subdesenvolvidos e com legislação complexa, como o Brasil. Nesses casos, o efeito do ambiente de corrupção parece ser oposto ao encontrado em países desenvolvidos, nos quais há uma relação negativa entre corrupção e retorno (Méon & Weill, 2010; Dreher & Gassebner, 2013).

Em relação à perspectiva profissional, o artigo identifica e demonstra uma possível explicação para a ocorrência de casos de corrupção no setor previdenciário. Os resultados indicam que é necessária uma modificação na estrutura institucional para que os incentivos sejam alinhados entre as entidades e a sociedade, e isso pode ser útil para os legisladores e gestores que atuam no setor (Nascimento et al., 2014; Wartchow, 2017).

3.2 REFERENCIAL TEÓRICO

3.2.1 Fundos de Pensão

Consoante Jardim (2009), os Fundos de Pensão hoje são reconhecidamente uma forma de complementar a aposentadoria dos trabalhadores. Porém, anteriormente, e em locais diferentes, eles tiveram várias finalidades. Nos Estados Unidos, surgiram como um investimento privado das empresas ferroviárias, na forma de caixa de aposentadorias, para a proteção de apenas uma classe de trabalhadores, e sua modalidade era na forma de benefício definido. Com o passar dos anos, esses fundos foram assumidos também pelo setor público, como forma de política pública de aposentadoria. Até 1970, esses fundos não tinham proteção governamental, e as contribuições dos empregadores não eram obrigatórias, ocasionando diversas crises. Nesse período, o Governo reconheceu esses fundos como complemento da aposentadoria, e lhes garantiu proteção social.

Na Europa e no Canadá, os Fundos de Pensão foram marcados pelo controle dos sindicatos, e isso, de certa forma, mostra que nesses países, desde cedo, os fundos de pensão foram reconhecidos como um complemento à aposentadoria.

Nesses países, por diversas vezes, os Fundos de Pensão foram usados para a realização de políticas de atração de investimentos e geração de empregos.

De acordo com um relatório da OCDE (2007), Fundos de Pensão são instituições formadas por entidades públicas ou privadas com o objetivo de assegurar pensões para seus participantes. Essa pensão, normalmente, é garantida por investimentos aportados através de contribuições pagas por participantes e seus empregadores. Os gestores desses fundos tentam garantir a rentabilidade desses recursos para que seja possível pagar as pensões quando chega a aposentadoria do contribuinte (Sieväne et al., 2013).

Assim, os gestores de Fundos de Pensão possuem o dever fiduciário de otimizar o retorno financeiro das contribuições investidas. Ainda de acordo com Sieväne et al., (2013), os Fundos de Pensão se tornaram grandes investidores nos países desenvolvidos, a ponto de, em 2019, seus ativos chegarem a representar 34% do PIB dos países da OCDE. Nos países desenvolvidos, eles possuem grande importância no mercado financeiro e ajudam a formar uma poupança interna.

No Brasil, a Previdência Complementar nasceu com a Constituição de 1988. Mas somente nos anos 2000 foram instituídas as leis que detalhavam o funcionamento institucional dessas entidades. A Lei Complementar nº 108, de 2001, versa sobre especificações das EFPC de patrocínios públicos. Nessa lei está detalhada a composição do corpo administrativo para esses Fundos de Pensão e algumas disposições gerais. Por sua vez, a Lei Complementar nº 109, de 2001, trata das normas gerais sobre as EFPC e sobre Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC), visando assegurar recursos para os pensionistas e evitar altos índices de investimentos de riscos.

Quanto à natureza jurídica, as EFPC podem possuir dois tipos de patrocínios: público ou privado. No que se refere ao investimento do plano, o pensionista pode decidir entre a Contribuição Definida (CD), na qual a contribuição é decidida no presente, e o benefício é calculado quando o pensionista se aposenta; e o Benefício Definido (BD), no qual o que se ganha ao se aposentar é predeterminado, e a contribuição varia no tempo para que essa meta seja alcançada. Os participantes de fundos também possuem a opção de Contribuição Variável (CV), que combina características dos planos CD e BD.

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) ou Fundos de Pensão, no Brasil, são um tipo de Regime de Previdência Complementar (RPC) que realizam a administração dos recursos dos que participam dos planos de benefícios e, também, das empresas patrocinadoras dessas entidades. No Brasil, até 2021, existiam mais de 244 entidades que administram mais de 1,1 mil fundos de pensão, o que equivale a um valor próximo a R\$ 1,1 trilhão de reais (PREVIC, 2021).

3.2.2 Governança corporativa e corrupção nos Fundos de Pensão

Pode-se definir Governança Corporativa como um grupo de processos, métodos, estruturas e sistemas geradores de consequências positivas no funcionamento das empresas (Caamaño, 2007; Lund & Pollman, 2021; Jurakulovna & Bahodirovich, 2021). No contexto específico das EFPC, a adoção de boas práticas de Governança nos Fundos de Pensão é de suma importância, uma vez que pode haver contribuição das práticas de Governança na criação de um cenário mais propício aos benefícios dos participantes, dos assistidos e dos patrocinadores, propiciando que haja menos conflitos de interesse entre eles, representado por problemas de agência (Pagliarini, 2014).

No nível corporativo, Watson e Hirsch (2010) indicam que práticas pobres de Governança Corporativa estão presentes em empresas neozelandesas. Dela Rama (2012), ao fazer a análise de 40 entrevistas semiestruturadas com membros do *board* de grupos de negócios e oficiais seniores do setor público em países asiáticos, indica que o efeito positivo de boas práticas de Governança Corporativa aumenta o arrefecimento nos níveis de corrupção.

Na literatura internacional, fica claro o papel da Governança em mitigar efeitos de corrupção. Wu (2005) fez análises *cross-country* para 72 países e indicou que o nível de Governança Corporativa pode ter impactos profundos nos esforços anticorrupção dos países. Boateng et al. (2021), ao desenvolverem estudo *cross-country* com 149 países, também reportaram que os níveis de Governança Corporativa estão associados com menores práticas de corrupção.

Em 2021, a evolução do superávit e déficit das EFPC apresentou um resultado negativo líquido de R\$ 36,4 bilhões, devido ao aumento da aversão aos fatores de risco por parte dos países em ascensão, ao crescimento da inflação a nível global e ao ressurgimento da crise de saúde pública de uma variante nova da covid-19. Com isso, o Brasil, com a atividade econômica reduzida, refletiu nos indicadores econômicos, notadamente para a elevação da taxa de juros Selic e da inflação (PREVIC, 2021). Segundo Souza (2015), isso indica que os Fundos de Pensão estão com dificuldades para monetizar ativos em taxas atuariais previamente determinadas. Ademais, o autor encontrou evidências de que os passivos atuariais precisam ser tratados para completar o equacionamento o quanto antes.

Devido às regras de formação dos Conselhos Gestores das EFPC há a possibilidade de haver indicados políticos na gestão desses fundos. A literatura indica que a presença de políticos ou de relações políticas dos gestores pode causar

influência negativa nos resultados dos Fundos de Pensão e, também, no *disclosure* de dados (Bradley et al., 2016; Andonov et al., 2018; Preuss & Konigsgruber, 2021).

A atuação política pode ser fator determinante para a baixa performance dos fundos. Brown et al. (2009), num estudo sobre a alocação de carteiras de ações de 20 planos de previdência estaduais, encontraram evidências sugestivas da influência política no processo de seleção de ações desses planos de previdências, uma vez que os planos de pensões estaduais de estados corruptos têm maior probabilidade de manter ações dentro dos estados. Além disso, segundo esses autores, a diferença de desempenho entre os investimentos em ações, dentro e fora do estado, é maior em planos de pensão estaduais localizados em estados mais corruptos.

Zhang et al. (2018) apontam a tomada de decisão de investimento inferior como decorrente da corrupção do Estado, que leva à redução do retorno líquido dos Fundos de Pensão. Esses autores examinaram os efeitos da corrupção, de fatores políticos e da governança nos Fundos de Pensão Públicos dos Estados Unidos da América (EUA), encontrando evidências de que os Fundos de Pensão americanos, em estados com mais corrupção, têm desempenho inferior, e são mais propensos a terem mais capital em investimentos alternativos, ou seja, em investimentos mais arriscados e com desempenhos insatisfatórios. Além do que, os autores apontam que mudanças frequentes nas administrações são benéficas em jurisdições corruptas.

Segundo Liu et al. (2021), ao reduzir a corrupção nos fundos de previdências dos Estados Unidos em um desvio-padrão da média, os estados poderiam ter economizado anualmente o benefício de pensão em 10,24% (ou US\$ 1.894,64 por beneficiário), aumentado as contribuições atuarialmente exigidas em 4,40%, elevado a contribuição atual em 8,46% e melhorado o retorno do investimento em 4,72%, no período de 2003 a 2013, em comparação com os da média da corrupção. Além disso,

esses autores acreditam que o isolamento das operações de previdência de funcionários corruptos, bem como a redução da corrupção pública, pode contribuir significativamente na redução da crise de subfinanciamento da pensão pública nos estados americanos.

Com base em preocupações globais sobre a solvência dos fundos previdenciários, a legislação brasileira de previdência complementar, através da Resolução CNPC nº 9, de 29 de novembro de 2012, define medidas atuariais e técnicas para aprimorar a estruturação dos planos de benefícios. Essas medidas devem ser validadas por um estudo específico, que demonstre a conformidade entre o perfil demográfico dos participantes e beneficiários, e a tabela biométrica adotada (Instrução Previc nº 7).

As EFPC, com base na legislação e nas observações dos órgãos públicos fiscalizadores, devem estar com seus recursos administrados por uma estrutura de Governança, para assim demonstrarem uma adequada publicidade, transparência e confiabilidade para os participantes e patrocinadores, pois uma boa estrutura de governança tem por objetivo mitigar conflitos de interesses, redução da corrupção e participação partidária, com vistas à eficiência econômico-financeira das EFPC.

Na literatura brasileira, destaca-se o estudo de Nese (2017) sobre as práticas de Governança e Fundos de Pensão associados com a *performance* dos investimentos. A autora destacou em seus resultados uma relação positiva entre a *performance* dos investimentos e o uso de boas práticas de Governança. Além disso, Nese (2017) ressaltou que as conexões com o governo, através do modelo de patrocínio, e a presença de contratos de administração externa dos investimentos de um fundo de pensão vinculado a um patrocinador do segmento financeiro afetam a perseguição de outros objetivos.

Segundo Lima (2018), a corrupção nos fundos de pensões brasileiros pode ser considerada como uma das principais causas do mau desempenho deles. Nesse sentido, Lima (2018) e Leal et al. (2018) destacam que Entidades Fechadas de Previdência Complementar devem possuir seus recursos administrados por uma Governança com base na legislação e nas observações dos órgãos públicos fiscalizadores para, assim, demonstrarem uma adequada transparência e confiabilidade aos participantes e patrocinadores. Baseado nisso, supõe-se, neste estudo, que uma Governança estruturada e de credibilidade pode mitigar conflitos de interesses, otimizando a eficiência econômico-financeira nos Fundos de Pensão Fechados Públicos do Brasil. Dessa forma, objetivando analisar se há efeito do ambiente de corrupção sobre o retorno dos investimentos dos Fundos de Pensão Fechados do Brasil e se o efeito do ambiente de corrupção pode ser mitigado pela Governança nos Fundos de Pensão Fechados, formularam-se as seguintes hipóteses de estudo:

H1: *Há efeito do ambiente de corrupção no retorno dos investimentos dos Fundos de Pensão Fechados do Brasil.*

H2: *A Governança mitiga os efeitos do ambiente de corrupção no retorno dos investimentos dos Fundos de Pensão Fechados do Brasil.*

Neste sentido, estas hipóteses se adequam ao objetivo da pesquisa, por se apresentarem como uma forma testável de medir o efeito das práticas de Governança dos fundos no retorno deles, bem como a influência do ambiente de corrupção que o fundo está inserido.

3.3 METODOLOGIA

3.3.1 Base de dados

A base para coleta de dados deste trabalho são as EFPC do Brasil, e tiveram diferentes fontes de dados:

- os dados de *performances* das carteiras e dados das características (tamanho e idade) dos fundos foram coletados nas demonstrações financeiras nos *sites* das próprias EFPC;
- os dados referentes à corrupção são relativos aos estados e foram coletados no *site* do Tribunal de Contas da União e dos Estados, que tratam do ambiente de corrupção institucional no qual as EFPC estão atuando. A corrupção, analisada pela ótica da ética e da moral, é mais plausível de ser analisada. No entanto, transformar esse conceito em indicador numérico é um desafio sobre o qual vários autores se debruçam (Garcia, 2021; Arevalo & Meurer, 2021). A priori, no caso brasileiro, o indicador de corrupção mais plausível é o indicador em nível estadual, com base em processos nos Tribunais de Contas dos estados. Pesa, nesta pesquisa, que tal indicador pode não ser o parâmetro ideal para associar com os fundos de pensão fechados, mas entre os indicadores, essa é a *proxy* que mais se aproxima de uma variável de corrupção;
- os dados de Governança Corporativa dos fundos também foram coletados dos *sites* eletrônicos das EFPC, seguindo *checklist* de governança corporativa sugerido por Nascimento et al. (2014), uma vez que o estudo busca frisar o componente de transparência do processo de Governança nos Fundos de Pensão Fechados. A Governança Corporativa pode ser

estudada por diversas categorias, mas neste estudo optou-se por uma *proxy* de Governança Corporativa que enfatize o acesso e o conteúdo da qualidade das informações prestadas aos usuários dos Fundos de Pensão Fechados.

Os períodos estudados foram os anos de 2020 e 2021, com dados de 173 EFPC, escolhidas na lista de EFPC disponibilizada pelo Ministério da Economia, bem como pela disponibilidade de dados. Esse período deve-se à definição do indicador de Governança utilizado, que faz a análise de dados disponíveis nos *sites* das EFPC. Como não há histórico de versões anteriores, o período de início é o da primeira coleta desenvolvida, ou seja, o ano de 2020. Estimou-se o modelo pelo método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para *Pooled* e Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) para Efeitos Fixos.

3.3.2 Modelo econométrico

O modelo econométrico formulado para testar as hipóteses foi definido como (1):

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Governança}_i + \beta_2 \text{Corrupção}_i + \beta_3 (\text{Governança}_i * \text{Corrupção}_i) + \sum \beta_k \text{Controles}_i + \varepsilon_{it}$$

Na equação, Governança_i representa o nível de Governança coletado manualmente, via *checklist*, que leva em consideração a data de implementação do item, caso esteja disponível; Corrupção_i é a variável mensurada pelo indicador proposto por Garcia (2022) e descrita no subtítulo 3.3.3; Controles_i representa o vetor de variáveis de controle descritas na Figura 1, seguindo variáveis mapeadas por Rosso (2017) e Zhang et al. (2018).

A variável dependente R_i representa o resultado realizado em relação ao total investido de aplicações dos Fundos de Pensão Fechados das entidades, descontando dessa taxa o retorno da poupança do ano, ou seja, R_i capta o retorno do investimento dos Fundos de Pensão Fechados, ajustado à taxa de poupança e ao nível de risco percebido associado a esse tipo de investimento. Essa variável é uma importante medida da eficácia e eficiência dos Fundos de Pensão Fechados de empresas em gerar retorno para seus participantes, além de contabilizar o nível de risco e liquidez associado a esses investimentos (Silva et al., 2020). Para o cálculo do retorno no contexto específico das EFPC, este trabalho seguirá a metodologia de Silva et al. (2020), assim como a de Wartchow (2017), que consideram a *performance* da carteira como o retorno sobre os investimentos, dado por:

$$RI_i = \frac{\text{Resultado Realizado}_i \text{ (R\$)}}{\text{Investimento Total}_i \text{ (R\$)}}$$

$$R = RI_i - R_{poupança}$$

O cálculo do retorno $R_{poupança}$ indica o resultado acumulado da poupança no ano, sendo utilizado 2,11% a.a para 2020, e 2,98% a.a para 2021. A escolha da poupança como parâmetro para o retorno (*benchmark*) deu-se em virtude de a legislação possibilitar que a totalidade dos investimentos desses fundos seja em renda fixa, mas limita em 70% o investimento em renda variável. Assim, a poupança foi escolhida por representar um retorno factível, a ser comparado com o retorno desses fundos.

Espera-se, para corroborar as hipóteses do trabalho, que o efeito do β_1 estimado seja positivo, ou seja, melhores controles internos de Governança aumentem o nível de retorno; que β_2 estimado seja negativo, ou seja, casos de corrupção diminuam o retorno do fundo; e, por fim, que β_3 estimado seja positivo, ou

seja, o maior nível de Governança diminua o efeito prejudicial dos casos de corrupção no retorno do fundo. Para as variáveis de controle foi utilizado Tamanho, Tamanho ao Quadrado e Idade do Fundo. Tais variáveis foram escolhidas para controlar efeitos advindos da notoriedade dos fundos, pois se espera que fundos maiores e mais antigos sejam mais sólidos, e as ações desenvolvidas por seus gestores tenham mais notoriedade e credibilidade. A Figura 1 abaixo apresenta as variáveis utilizadas no modelo.

VARIÁVEIS	PROXY	REFERÊNCIA
VARIÁVEL DEPENDENTE		
Retorno	Retorno da carteira de investimentos da EFPC, retirando o retorno da poupança	Zhang et al. (2018)
		Silva et al. (2020)
VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DE GOVERNANÇA E CORRUPÇÃO		
I. Índice de governança	Checklist de itens disponibilizados no site da EFPC	Nascimento et al. (2014)
II. Acesso à informação		
III. Conteúdo da informação		
Corrupção	Indicadores de Corrupção Governamental descritos na sessão 3.3.3.	Garcia (2022)
VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DE CONTROLE		
Tamanho	Ln do tamanho do ativo do fundo de pensão	Zhang et al. (2018)
Tamanho ²	Ln do tamanho do ativo do fundo de pensão ao quadrado	Zhang et al. (2018)
Idade	Idade do fundo de pensão.	Rosso (2017)

Figura 1: Variáveis de controle³

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Rosso (2017) e Zhang et al. (2018).

O indicador de Governança será composto por um *checklist* de perguntas sobre as informações nos sites dos fundos. Cada pergunta equipara a um ponto, e o índice é calculado dividindo o resultado pelo número de perguntas. As informações foram divididas entre o acesso e o conteúdo da informação, e, dessa forma, pôde-se criar o índice de acesso à informação, o índice de conteúdo da informação e a combinação

³ A variável Número de Cotista não foi inserida por ser um parâmetro de tamanho e, nesse caso, Ativo do Fundo é um melhor indicador de Tamanho.

deles, que gera o Indicador de Governança. É esperado que esses três índices demonstrem alta correlação, por isso serão estimados em regressões diferentes.

3.3.3 Indicador de corrupção

O indicador de corrupção de Zhang et al. (2018) é amplamente usado pela literatura internacional para mensurar a corrupção em nível estadual nos Estados Unidos. Tal medida de corrupção indicada por estes autores é baseada no número de condenações por corrupção per capita de funcionários locais, estaduais e federais naquele estado. Os autores justificam a escolha desse indicador pela sua validade e confiabilidade em estudos anteriores, bem como pela disponibilidade e facilidade de acesso aos dados necessários (Zhang et al., 2018; Meier & Holbrook, 1992; Glaeser & Saks, 2006).

No Brasil, porém, como o contexto é outro, optou-se por seguir a proposta de Zhang et al. (2018), no entanto, adaptada ao contexto brasileiro. No Brasil, Garcia (2021), em revisão da literatura sobre indicadores de corrupção estaduais e municipais, indicou que os dados utilizados para desenvolver o indicador são aqueles advindos principalmente do Tribunal de Contas da União e dos Tribunais de Contas dos Estados (TCU e TCE), todavia, neste trabalho será utilizado o Indicador de Corrupção Estadual mais recente na literatura nacional, sugerido por Garcia (2022). Para definir o Indicador de Corrupção Estadual (ICE), Garcia (2022) define três componentes para capturar a quantidade de valores e processos irregulares no Cadastro de Contas Julgadas Irregulares no Tribunal de Contas da União (Cadirreg), e o peso disso relativo aos componentes da sociedade.

O uso desse indicador em nível estadual, a priori, pode ser uma dificuldade para captar o impacto do ambiente de corrupção nos Fundos de Pensão Fechados,

visto que tal indicador não capta diretamente os mecanismos de corrupção dos fundos. Entretanto, principalmente na literatura brasileira, esse indicador é o que mais se aproxima de uma *proxy* para corrupção. Gonçalves et al. (2018) estudaram o impacto da corrupção no empreendedorismo brasileiro, com o uso desse indicador, e encontraram que o indicador de corrupção impacta positivamente na atividade empreendedora. Apesar desse indicador não ser exatamente a corrupção do ambiente empreendedor, ele capta o ambiente local de corrupção.

A indicação e interferência política sem a devida qualificação de gestão pode ser um exemplo de como o ambiente de corrupção pode afetar negativamente um fundo de pensão. Nesse sentido, o indicador de corrupção estadual proposto por Garcia (2022) pode ajudar a identificar possíveis riscos e vulnerabilidades que possam comprometer a solidez e a saúde financeira dos fundos. Portanto, é relevante utilizar indicadores de corrupção adaptados ao contexto brasileiro para estudar o retorno dos Fundos de Pensão Fechados. É importante considerar que o ambiente de corrupção é um fenômeno que afeta a sociedade como um todo, e que pode ter impactos negativos em diversos setores, incluindo os Fundos de Pensão Fechados. Por isso, é fundamental adotar medidas preventivas e de mitigação de riscos para garantir a solidez e a saúde financeira dos Fundos de Pensão Fechados.

Por se tratar de uma *proxy*, sabemos que esse indicador é uma representação subjetiva do ambiente de corrupção⁴ e, se rejeitarmos tal índice como *proxy* para o ambiente de corrupção dos fundos, poderemos incorrer em *surrogation*, que é um fenômeno psicológico que associa, de forma rígida, o indicador ao conceito em si. Esse processo é bastante estudado no mundo dos negócios, para que se evite essa

⁴ Não se nega aqui que os indicadores possam ser melhorados, se aplicados aos fundos especificamente.

associação extrema entre o conceito e o parâmetro⁵. A seguir, é apresentada de forma detalhada a construção desse indicador.

O primeiro componente visa capturar o montante de valores irregulares per capita e por real de produto interno estadual bruto. O cálculo é dado por:

$$CadirregCapita = \frac{ValorCadirreg}{Populacao} \quad (1)$$

$$CadirregPIB = \frac{ValorCadirreg}{PIBEstadual} \quad (2)$$

Sendo *ValorCadirreg* o montante monetário dos valores dos processos correntes no Cadirreg; *Populacao* indica o tamanho populacional no estado para aquele ano; e *PIBEstadual* é o Produto Interno Bruto do Estado naquele ano. Após o cálculo dos indicadores, estes são normalizados, considerando os resultados de todos os Estados para o ano analisado, e o componente 1 do ICE é dado pela média destes, ou seja:

$$zCadirregCapita_i = \frac{CadirregCapita_i - CadirregCapita_{min}}{CadirregCapita_{max} - CadirregCapita_{min}} \quad (3)$$

$$zCadirregPIB_i = \frac{CadirregPIB_i - CadirregPIB_{min}}{CadirregCapitPIB_{max} - CadirregPIB_{min}} \quad (4)$$

$$C1_{ICE} = \frac{zCadirregCapita + zCadirregPIB}{2} \quad (5)$$

O segundo componente tem como objetivo capturar o montante de valores irregulares relativos aos valores definidos pela Lei Orçamentária Anual. O cálculo é definido por:

⁵ Ver Choi et al. (2013).

$$CadirregLOA = \frac{ValorCadirreg}{LOA} \quad (6)$$

$$C2_{ICE} = \frac{CadirregLOA_i - CadirregLOA_{min}}{CadirregLOA_{max} - CadirregLOA_{min}} \quad (7)$$

Neste caso, *LOA* indica valor em reais da Lei Orçamentária Anual. O terceiro componente visa identificar quão responsável o estado em questão é acerca de todos os processos irregulares no ano, ou seja:

$$PercentIrreg_i = \frac{ProcessoIrreg_i}{TotalProcessosIrreg} \quad (8)$$

$$C3_{ICE} = \frac{PercentIrreg_i - PercentIrreg_{min}}{PercentIrreg_{max} - PercentIrreg_{min}} \quad (9)$$

Neste caso, *ProcessoIrreg_i* indica a quantidade de processos irregulares daquele estado naquele ano, enquanto *TotalProcessosIrreg* indica todos os processos irregulares no ano. Por fim, o cálculo do ICE é dado pela média dos 3 indicadores, ou seja:

$$ICE = \frac{C1_{ICE} + C2_{ICE} + C3_{ICE}}{3} \quad (10)$$

3.3.4 Indicador de Governança Corporativa

Como abordado anteriormente, a Governança Corporativa é um conceito amplo e com foco em várias dimensões, dado que os escândalos de corrupção mostraram que os Fundos de Pensão Fechados envolvidos não possuíam práticas adequadas de Governança Corporativa, principalmente no que diz respeito ao acesso e ao conteúdo da informação.

Assim, um indicador de Governança Corporativa que possa captar essa temática pela ótica da informação demonstra ser a *proxy* adequada para o estudo,

conforme encontrado em Nascimento et al. (2014). Esse *checklist* possui duas dimensões principais: Acesso à Informação e Conteúdo das Informações. O acesso à informação é essencial na Governança Corporativa, que busca tanto a transparência como a prestação de contas aos participantes e interessados. A divulgação de informações financeiras e contábeis pela coleta de dados nos Relatórios Anuais (RAs) é fundamental para garantir o acesso aos dados sobre a posição patrimonial e financeira da entidade, bem como a formação dos órgãos estatutários e a necessidade de monitorar e controlar os fatores de riscos inerentes aos planos de previdência privada. E, por fim, a ouvidoria atua como canal de defesa dos participantes, assegurando transparência nas atividades e resultados da administração da EFPC (Nascimento et al., 2014).

A segunda dimensão, que trata do conteúdo da informação especificamente, também é crucial. Neste sentido, o relatório administrativo deve incluir uma específica seção sobre como implementar os princípios de Governança. Uma ferramenta também importante para disponibilizar informações relevantes aos participantes é o *website*, informando sobre o controle de riscos, a política de investimentos/rentabilidade, a meta e/ou avaliação atuarial adotada. Além de atender às recomendações da Previc, controlar e monitorar os fatores de riscos existentes nos planos de previdência privada protege os recursos dos participantes e corrige trajetórias, proporcionando estabilidade em longo prazo. Assim, o conteúdo da informação divulgada é crucial para garantir a transparência e a prestação de contas aos participantes, e isso confere ao tema uma posição de destaque entre as características da Governança Corporativa (Nascimento et al., 2014).

O indicador de Governança Corporativa será construído por meio da coleta de dados via *checklist* nos endereços eletrônicos das EFPC, listados na Figura 2, seguindo o trabalho de Nascimento et al. (2014):

Dimensão	Item
Acesso à informação	É possível obter o Relatório Anual (RA) da EFPC via internet?
	O website dispõe de manual relativo ao Código de Ética e Conduta?
	O website dispõe de apresentações ou dados que possibilitem projeções operacionais, financeiras ou demonstrativos contábeis da EFPC para assistidos/participantes?
	O website possui informações para acesso à ouvidoria?
	O website tem informações sobre os órgãos estatutários (nomes da diretoria, conselho de administração e conselho fiscal)?
Conteúdo das informações	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?
	O RA website ou algum outro documento contempla informações sobre a remuneração de membros dos órgãos estatutários?
	O RA website ou algum outro documento possui informações sobre controle de riscos?
	O website possui informações sobre a política de investimentos/rentabilidade e meta de rentabilidade?
	O website ou RA possui informações sobre meta e/ou avaliação atuarial adotada?

Figura 2: Itens *checklist* governança
Fonte: Nascimento et al., (2014)

Após a coleta dos dados, o Índice de Governança Corporativa das EFPC será calculado por:

$$IGov = \frac{\sum_{i=1}^{10} gov_i}{10} \quad (11)$$

No qual, gov_i representa cada um dos itens da lista indicada na Figura 2, que recebe valor 0 ou 1, e depois dividido pela quantidade de itens constantes no *checklist*.

Conclui-se que o acesso e o conteúdo de informações são cruciais para a Governança Corporativa das EFPC, permitindo aos participantes ter acesso a informações relevantes sobre as atividades e os resultados da administração, reforçando boas práticas de governança e protegendo seus recursos em longo prazo.

3.4 RESULTADOS

A tabela 1 abaixo indica os resultados obtidos pelas estatísticas descritivas das variáveis estudadas. Os resultados indicam que, em média, as EFPC tiveram um retorno menor que a poupança, e a maior perda, -1,01, foi aproximadamente 4 vezes maior, em magnitude, que o maior ganho, que foi de 0,27.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variáveis	Obs.	Média	DP	Min	P25	P50	P75	Max
Retorno	336	-0,05	0,13	-1,01	-0,07	-0,03	0,00	0,27
Acesso Info.	336	0,66	0,30	0,00	0,60	0,80	0,80	1,00
Conteúdo	336	0,50	0,31	0,00	0,20	0,40	0,80	1,00
Governança	336	0,57	0,27	0,00	0,40	0,60	0,80	1,00
Corrupção	336	9,08	11,59	2,50	4,40	5,20	5,80	53,10
Tamanho	336	14,11	1,62	6,36	13,08	14,08	15,09	19,59
Tamanho ²	336	201,57	46,25	40,44	171,00	198,22	227,66	383,74
Idade	336	33,43	9,62	9,00	26,00	34,00	41,00	63,00

Retorno indica a razão entre o resultado do investimento e o valor total investido, retirando desse retorno o resultado da poupança; **Acesso info** e **Conteúdo** são, respectivamente, a média de itens na categoria acesso à informação e conteúdo das informações, que são atendidos pelos *sites* das EFPC descritas na figura 2; **Governança** é a média total de itens da figura 2 que são atendidos pelos *sites*; **Corrupção** é o indicador de corrupção estadual, descrito no tópico 3.3.3; **tamanho** é o log natural do ativo das EFPC; **tamanho²** é a variável de tamanho elevada à segunda potência; **Idade** é a idade das EFPC.

Fonte: Elaborada pela autora.

Em relação aos níveis de Governança expostos nos *sites* das entidades, os resultados indicam que há mais esforço para atender aos itens de acesso à informação, com média de 0,66; que com os itens de conteúdo informacional, que possuem média de 0,50, indicando que, em média, metade dos itens são cumpridos. No entanto, os itens que demonstraram maior adesão são os ligados às informações contábeis, financeiras e estatutárias; enquanto o item de menor adesão é o relativo à remuneração de membros dos órgãos estatutários. No geral, a média do nível de Governança do *site* é de 0,57, demonstrando que a maneira como as informações são apresentadas nos Relatórios Anuais de Informações (RAI) das EFPC não correspondem a todos os padrões da boa prática de Governança, necessitando de uma ampliação e aplicabilidade maior da regulação do setor, com padrões rígidos de

transparência e divulgação ordenada para melhorar o acesso e proporcionar conhecimento e confiabilidade das informações e dos conteúdos a seus participantes.

A Tabela 2 traz os resultados de correlação entre as variáveis estudadas. Percebe-se que, em um primeiro momento, nenhuma das variáveis indicadas apresenta correlação estatisticamente significativa com a variável de interesse Retorno. No entanto, o sinal da correlação é um indicativo da direção do impacto das variáveis sobre o retorno, assim, espera-se que todas as variáveis, à exceção da “idade”, impactem negativamente o retorno. Em relação às variáveis de Governança, os resultados indicam que, no tamanho, possuem correlação positiva, indicando que fatores como maior estrutura e mais tempo no mercado podem, por meio de algum mecanismo, influenciar o maior nível de Governança e disponibilização das informações. Por sua vez, os itens de Governança, o acesso e o conteúdo são altamente correlacionados com a Governança, e isso indica que esses índices caminham na mesma direção e com forte correlação.

TABELA 2: MATRIZ DE CORRELAÇÕES

Variável	Retorno	Corrupção	Informação	Conteúdo	Governança	Tamanho	Idade
Retorno	1						
Corrupção	-0,0301	1					
Informação	-0,0409	0,0691	1				
Conteúdo	-0,0397	-0,0056	0,5886*	1			
Governança	-0,0432	0,0346	0,8861*	0,8962*	1		
Tamanho	0,0566	0,1599*	0,1467*	0,1604*	0,1729*	1	
Idade	-0,0908	0,1769*	0,0985	0,1465*	0,1379*	0,2813*	1

Retorno indica a razão entre o resultado do investimento e o valor total investido, retirando desse retorno o resultado da poupança; **Acesso info** e **Conteúdo** são, respectivamente, a média de itens na categoria acesso à informação e conteúdo das informações, que são atendidos pelos sites das EFPC, descritos na figura 2; **Governança** é a média total de itens da figura 2 que são atendidos pelos sites; **Corrupção** é o indicador de corrupção estadual, descrito no tópico 3.3.3; **tamanho** é o log natural do ativo do EFPC; **tamanho²** é a variável de tamanho elevada à segunda potência; **Idade** é a idade de EFPC.

Fonte: Elaborada pela autora.

Na Tabela 2⁶ temos o modelo de regressão estimado por duas metodologias (*pooled* e efeitos fixos), para mensurar o impacto da interação da Governança com o índice de corrupção. O modelo *pooled* estima os dados de forma *cross section*, sem utilizar mecanismos de séries temporais, ao passo que o modelo de efeitos fixos é estimado com dados em painel, em que se mesclam elementos de séries temporais com *cross section* (Wooldridge, 2002).

A interação entre Governança e corrupção é necessária para auferir o papel moderador da Governança; por sua vez, o termo ao quadrado da idade é para testar a linearidade dessa variável no modelo.

TABELA 3: MODELO DE REGRESSÃO 1

Variáveis	Pooled				Efeitos Fixos			
	Coeficientes	Erro-padrão	t	P> t	Coeficientes	Erro-padrão	t	P> t
Governança	0,05	0,03	1,55	0,12	-0,08	0,06	-1,49	0,14
Corrupção	0,01***	0,00	2,72	0,01	0,00	0,00	-0,36	0,72
Governança/Corrupção	-0,01***	0,00	-2,17	0,03	0,00	0,00	0,60	0,55
Tamanho	0,07	0,06	1,19	0,23	0,60***	0,23	2,55	0,01
Tamanho^2	0,00	0,00	-1,16	0,25	-0,02***	0,01	-2,47	0,01
Idade	0,00	0,00	-1,49	0,14	-0,04***	0,01	-3,60	0,00
Constante	-0,54	0,41	-1,31	0,19	-3,58	1,81	-1,98	0,05

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 \text{Governança}_i + \beta_2 \text{Corrupção}_i + \beta_3 (\text{Governança}_i * \text{Corrupção}_i) + \sum \beta_k \text{Controles}_i + \varepsilon_{it}$$

Retorno indica a razão entre o resultado do investimento e o valor total investido, retirando desse retorno o resultado da poupança; **Governança** é a média total de itens da figura 2 que são atendidos pelos *sites*; **Corrupção** é o indicador de corrupção estadual, descrito no tópico 3.3.3; **Tamanho** é o log natural do ativo do EFPC; **Tamanho²** é a variável de tamanho elevada à segunda potência; **Idade** é a idade de EFPC.

Legenda: p-valor < 0.1 *, p-valor < 0.05 **, p-valor < 0.01 ***

Fonte: Elaborada pela autora

Os resultados da regressão 1, na Tabela 3, no modelo *pooled*, indicam que a Governança isolada não apresentou impacto no retorno; por sua vez, o índice de corrupção foi significante estatisticamente e impactou positivamente o retorno. Quando se mede a interação entre Governança e corrupção, o resultado se mostra

⁶ A apresentação em dois métodos de regressão está baseada em Zhang et al. (2018).

negativo, indicando que a Governança modera o efeito da corrupção na variável de retorno.

As variáveis de controle não foram significativas no modelo *pooled*, mas no modelo de painel para efeitos fixos, todas foram significantes. Os dados indicam que o tamanho apresenta característica não linear. A variável em nível apresentou sinal positivo em nível, e sinal negativo ao quadrado, sinalizando que existe um ponto máximo, isto é, o tamanho do fundo impacta positivamente até um ponto máximo, e depois desse ponto crítico passa a impactar negativamente. A idade do fundo mostrou impacto negativo no retorno, dessa forma, os fundos mais antigos tendem a apresentar menores retornos que os mais novos.

TABELA 4: MODELO DE REGRESSÃO 2

Variáveis	<i>Pooled</i>				Efeitos Fixos			
	Coeficientes	Erro Padrão	t	P> t	Coeficientes	Erro Padrão	t	P> t
Conteúdo	0,049*	0,030	1,650	0,100	-0,147**	0,058	-2,520	0,013
Corrupção	0,003***	0,001	2,830	0,005	-0,001	0,002	-0,690	0,492
Conteúdo/Corrupção	-0,008***	0,002	-3,600	-0,012	0,004	0,003	1,260	0,211
Tamanho	0,069***	0,039	1,760	0,079	0,571**	0,232	2,460	0,015
Tamanho^2	-0,002	0,001	-1,620	0,106	-0,017**	0,007	-2,390	0,018
Idade	-0,001***	0,001	-1,940	0,053	-0,037**	0,010	-3,880	0,000
_Cons	-0,548	0,282	-1,950	0,052	-3,281	1,795	-1,830	0,069

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 Governança_i + \beta_2 Corrupção_i + \beta_3 (Governança_i * Corrupção_i) + \sum \beta_k Controles_i + \varepsilon_{it}$$

Retorno indica a razão entre o resultado do investimento e o valor total investido, retirando desse retorno o resultado da poupança; **Acesso info e Conteúdo** são, respectivamente, a média de itens na categoria acesso à informação e conteúdo das informações, que são atendidos pelos *sites* das EFPC, descritos na figura 2; **Corrupção** é o indicador de corrupção estadual, descrito no tópico 3.3.3; **tamanho** é o log natural do ativo do EFPC; **tamanho²** é a variável de tamanho elevada à segunda potência; **Idade** é a idade de EFPC.

Legenda: p-valor < 0.1 *, p-valor < 0.05 **, p-valor < 0.01 ***

Fonte: Elaborada pela autora.

O segundo modelo de regressão, disposto na Tabela 4, para o *pooled*, apresentou quase todas as variáveis estatisticamente significantes, com exceção do tamanho ao quadrado. O diferencial do modelo 2 para o primeiro se dá em relação à variável que capta a Governança, nesse caso, o conteúdo da informação. Tal variável de Governança impacta positivamente o retorno, assim como o índice de corrupção.

Porém, a interação entre essas variáveis mostrou um impacto negativo no retorno. O tamanho foi significativo apenas em nível, mostrando-se linear e com impacto positivo no retorno, significando que maiores fundos possuem maiores retornos. A idade também se mostrou significativa e com impacto negativo.

Para o modelo de efeitos fixos, apenas conteúdo foi estatisticamente significativo, todavia, impactando negativamente o retorno. Nem a corrupção nem a interação dessa variável com a *proxy* de Governança tiveram impactos no retorno. Em relação às variáveis de controle, o tamanho se mostrou não linear e com um ponto máximo, e a idade afetou negativamente o retorno.

TABELA 5: MODELO DE REGRESSÃO 3

Variáveis	Pooled				Efeitos Fixos			
	Coefficientes	Erro Padrão	t	P> t	Coefficientes	Erro Padrão	t	P> t
Acesso	0,019	0,032	0,580	0,561	-0,027	0,051	0,540	0,591
Corrupção	0,004	0,002	1,630	0,104	0,000	0,004	0,060	0,949
Acesso/Corrupção	-0,006*	0,003	1,800	0,072	0,000	0,005	0,060	0,949
Tamanho	0,067*	0,040	1,670	0,096	0,614**	0,236	2,610	0,010
Tamanho^2	-0,002	0,001	1,480	0,140	-	0,007	2,530	0,012
Idade	-0,002**	0,001	2,010	0,045	0,033**	0,010	3,370	0,001
_Cons	-0,533	0,285	-	0,063	-3,819	1,821	-	0,038

$$R_i = \beta_0 + \beta_1 Governança_i + \beta_2 Corrupção_i + \beta_3 (Governança_i * Corrupção_i) + \sum \beta_k Controles_i + \varepsilon_{it}$$

Retorno indica a razão entre o resultado do investimento e o valor total investido, retirando desse retorno o resultado da poupança; **Acesso info** e **Conteúdo** são, respectivamente, a média de itens na categoria acesso à informação e conteúdo das informações, que são atendidos pelos *sites* das EFPC, descritos na figura 2; **Corrupção** é o indicador de corrupção estadual, descrito no tópico 3.3.3; **tamanho** é o log natural do ativo do EFPC; **tamanho²** é a variável de tamanho elevada à segunda potência; **Idade** é a idade de EFPC.

Legenda: p-valor < 0.1 *, p-valor < 0.05 **, p-valor < 0.01 ***

Fonte: Elaborada pela autora.

O terceiro modelo de regressão com *pooled* sinalizou poucas variáveis estatisticamente significantes, apenas a interação entre o conteúdo da informação e o índice de corrupção afetaram o retorno negativamente. A idade do fundo também afetou negativamente esse retorno, e tamanho foi significativo, afetando de forma

positiva o retorno. Por sua vez, no modelo de efeitos fixos, apenas as variáveis de controle foram significantes.

Um ponto a ser observado nessas regressões é o número de variáveis explicativas, que é diminuto se comparado a trabalhos internacionais. Isso decorre de uma deficiência da disposição de dados por parte dos fundos de pensão fechados no Brasil. Essa limitação acontece tanto por falta de dados quanto pela dificuldade de tratamento dos dados disponíveis.

Conforme pode ser observado nas regressões estimadas, os resultados estimados reportam que há efeito positivo e significativo do ambiente de corrupção no retorno do fundo. Isso corrobora a hipótese H1, a qual postula que o ambiente de corrupção impacta no retorno dos fundos. Em relação ao efeito moderador, investigado pela interação entre o indicador de Corrupção e os indicadores de Governança, todos os modelos encontram um efeito negativo, contrário ao efeito puro da corrupção, não rejeitando, portanto, a hipótese H2 deste trabalho, a qual sugere que a Governança tem um efeito moderador supressor entre a corrupção e o retorno, ou seja, o efeito moderador da Governança é contrário ao efeito encontrado para a corrupção.

Em cada regressão foi testada uma variável para representar a Governança e sua interação com o nível de corrupção. Foram estimadas essas regressões para observarmos em separado o papel de cada *proxy* no retorno. Nessas regressões, apenas conteúdo da informação se mostrou significativo no impacto do retorno. Nas demais, a Governança não foi significativa, e em todas elas a interação entre corrupção e Governança foi negativa. Já o índice corrupção foi positivo e significativo nos modelos 1 e 2. Os maiores fundos, por sua vez, mostram um impacto positivo sobre o retorno.

Na prática, esses resultados significam que maiores níveis no ambiente de corrupção estão associados com aumento no retorno, e a Governança Corporativa, de alguma forma, atrapalharia o retorno do fundo, dado que a aplicação de regras de Governança tem um efeito de diminuir incentivos à ilicitude e à corrupção (Diamond, 1991; Diamond & Verrecchia, 1991, Funchal & Monte-Mor, 2016). Os resultados apresentados na Tabela 4, que reportam o modelo utilizado de indicadores alternativos de Governança, a saber: os componentes de Acesso à Informação e Conteúdo das Informações, apenas atestam a robustez dos resultados principais.

Tais resultados são muito reveladores sobre a dinâmica dos Fundos de Pensão Fechados no papel da corrupção no Brasil. Ao investigarem os efeitos do ambiente de corrupção pública nos Fundos de Pensão americanos, Liu et al. (2021) encontraram um efeito negativo do nível de corrupção no retorno sobre ativos. De acordo com os autores, uma explicação para isso é o fato de que, em ambientes com maior nível de corrupção, as decisões de investimento seriam feitas em critérios que não fossem o risco e o retorno. Esse resultado também é acompanhado por Zhang et al. (2018).

Porém, há uma diferença primordial entre o ambiente americano descrito pelos autores e o brasileiro, que é o retorno dos fundos. Tanto no trabalho de Liu et al. (2021) quanto no trabalho de Zhang et al. (2018), a média do retorno dos fundos é positiva no período analisado. No Brasil, como indicado, o retorno dos fundos é negativo, se considerada como *benchmark* a rentabilidade da poupança, ou seja, de todos os fundos analisados, apenas cerca de 25% conseguiram performar melhor que a poupança brasileira. O que pode explicar isso é um tipo de efeito *grease in the wheels*.

Méon e Weill (2010) indicam que, em países em desenvolvimento, a corrupção pode servir como um tipo de facilitador, ou a “graxa nas rodas” de um ambiente institucional deficiente. Os autores reportam que a corrupção é menos corrosiva à

eficiência em países com instituições deficientes e, em alguns casos, possui efeito positivo na eficiência do país, em caso de instituições completamente fragmentadas (Méon & Weill, 2010). Dreher e Gassebner (2013) indicam que, em locais com maior burocracia, a hipótese *grease in the wheels* é suportada, pois o excesso de regulamentação faz com que, muitas vezes, o ambiente de corrupção seja o único jeito de viabilizar o projeto. Nesse mesmo sentido, Mendoza et al. (2015) indicaram, para cerca de 2.000 microfirms em cerca de 30 cidades nas Filipinas, que a corrupção pode auxiliar a *performance* das empresas, principalmente em localidades com ambientes frágeis de negócios.

O Brasil está inserido nesse ambiente de instituições frágeis, ocupando a posição 77 de 139 no *WKP Rule of Law @ 2021*. Portanto, nesse ambiente, maiores níveis de corrupção podem “auxiliar” os fundos a terem uma *performance* menos negativa, pois ter uma *performance* mínima pode ser necessário para esses fundos se tornarem mais atrativos para práticas de corrupção. Ainda, pelo índice *Economic Freedom*, disponibilizado pelo *Heritage Foundation*, o país se encontra na posição 133 de 177 países, sendo analisadas questões como Tamanho do Governo, Eficiência Regulatória, Abertura de Mercado e Império da Lei.

Sobre esses resultados, cabem algumas observações acerca do papel da Governança e da corrupção. Por muito tempo, os Fundos de Pensão apresentaram bons resultados, mesmo com corrupção, isso mascarado pela falta de Governança. Os prejuízos só vieram à cena nacional após a descoberta dos escândalos de corrupção. Dessa forma, é possível que a corrupção apresente retornos no balanço, e com boas práticas de Governança, e que a governança mitigando a corrupção, os prejuízos sejam revelados. Isso pode ser visto nos resultados do modelo 2, no qual o conteúdo da informação também impacta positivo sobre o retorno.

Outra observação a ser ressaltada é sobre as limitações de dados no Brasil e a escolha de indicadores. Os indicadores de Governança mostraram alta correlação, por isso, foram estimados em separado, para não haver problemas de multicolinearidade. Dessa forma, é necessário testar outros indicadores, contudo, essa testagem é impedida pela falta de dados e pela dificuldade de sua realização⁷. Então, com base no modelo 2, podemos dizer que a Governança aumenta o retorno e revela um retorno proporcionado pelo índice de corrupção.

3.5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesse contexto, a pesquisa objetivou analisar se há efeito do ambiente de corrupção sobre o retorno dos investimentos dos Fundos de Pensão Fechados do Brasil; e se o efeito do ambiente de corrupção pode ser mitigado pela Governança nos Fundos de Pensão Fechados. Das hipóteses propostas, a **H1** e **H2** do trabalho não foram rejeitadas.

Quanto à hipótese H1, com base nos resultados, pôde-se concluir que há efeito significativo do ambiente de corrupção no retorno dos investimentos dos Fundos de Pensão Fechados no país. A variável de corrupção apresentou um coeficiente positivo significativo com um p-valor de 0,01, o que indica que um ambiente mais corrupto está associado a maiores retornos de investimentos nos Fundos de Pensão Fechados. Entretanto, isso ocorre em um ambiente com um mecanismo de *grease in the wheels*, em que o ambiente se encontra dominado pela burocracia, onde os efeitos de um ambiente de corrupção se tornam positivos, e os efeitos que mitigam a corrupção acabam prejudicando os fundos em seus retornos.

⁷ A proposta de *dashboard* busca sanar esses entraves à análise de dados.

O efeito *grease in the wheels* é recorrente em alguns ambientes com alta burocracia. Conforme Dreher e Gassebner (2013), esse feito foi encontrado em mais de 40 países, entre 2003 e 2005, com relação à abertura de novas firmas. O processo burocrático é demasiado demorado em alguns países, o que faz com que as firmas recorram à corrupção para abreviarem esse prazo. Dessa forma, a corrupção teve impacto positivo no rendimento das firmas.

Arif et al. (2020), analisando os países membros dos Brics (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), encontraram que a corrupção teve impacto positivo nos investimentos estrangeiros diretos. Esse resultado vai ao encontro da tese de que a corrupção pode trazer ganhos de retorno em países de instituições fracas.

Essa tese também foi confirmada no estudo de Habibov et al. (2019), que analisou governos nacionais e locais de países do Leste Europeu. As estimativas indicaram que a corrupção tinha impacto positivo no nível de satisfação (aprovação dos governos) tanto em governos locais como a nível nacional.

Em relação à hipótese H2, os resultados sugerem que a Governança Corporativa pode mitigar os efeitos negativos do ambiente de corrupção nos retornos dos investimentos. A interação entre Governança e Corrupção apresentou um coeficiente negativo significativo, com um p-valor de 0,03, o que indica que uma boa Governança pode ajudar a compensar os efeitos negativos do ambiente de corrupção sobre os retornos de investimentos. Portanto, os resultados confirmam a hipótese H2 de que a Governança pode atuar como uma defesa contra o ambiente de corrupção nos Fundos de Pensão Fechados no Brasil.

Os resultados encontrados indicam que um cenário com maiores níveis de corrupção reflete em melhor retorno dos fundos, e que práticas de Governança e transparência, ao arrefecerem os incentivos à ilicitude, acabam, por consequência,

trazendo efeitos negativos para o retorno dos fundos. Entretanto, apesar de a literatura específica sobre Fundos de Pensão indicar esses resultados, existe ampla literatura que indica efeitos “benéficos” de um ambiente de maior nível de corrupção, em determinadas condições. Ou seja, dadas as condições de qualidade institucional e de excesso de regulamentações, tal resultado converge com a literatura que estuda retorno de entidades econômicas nesses ambientes, e a despeito de ser um resultado novo para a literatura de fundos de pensões, o resultado não é novo, se considerados outros objetos de estudo, como países e empresas.

Logicamente, não é aceitável que ilicitudes e práticas de crimes sejam justificáveis, nem o afrouxamento das práticas de Governança Corporativa, em troca de um retorno econômico. É nesse ponto que está a responsabilidade dos políticos e da sociedade, porque o suporte da hipótese *grease in the wheels* para o contexto brasileiro só indica que o ambiente institucional não está saudável o suficiente para que os agentes econômicos tenham bons incentivos.

Nesse sentido, abordam-se as limitações deste trabalho. Primeiro, há dificuldade de se identificar as estruturas subjacentes geradoras dos resultados, ou seja, a limitação desta pesquisa está na falta de identificação das estruturas e mecanismos causais por trás das relações encontradas, principalmente pela dificuldade de acesso aos dados do setor, uma vez que uma análise mais acurada desses fatos precisa de dados com um maior intervalo de tempo. Em segundo lugar, existe uma enorme dificuldade de encontrar dados relevantes estruturados para análise.

Como sugestão de estudos futuros, propomos pesquisas qualitativas e quantitativas, no sentido de identificar possíveis mecanismos internos, tais como políticas e práticas internas, como externalidades e complexidade para

desenvolvimento das atividades, devido à legislação da área, para identificar os canais pelos quais a corrupção afeta positivamente o retorno, gerando esse *grease in the wheels* que foi encontrado.

Este artigo possui implicações profissionais, por identificar e demonstrar uma possível explicação para a ocorrência dos casos de corrupção que presenciamos no setor previdenciário, e indica aos legisladores e gestores que é necessária uma modificação na estrutura institucional para que os incentivos sejam alinhados entre as entidades e a sociedade. Academicamente, demonstra uma nova situação na qual o mecanismo de *grease in the wheels* pode ocorrer, pois o setor de previdência em países desenvolvidos apresenta uma relação negativa entre corrupção e retorno, todavia, em um país subdesenvolvido e com legislação complexa como o Brasil, esse efeito parece ser oposto ao encontrado em outros países.

Capítulo 4

4 “EFPC EM FOCO”: DESENVOLVIMENTO E IMPLEMENTAÇÃO DO DASHBOARD DE OBSERVAÇÃO DAS EFPC

RESUMO

Este artigo descreve o desenvolvimento de um produto tecnológico que discute a estrutura de governança dos Fundos de Pensão Fechados no Brasil. Objetivou-se a proposição de um mecanismo que facilitasse o acesso às informações contábeis, de Governança Corporativa e Patrimoniais dos Fundos de Pensão. Essa proposta é embasada pelo fato de que a transparência e a acessibilidade das informações contábeis dos fundos precisam ser melhoradas a fim de garantir uma Governança eficaz. A criação de mecanismos de informação precisos e eficientes é apontada como uma medida importante para melhorar a transparência e o processo de Governança dos Fundos de Pensão Fechados. Para o alcance dessa melhoria das informações, propõe-se o “EFPC em Foco”, que possibilita um acompanhamento e a disponibilização de séries históricas de um indicador de Governança Corporativa, Indicadores Contábeis e dados do Balanço Patrimonial, na forma gráfica, para assim demonstrar a Saúde Financeira, a Governança e o Balanço Patrimonial de todas as EFPC do Brasil, com o período histórico de inserção de dados de 2018 a 2021, na forma de um *Dashboard, on-line* e gratuito, para assim arrefecer as assimetrias informacionais entre os Fundos de Pensão Fechados e as partes interessadas, diminuindo então os custos de adquirir a informação necessária para a tomada de decisão. Nesse prisma, este artigo demonstra a implementação de um *dashboard* dinâmico e *on-line*, para aumentar a disponibilidade de dados e, portanto, o acesso a esses dados pelas partes interessadas.

Palavras-chave: Conflito de interesses; Governança; Transparência; *Dashboard*.

4.1 INTRODUÇÃO

A Governança requer métodos e práticas que elevem a transparência e a lisura dos demonstrativos contábeis e as informações financeiras das corporações. Para tanto, exigem uma gama de normas e padrões, tanto em nível nacional quanto internacional. Porém, tais normas são parâmetros e recomendações que nem sempre são praticados por empresas (Leal et al., 2018).

O Sistema de Previdência Complementar na modalidade fechada passou por diversas reformulações após as denúncias de corrupção envolvendo a diretoria dos principais fundos. Após esses escândalos e algumas intervenções, grandes perdas e prejuízos foram anunciados para os fundos de caráter fechado (Leal et al., 2018). A corrupção teve um papel primordial para a queda desses fundos e o prejuízo causado, mas essa corrupção teve como pano de fundo a falta de informações transparentes para uma boa Governança, que gerou uma assimetria de informação elevada. A assimetria informacional é um tema bastante desenvolvido e estudado pela literatura econômica (Akerlof, 1978). No contexto das finanças, Blankespoor et al. (2019) indicam que os custos advindos das fricções de aquisição e monitoramento das informações para incorporação na tomada de decisão podem influenciar no tipo de decisão do agente.

Portanto, é importante manter as partes interessadas nos Fundos de Pensão Fechados com igualdade de informação. Essa igualdade, de acordo com Magnani et al. (2021), acontece por meio da transparência e da disponibilidade compreensível dos dados. Por isso, é importante que se desenvolvam mecanismos que possam fazer chegar, de forma ágil e inteligível, aos interessados nos fundos, as informações contábeis necessárias para uma análise acurada da situação do fundo (Lazzaroto,

2015). Nesse sentido, a criação desse produto se mostra relevante para os *stakeholders*, pois tem como principal contribuição social a diminuição da assimetria informacional e o custo de se adquirir informações relevantes sobre as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) para tomada de decisão.

4.2 OBJETIVO

O objetivo principal desse artigo foi criar um mecanismo de acesso à informação, que pudesse melhorar a forma de disponibilidade dos dados dos Fundos de Pensões. Para o alcance desse objetivo foi proposta a criação do “EFPC em Foco”, que possibilita o acompanhamento e a disponibilização de séries históricas de um indicador de Governança Corporativa, de Indicadores Contábeis e dos dados do Balanço Patrimonial, na forma gráfica, para assim demonstrar a Saúde Financeira, a Governança e o Balanço Patrimonial de todas as EFPC do Brasil, com o período histórico de inserção de dados de 2018 a 2021, na forma de um *Dashboard, on-line* e gratuito, com o intuito de arrefecer as assimetrias informacionais entre os Fundos de Pensão Fechados e as partes interessadas, diminuindo então os custos de adquirir a informação necessária para a tomada de decisão.

Assim, este produto visou atender à necessidade de monitoramento por indicadores que, por meio da visualização e interação na forma de *Dashboard*, facilite o compartilhamento de informações de interesse entre participantes de Fundos de Pensão Fechados e Órgãos de Governança, buscando maximizar a execução do planejamento estratégico e determinar quais os rumos a serem seguidos. Demonstrar a aplicação de técnicas de *Business Intelligence (BI)*, com a utilização de um painel de controle para melhorar a qualidade da transparência, da Governança e um suporte

de decisões estratégicas, financeiras e operacionais baseadas em informações gerenciais e métricas de desempenho.

Ao disponibilizar um painel de indicadores *on-line* com análises relevantes aos *stakeholders* das EFPC, espera-se contribuir para a diminuição de custos de se adquirir informação por parte do mercado e, conseqüentemente, contribuir para a melhor tomada de decisão dos gestores dos fundos (Blankespoor et al., 2019; Blankespoor et al., 2020; Cao et al., 2020).

4.3 DISCUSSÃO TEÓRICA

A década de 1990, no Brasil, foi importante por apresentar uma elevada atenção para a estrutura de Governança. Esse período foi marcado por uma reforma administrativa no setor público, com privatizações e regulações de mercado e no setor privado, pela adoção de práticas contábeis internacionais que visavam melhorar o funcionamento e a transparência das empresas. No mesmo momento, os Fundos de Pensão Fechados passavam por mudanças em virtude de algumas privatizações e participações do setor privado na administração desses fundos. Criou-se um ambiente em que era desejada a redução da influência política nesses fundos. Diante desse cenário, foram criados leis e decretos que mantivessem a gestão desses fundos livre de intervenções políticas e de corrupção (Calloni, 2020).

De acordo com Cristóvam e Bergamini (2019), as organizações com melhores práticas de Governança possuem regras mais claras e transparentes, e tendem a criar normas geradoras de maior credibilidade. Dessa forma, a transparência e a clareza dos dados são essenciais para que as organizações sejam sólidas em seu processo de Governança. Tal processo de transparência das informações contábeis e dos indicadores financeiros, baseado em um estilo de Governança e nos Fundos de

Pensão, aos poucos foi se impondo por meio da legislação. O desenho da Governança Corporativa em Fundos de Pensão se baseia nas Leis Complementares nº 108 e nº 109, ambas de 2001. As normas processuais do funcionamento dessa Governança foram estabelecidas pela Resolução CGPC nº 13, de 2004.

Os denominados Fundos de Pensão são os ativos das Entidades Fechadas de Previdência Complementar, e eles são formados por contribuições financeiras de patrocinadores e seus participantes. A administração dos recursos dos Fundos de Pensão é feita por uma estrutura de Governança determinada pela legislação e por recomendações de órgãos públicos. Tal estrutura busca reduzir conflitos de interesses e melhorar a eficiência econômica e financeira dos Fundos de Pensão (Lima, 2015). Com base nessa legislação, os Fundos de Pensão passaram a ter uma estrutura organizacional para que fossem administrados de forma eficiente, transparente e sem influência de um grupo específico. No entanto, por mais que as Entidades Fechadas de Previdência Complementar seguissem algumas regras de Governança, não foi possível evitar a influência política dentro desses órgãos.

A ideia por trás desse processo é que com a obrigação da prestação de informações em relatórios anuais, resolver-se-ia o problema da assimetria de informação entre a gestão, os patrocinadores e os beneficiários. Conforme Almeida et al. (2017) e Calloni (2020), mesmo com a obrigatoriedade, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar ainda não disponibilizam, de forma completa, as informações necessárias sobre a situação contábil dos fundos. Por outro lado, a clareza e a objetividade dessas informações, bem como a facilidade do seu acesso, precisam ser o foco de uma Governança para os Fundos de Pensão Fechados.

Vasques (2008) atentou para essa objetividade, ao questionar a situação das informações existentes dos Fundos de Pensão, disponibilizadas em páginas da

internet, e a aderência dessas informações às normas de Governança. Os resultados do estudo revelaram que todos estes *sites* precisavam ter uma melhor acessibilidade e divulgar *on-line* documentos com informações contábeis. Portanto, é importante que os Fundos de Pensão prestem informações de fácil acesso, com diversos indicadores, que permitam ao usuário compreender de forma abrangente a situação do fundo, seja do ponto de vista financeiro ou de corrupção. A criação de um mecanismo de informação hábil e dinâmico, com informações precisas e eficientes, é urgente para a melhoria da transparência e da Governança dos Fundos de Pensão.

4.4 METODOLOGIA UTILIZADA PARA CONSTRUÇÃO DO “EFPC FOCO” PARA OS FUNDOS DE PENSÃO FECHADOS DO BRASIL

Os grandes desafios de renovação do Sistema de Previdência Complementar Fechado no Brasil estão embasados no aprimoramento da Governança, na transparência e na gestão dos Fundos de Pensão Fechados. Deve-se simplificar processos, inovar, reduzir custos e preparar-se para uma era de menores rendimentos nas aplicações de renda fixa, exigindo maior profissionalismo e Governança na gestão de investimentos. Para solucionar o problema descrito, desenvolveu-se um painel com indicadores contábeis e de *disclosure* informacional, na forma de um *dashboard*, de nomenclatura “EFPC em Foco”.

É importante indicar que esse protótipo se utilizou, para a apresentação, dos 4 principais Fundos de Pensão, mas o objetivo foi criar a base de dados para validação do conceito e posterior expansão para todas as EFPC do Brasil. Porém, é necessário um tempo para desenvolver essa coleta, principalmente pelo fato de tais informações estarem espalhadas nos *sites* das instituições de forma não padronizada, porque cada EFPC possui seu estilo e modelo de documento, e, muitas vezes, em forma de

extensos relatórios. Por esses motivos, a coleta foi feita de forma manual, sendo reportados dados de séries históricas, com base em um período histórico de 2018 a 2021, disponíveis nos *sites* e nos relatórios consolidados anuais dos órgãos fiscalizadores, das associações e dos próprios fundos.

Após a definição, extração e limpeza dos dados, a criação do painel de indicadores foi realizada por um programador terceirizado, com domínio da ferramenta BI. Nesse sentido, também há uma complexidade para atualizar, “em tempo real”, os resultados, pois depende dos cronogramas de disponibilização de relatórios anuais de cada EFPC, além do trabalho de limpeza, transformação e armazenamento dos dados. Por isso, o *dashboard* será atualizado, sempre, em até 2 semanas após a disponibilização dos relatórios anuais e dos dados contábeis.

A manutenção, inserção dos dados e divulgação para dar continuidade à viabilidade do “EFPC em foco” será realizada temporariamente pela empresa Científica – Consultoria em Análise de Dados, até o ano de 2024, conforme Apêndice A. E a divulgação anual do produto será realizada pela empresa Plug Propaganda Marketing LTDA, consoante orçamento, Apêndice B.

A intenção é financiar, temporariamente com capital próprio, a inserção de dados e a manutenção da plataforma, e também a divulgação e estratégia de marketing digital dos resultados. Isso é justificado pelo fato de ser gratuito e ter como objetivo social permitir que investidores e potenciais investidores acessem informações claras, transparentes e de livre acesso, a fim de reduzir riscos.

Contudo, após a aprovação do protótipo, existe a possibilidade, com a divulgação em mídia, da aceção pelos órgãos previdenciários como Abrapp e Previc, empresas de consultoria previdenciária e corretoras que comercializam com Fundos

de Pensão Fechados, e, assim, uma possível cobrança de um valor para ressarcir os custos no futuro.

As tecnologias utilizadas para desenvolvimento e publicidade desse produto tecnológico serão a linguagem de **programação Python** para tratamento de dados e cálculos, **Plotly Dash**, para desenvolver as visualizações, e o *dashboard*, **Heroku**, para disponibilização, em tempo real, do *dashboard*. Essa tecnologia foi escolhida estrategicamente, pois, embora seja mais complexa, dá a possibilidade de evolução para um futuro aplicativo que apresente interface e interação com o usuário, com a possibilidade de inserção de dados, gestão de bancos de dados e geração de relatórios complexos, e criação de novas abas, a depender da necessidade do setor e dos usuários.

Esse *dashboard* contará com três telas principais, a saber: Saúde Financeira, Governança e Balanço Patrimonial. O *dashboard* como um todo pode ser consultado de forma gratuita no seguinte endereço eletrônico: <https://dash-docprof-augusta.herokuapp.com>.

Em relação aos indicadores contábeis que assinalam a Saúde Financeira das EFPC, serão utilizados itens que apontem os níveis de solvência e performance financeira dos fundos. Esses indicadores estão disponíveis na figura 1 a seguir. Tais dados foram coletados das demonstrações das EFPC.

Indicador Contábil	Cálculo
Índice de Solvência Atuarial	$ISA = \frac{\text{Provisões Matemáticas}}{\text{Patrimônio de Cobertura do Plano}}$
Índice de Benefícios Concedidos	$IBC = \frac{\text{Benefícios Concedidos}}{\text{Patrimônio de Cobertura do Plano}}$
Índice de Solvência Financeira	$ISF = \frac{\text{Total do Ativo}}{\text{Total do Passivo} - \text{Equilíbrio Técnico}}$
Índice de Solvência Financeira Seca	$ISFS = \frac{\text{Atv Realizavel Invest.} - \text{Invest. Imob.} - \text{Financiamento}}{\text{Provisões Matemáticas}}$
Índice de Solvência Financeira Corrente	$ISFC = \frac{\text{Ativo Realizavel Investimentos}}{\text{Provisões Matemáticas}}$

Retorno sobre Investimentos	$RI = \frac{\text{Resultado}}{\text{Investimento}}$
-----------------------------	---

Figura 1: *Checklist* de indicadores contábeis
 Fonte: Adaptado de Corrar (2013).

Para a tela 2, tem-se os indicadores de Governança como indicador de *compliance* com as práticas de Governança, e este *dashboard* utilizará o *checklist* proposto por Nascimento et al. (2014), por se tratar de uma abordagem baseada no Guia Previc Melhores Práticas em Fundos de Pensão e no Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar, referenciado no Figura 2. O indicador de Governança dar-se-á pela soma dos itens cumpridos pelo fundo analisado, que recebe valor 0 ou 1, e depois dividido pela quantidade de itens constantes no *checklist*.

Esses dados foram coletados manualmente, visualizando cada um dos Relatórios Anuais de Informações (RAI).

Dimensão	Item
Acesso à informação	É possível obter o Relatório Anual (RA) da EFPC via internet?
	O website dispõe de manual relativo ao Código de Ética e Conduta?
	O website dispõe de apresentações ou dados que possibilitem projeções operacionais, financeiras ou demonstrativos contábeis da EFPC, para assistidos/participantes?
	O website possui informações para acesso à ouvidoria?
	O website tem informações sobre os órgãos estatutários (nomes da diretoria, conselho de administração e conselho fiscal)?
Conteúdo das informações	O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?
	O RA website ou algum outro documento contempla informações sobre a remuneração de membros dos órgãos estatutários?
	O RA website ou algum outro documento possui informações sobre controle de riscos?
	O website possui informações sobre a política de investimentos/rentabilidade e meta de rentabilidade?
	O website ou RA possui informações sobre meta e/ou avaliação atuarial adotada?

Figura 2: *Checklist* para indicador de Governança
 Fonte: Nascimento et al. (2014).

Por fim, existe a tela 3 de Balanço Patrimonial. A ideia neste caso é mostrar as contas contábeis de impactos nos resultados das EFPC, e sua dinâmica anual. No balanço, o objetivo é demonstrar os dados brutos das EFPC, para que o investidor

faça a análise do balanço de seu interesse e necessidade. Foram selecionados os seguintes dados: Ativo, Disponibilidades, Exigível Contingencial, Exigível Operacional, Passivo, Patrimônio Social, Permanente e Realizável, coletados das Demonstrações das EFPC.

The image shows a navigation header for a web application, displaying four cards for different EFPCs (Fundos de Previdência Complementar):

- PETROS:** Logo, CNPJ 34053942/0001-50, and description: "Petros é um fundo de previdência fundada pela Petrobras em 1970, com sede no Rio de Janeiro. No Brasil, foi pioneiro no mercado de previdência complementar, que provê aposentadoria complementar aos funcionários da estatal. O fundo também administra planos de previdências para outras empresas."
- POSTALIS:** Logo, CNPJ 00.627.638/0001-57, and description: "Foi criado em 1981 com o objetivo de garantir aos empregados dos Correios benefícios previdenciários complementares aos da Previdência Oficial, contribuindo para uma melhor qualidade de vida e um futuro mais tranquilo para os trabalhadores e suas famílias"
- PREVI:** Logo, CNPJ 33.754.482/0001-24, and description: "A Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil é um fundo de pensão brasileiro que gerencia a previdência complementar dos funcionários do Banco do Brasil."
- FUNCEF:** Logo, CNPJ 00.436.923/0001, and description: "Terceiro maior fundo de pensão do país, com mais de R\$ 90 bilhões em ativos e 140 mil participantes, a Fundação dos Economiários Federais (FUNCEF) é uma entidade fechada de previdência e seus participantes são empregados da CAIXA."

Each card includes a "Página Empresa" button and a set of three tabs: "Saúde Financeira", "Governança", and "Balança". The "Balança" tab is highlighted in red in each card, indicating it is the selected view.

Figura 3: Cabeçalho de navegação.

*Neste cabeçalho, pode-se escolher a EFPC a ser analisada e o grupo de indicadores. Neste exemplo, foi escolhida a Funcef, para análise de Balanço Patrimonial.

Fonte: Elaborada pela autora.

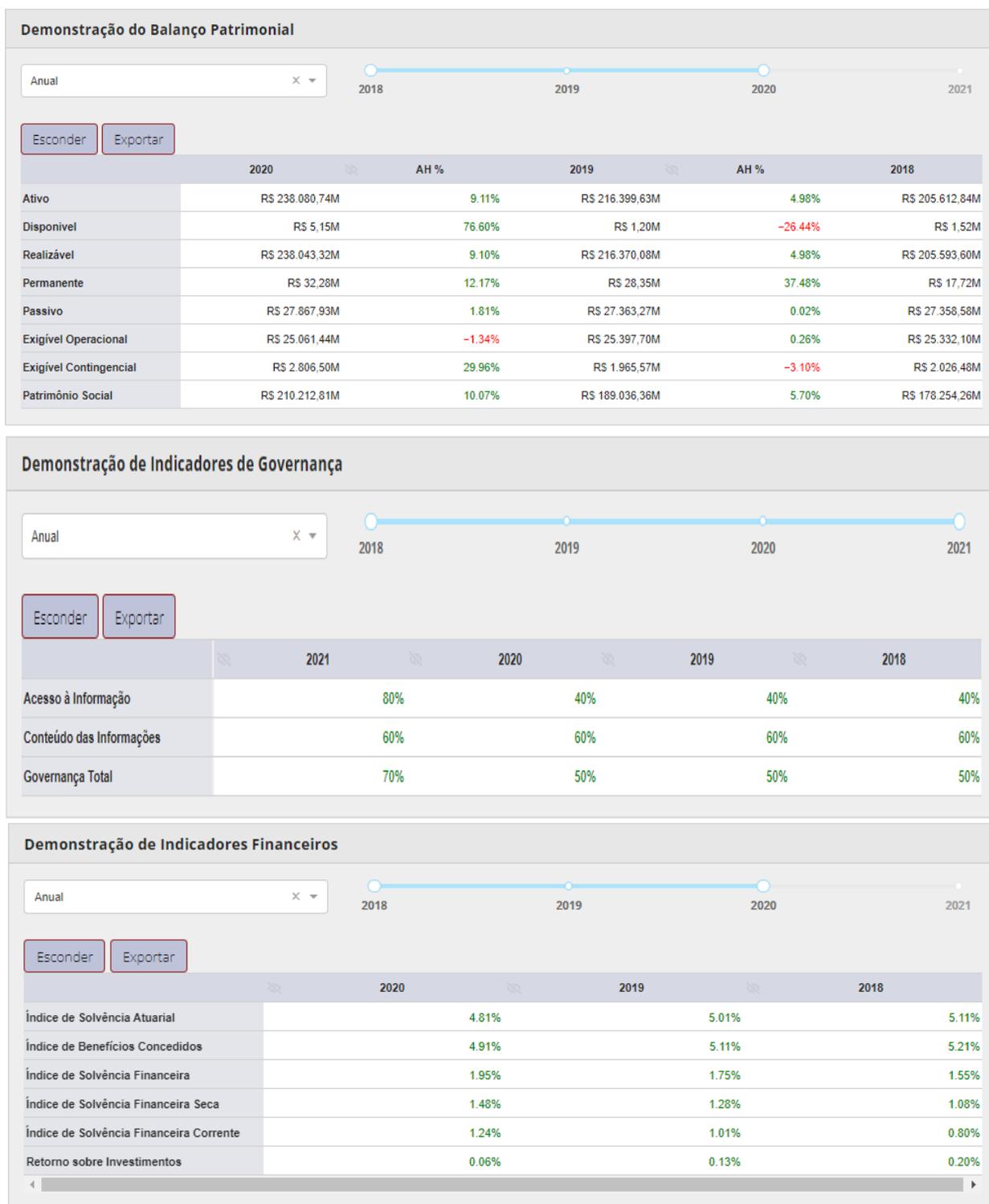


Figura 4: Tabela de Indicadores.

*Nesta tabela são reportados os indicadores de BP definidos. Pode-se exportar em *Excel* os valores analisados, e escolher o período com o qual se quer trabalhar.

Fonte: Elaborada pela autora.



Figura 5: Análise gráfica tabela de indicadores

*Nestes gráficos são reportados os resultados conforme os dados coletados.

Fonte: Elaborada pela autora.

4.5 MOTIVAÇÃO

No capítulo 2 desta tese, apresentou-se a existência da falta de transparência e de casos de corrupção envolvendo as EFPC, e indicou-se a necessidade de mecanismos de acompanhamento de resultados das EFPC.

É possível, de forma agregada, ter acesso às informações da contabilidade dos Fundos de Pensão Fechados, por meio da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), instituição que tem por composição 244 EFPC, cerca de 81% das entidades do Brasil em operação, cuja divisão ocorre em seis regionais, com gestão compartilhada através da participação na diretoria da associação (Abrapp, 2021). A associação disponibiliza, através de seu *site*, dados estatísticos e relatórios das entidades, ainda que apresentados de forma pouco compreensiva e muito técnica para se fazer análises de *compliance*.

Uma segunda fonte de informação é a Previc, órgão regulador das entidades de previdência privada na modalidade fechada. Esse órgão reporta relatórios diversos acerca das EFPC. Por exemplo, existe o Informe Estatístico Trimestral, o qual reporta informações contábeis agregadas e desagregadas, informes cadastrais e resultados para os 10 maiores fundos. A Figura 19 abaixo reporta alguns indicadores constantes no documento de Informe Estatístico para o 1º Trimestre de 2021.

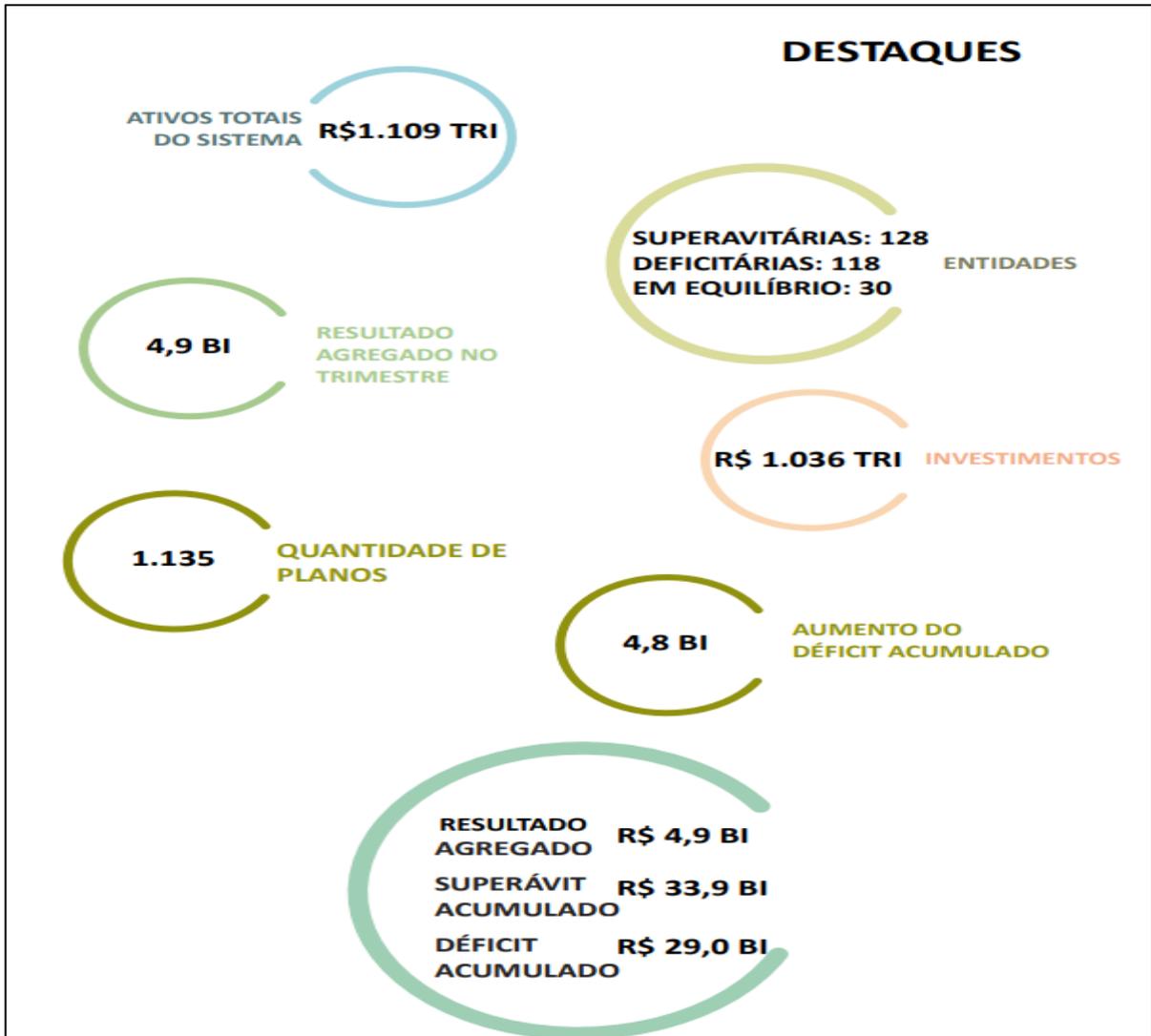


Figura 6: Indicadores de destaque de resultados de EFPC do informe estatístico trimestral 1/2021 da Previ (Página 2)

Fonte: Previ (2021).

Os dados reportados são apresentados em arquivos PDF e de difícil compreensão pelo público leigo. A coleta de dados ou a busca por indicadores específicos requer um dispêndio excessivo por parte do público. Não existe um painel de indicadores reportando os resultados e analisando os dados de forma dinâmica e de fácil acesso e compreensão. Outra possibilidade para o cotista é entrar nos *sites* das próprias EFPC, para analisar os resultados, a carteira de ativos, e outras informações pertinentes sobre o Fundos de Pensão.

Como observado, as informações disponíveis para acesso à informação sobre os dados contábeis e de aporte financeiro das EFPC são rígidas e tecnicistas. Essa modalidade de publicidade dos dados impossibilita que o público em geral consiga compreender as informações necessárias para melhor alocar seus recursos.

O trabalho de Calloni (2020) estuda amostras de informativos contábeis dos Fundos de Pensão. O estudo desses relatórios mostrou que não existe uma padronização na maneira de apresentar a informação. Não havia a intenção de tornar os indicadores compreensíveis, nem havia uma conexão entre as informações disponíveis e a educação financeira. O que mais se apresentou nesses relatórios foram termos técnicos. Concluiu-se que as informações das EFPC eram direcionadas apenas aos participantes dos Fundos de Pensão Fechados, e com pouca informação para captar novos cotistas.

Diante desse quadro, Calloni (2020) elenca como um dos princípios da Governança a transparência das informações, com ênfase para as mais relevantes, que são os resultados, as oportunidades e os riscos. Outro princípio importante é a prestação responsável de contas, embasada em boas práticas contábeis e de auditoria. Por fim, um relatório que preze pela Governança deve estar em conformidade com as normas reguladoras das instituições legais. Almeida et al. (2017), perante uma perspectiva de transparência, comparam as informações prestadas por duas EFPC: Previ e Bradesco Vida. Os relatórios anuais mostram que a Previ apresentou os dados mais completos e com maior compreensão.

Os Informes Anuais que são apresentados pelas EFPC, em particular ou de forma geral pela PREVI e pela ABRAAP, apesar das melhorias em função de novas práticas de Governança, possuem algumas falhas e são engessados. A retirada de informação exige um desgaste de tempo de busca para conseguir informações.

Mesmo que o sumário seja organizado, quem busca informação nesses relatórios se perde em notas técnicas que dificultam ainda mais a compreensão.

A tecnologia de dados e métodos de programação está avançando a passos largos e pode agregar muito às informações prestadas e ao modo como tais informações são apresentadas. Informações no formato *Business Intelligence* (BI) possibilitam uma dinâmica muito superior à dos engessados PDFs. O que motiva a criação de um painel de indicadores para apresentação de informação é a flexibilidade que ele permite a pessoas leigas na área contábil interpretar e compreender como funciona o processo contábil do Fundo de Pensão. Além de melhorar a compreensão, o sistema possibilita uma dinâmica de informações, no qual o usuário pode observar vários indicadores na mesma tela e mudar para outros indicadores com apenas um clique.

Assim, é possível afirmar que esse sistema eleva a capacidade de Governança, na medida em que amplia a gama de informações, além da melhoria na qualidade dessa informação. Dessa forma, a implementação desse aplicativo se justifica tanto pela maior compreensão dos indicadores pelo público como pelo cumprimento da Governança pelos fundos.

4.6 ADERÊNCIA

O “EPFC em Foco” proposto está em congruência com a linha de pesquisa de Contabilidade Financeira do Doutorado Profissional de Ciências Contábeis e Administração da Fucape, atentando para o fato que a ferramenta busca fornecer aos participantes, aos assistidos, aos dependentes, aos patrocinadores, à sociedade, aos gestores públicos e ao mercado financeiro, informações de fácil acesso, com uma linguagem clara e objetiva.

Os participantes e patrocinadores possuem um interesse primordial nos Fundos de Pensão, que é a complementaridade da sua aposentadoria. Para os contribuintes dos Fundos de Pensão, as informações devem ser diretas e completas no que se refere à solvência e ao retorno desse fundo (Almeida et al., 2017). De acordo com Hedlund (2021), a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) possibilita uma maior qualidade nas informações contábeis das empresas. Desta forma, as EFPC que almejam uma maior RSC devem trilhar o caminho da transparência e versatilidade de suas informações contábeis.

Portanto, a principal aderência a esse novo mecanismo de informação de indicadores contábeis vem dos participantes, dos patrocinadores e dos fundos que buscam uma maior Responsabilidade Social. Isso porque esse mecanismo vai informar, de maneira transparente e dinâmica, a saúde financeira e as perspectivas futuras desses fundos.

4.7 APLICABILIDADE

O projeto “EFPC em Foco” está destinado ao sucesso, graças à combinação de tecnologia e a uma visão comercial orientada estrategicamente. A criação de painéis é uma ferramenta crucial que fornecerá uma perspectiva sistêmica sobre as metas e os indicadores estabelecidos. O maior desafio é tornar as informações contábeis compreensíveis para a maioria dos participantes e interessados, como as empresas de consultoria previdenciária, que serão seus principais usuários. A fim de alcançar esse objetivo foram desenvolvidos painéis interativos que podem ser visualizados no *dashboard* de indicadores. O *dashboard* é composto por três telas de análise críticas: Saúde Financeira, Governança e Balanço Patrimonial, tornando-as acessíveis sem sacrificar a precisão técnica e respeitando os limites da Contabilidade

(Ain et al., 2019). A previsão de usuários, após o trabalho de divulgação por parte da Empresa Plug Ltda, é em torno de 2.712.250 participantes das EFPC, sem contar com dependentes, assistidos, futuros investidores e empresas de serviços com previdência complementar fechada.

4.8 INOVAÇÃO

O produto é de média inovação, ao considerar o contexto no qual está sendo implementado. Primeiramente, os painéis de indicadores são amplamente utilizados para a gestão e tomada de decisão (Rikhardsson & Yigitbasioglu, 2018). Entretanto, para que esses sistemas sejam implementados de forma eficiente, deve existir anteriormente um trabalho, por parte dos Órgãos Reguladores e das EFPC, na disponibilização correta desses dados (Ain et al., 2019).

Esse setor, por muitos anos passou informações de forma incompleta e sem coordenação. Elas se tornaram mais transparentes à medida que surgiu uma crise dos fundos, a partir de 2014, e foram elaboradas novas normas e medidas para ampliar a Governança nesses fundos. A crise neles demorou a ser percebida, em parte, devido à falta de transparência e ao engessamento nas informações contábeis. Por conseguinte, essa crise mostrou que quando um modelo de informação não é transparente e tecnicista, a compreensão da situação real do fundo demora a ser percebida (Calloni, 2020).

Olhando por esse prisma, a produção possui um teor médio de inovação. A originalidade do projeto está na disponibilização de informações estruturadas com possibilidade de interação e comunicação de forma clara e imediata, pois a proposta segue a tendência do mercado de utilizar ferramentas de análise de dados para

umentar o nível de transparência e conhecimento acerca do objeto estudado (Matheus et al., 2020).

Nesse sentido, a proposta traz inovação, por compilar e disponibilizar, de forma estruturada e organizada, dados sensíveis e relevantes para o acompanhamento das EFPC, mas que atualmente estão desestruturados e dispersos em diversos sítios eletrônicos e documentos, sem qualquer padronização. Ainda, a compilação e a posterior análise desses indicadores e disponibilização via internet serão uma ferramenta inovadora, já que esse tipo de acompanhamento não existe.

4.9 IMPACTO

O impacto imediato da implementação desse sistema de informações contábeis dos Fundos de Pensão é a melhora na compreensão do público interessado. Os contribuintes e patrocinadores poderão fazer previsões mais seguras e saber qual fundo possui maior solidez financeira. Outro impacto é o menor dispêndio, seja de tempo, seja monetário, na procura dessas informações, visto que será um aplicativo dinâmico e de comunicação direta.

Para as EFPC, esse sistema terá impacto na melhoria da Governança desses fundos. Com essas informações de fácil acesso e uma compreensão pelo público de forma fácil, esses fundos se adaptarão às normas de modernização no tocante às informações contábeis.

4.10 COMPLEXIDADE

Mesmo com a possibilidade de levantamento desses dados via Relatórios Anuais dos Fundos de Pensão Fechados, existe a questão da padronização. As

informações contábeis abertas ao público são diversas e possuem a estrutura de acordo com cada EFPC, e isso dificulta o cruzamento de dados (Silva & Zotes, 2020). Outra problemática é que nem todos os fundos lançam todas as informações necessárias para a melhora da transparência. Por isso, a construção de alguns índices pode ficar comprometida. Assim, as dificuldades se referem mais às informações repassadas pelas instituições e à conexão entre elas.

Produção com média complexidade, uma vez que a maior complexidade para o desenvolvimento do painel de indicadores é a agregação, a limpeza e o cruzamento de dados necessários, que se encontram dispersos em diferentes localidades, e sem padronização. Devido a tal limitação, abordamos, neste mínimo produto viável, apenas os 4 maiores Fundos de Pensão: Funcef, Previ, Postalís e Petros.

4.11 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como relatado, urge uma medida ou ação, dos órgãos competentes, que viabilize o acesso transparente e objetivo das informações contábeis das EFPC. Essa necessidade já havia sido abordada no início dos anos 2000, quando foram elaborados leis e decretos para a implantação de um processo de Governança nos Fundos de Pensão. Após escândalos de corrupção envolvendo os Fundos de Pensão Fechados em 2014, foram tomadas diversas medidas para melhorar a sua gestão. No entanto, a questão do acesso à informação continua debilitada e até um pouco blindada, visto que, apesar da exigência de práticas contábeis internacionais, muitos fundos continuam a não prestarem todas as informações.

A principal limitação para o desenvolvimento deste *Dashboard* decorre do fato de tais informações ainda serem prestadas apenas de forma arcaica, em Relatórios Anuais de Informações (RAI), no formato PDF e de difícil localização nos *sites* dessas

entidades, sem nenhum tipo de coordenação centralizada. Além disso, os fundos se limitam apenas a prestarem as informações estabelecidas em leis e normas, impossibilitando uma análise mais profunda e rápida pelos interessados. Logo, como sugere este estudo, mostra-se necessária a criação de um mecanismo de informação versátil e dinâmico, nos moldes de um aplicativo, que possibilite o acesso à informação e a indicadores de Governança e Corrupção. Esse mecanismo resolveria de imediato a facilidade na busca por informação, algo que não ocorre nos *sites*. Em segundo lugar, traria uma melhora na qualidade da informação, pois apresentaria indicadores mais sucintos e compreensíveis aos interessados.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), como instituições financeiras, é o de administrar planos de previdência complementar para quem é seu associado. São fundos cuja regulação é realizada pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc), sendo considerados um instrumento importante na complementação de rendimentos na aposentadoria.

No entanto, o setor das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) apresenta desafios relacionados à Governança, que podem afetar sua performance e segurança financeira. De acordo com a tese analisada, o baixo nível de Governança é um dos principais problemas enfrentados pelas EFPC. A falta de transparência e prestação de contas para os *stakeholders* pode levar a práticas corruptas e a má gestão dos fundos, e isso pode comprometer o futuro financeiro dos associados.

Ademais, o estudo aponta para a importância da relação existente entre o ambiente de corrupção, a Governança Corporativa e o desempenho dos Fundos de Pensão Fechados. A Governança pode ser vista como uma forma de prevenção contra práticas corruptas e de melhoria do retorno dos fundos. A implementação de políticas de Governança robustas, incluindo mecanismos de fiscalização e transparência, pode ajudar a reduzir a corrupção e melhorar o retorno financeiro das EFPC.

Por fim, a tese propôs uma solução tecnológica de painel de indicadores dinâmicos para fornecer informações mais precisas aos stakeholders. Essa solução

pode ajudar a melhorar a transparência e a eficácia das EFPC, contribuindo para a construção de uma cultura de Governança mais sólida no setor.

Em conclusão, a tese apresenta importantes contribuições para o entendimento do setor de EFPC no Brasil. A Governança é um tema crítico para o sucesso dos Fundos de Pensão, e sua falta pode levar a práticas corruptas e à má gestão financeira. A implementação de políticas de Governança robustas, juntamente com a utilização de soluções tecnológicas inovadoras, pode ser uma forma eficaz de melhorar a transparência e eficiência das EFPC, garantindo a segurança financeira dos associados, contribuindo para o desenvolvimento sustentável do Sistema Previdenciário Brasileiro.

REFERÊNCIAS

- Ain, N., Vaia, G., DeLone, W. H., & Waheed, M. (2019). Two decades of research on business intelligence system adoption, utilization and success—A systematic literature review. *Decision Support Systems*, 125,
- Akerlof, G. A. (1978). The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Uncertainty in Economics*, 235-251.
- Almeida, F. A. F., Seibert, R. M., Wbatuba, B. B. R., Salla, N. M. da C. G., & Both B. (2017). Transparência dos fundos de pensão no Brasil: um estudo exploratório. *Revista Razão Contábil e Finanças*, 8(2), 1-27.
- Alves, M. R. (2016). Fundos de pensão investigados pela PF respondem por 62,6% do rombo do sistema. *Jornal Estadão – O Estado de São Paulo*, publicado em 05/09/2016.
- Andonov, A., Hochberg, Y. V., & Rauh, J. D. (2018). Political representation and governance: Evidence from the investment decisions of public pension funds. *The Journal of Finance*, 73(5), 2041-2086.
- Araújo, T. F. F., & Angoti, L. R. M. (2019). Governança e gestão em fundos de pensão: as melhores práticas a serem implantadas. *Revista Jus Navigandi*. <https://jus.com.br/artigos/73947>.
- Arevalo, J. L. S., & Meurer, R. M. (2021). O Papel do indicador de liberdade econômica y corrupção na atração de investimento: uma abordagem para países de América do sul. *Journal of Globalization, Competitiveness and Governability*, 15(1).
- Arif, I., Khan, L., & Waqar, S. (2020). Does corruption sand or grease the wheels? A case of BRICS countries. *Global Business Review*, <https://doi.org/10.1177/0972150920927370>
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Abrapp. (2007). EFPC's 30 anos: Os desafios para o desenvolvimento do sistema. *Revista Fundos de Pensão*, p. 31-35, ago.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Abrapp (2015). *Guia de boas práticas para EFPC sob a ótica da legislação anticorrupção*. <https://www.abrapp.org.br/produto/guia-de-boas-praticas-para-efpc-sob-a-otica-da-legislacao-anticorruptao-2a-edicao/>.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Abrapp (2016). *Código de princípios éticos e de condutas para o regime fechado de previdência complementar*. <https://www.abrapp.org.br/produto/codigo-de-principios-eticos-e-de-condutas-para-o-regime-fechado-de-previdencia-complementar/>.

- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Abrapp (2017). *A condução de um programa de integridade nas Entidades Fechadas de Previdência Complementar: guia com orientações*. <https://www.abrapp.org.br/produto/a-conducao-de-um-programa-de-integridade-nas-entidades-fechadas-de-previdencia-complementar-guia-com-orientacoes/>.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Abrapp. (2020). *Consolidado estatístico de 2013 a 2020*. <https://www.abrapp.org.br/consolidado-estatistico/>.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Abrapp. (2021). *Consolidado estatístico de 2014 a 2021*. <https://www.abrapp.org.br/consolidado-estatistico/>.
- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar Abrapp - (2022). *Conheça a Abrapp*. <https://www.abrapp.org.br/a-abrapp/>.
- Banco Central do Brasil. BCB. (2017). *Resolução nº 4.595*, de 28 de agosto de 2017. Dispõe sobre a política de conformidade (compliance) das instituições financeiras.
- Bentzen, J. S. (2012). How bad is corruption? Cross-country evidence of the impact of corruption on economic prosperity. *Review of Development Economics*, 16(1), 167-184.
- Blankespoor, E., Dehaan, E., Wertz, J., & Zhu, C. (2019). Why do individual investors disregard accounting information? The roles of information awareness and acquisition costs. *Journal of Accounting Research*, 57(1), 53-84.
- Blankespoor, E., Dehaan, E., & Marinovic, I. (2020). Disclosure processing costs, investors' information choice, and equity market outcomes: A review. *Journal of Accounting and Economics*, 70(2-3), 101344.
- Boateng, A., Wang, Y., Ntim, C., & Glaister, K. W. (2021). *National culture, corporate governance and corruption: A cross-country analysis*. *International Journal of Finance & Economics*, 26(3), 3852-3874.
- Bradley, D., Pantzalis, C., & Yuan, X. (2016). The influence of political bias in state pension funds. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 69-91.
- Brasil. (2001). *Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001*. Dispõe sobre a relação entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, suas autarquias, fundações, sociedades de economia mista e outras entidades públicas e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Brasília.
- Brasil. (2001). *Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001*. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Brasília.

- Brasil. (2004). *Resolução nº14, de 01 de outubro de 2004*. Cria o Cadastro Nacional de Planos de Benefícios das Entidades Fechadas de Previdência Complementar - CNPB, dispõe sobre plano de benefícios e dá outras providências. Brasília
- Brasil. (2013). *Lei nº 12.846, de 01 de agosto de 2013. ("Lei Anticorrupção")*. Dispõe sobre a responsabilização administrativa e civil de pessoas jurídicas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira, e dá outras providências. Brasília.
- Brasil. (2018). *Resolução nº 4661, de 25 de maio de 2018*. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Brasília.
- Brown, J., Pollet, J., & Weisbenner, S. (2009). The investment behavior of state pension plans, *Working Paper*, n. 09-12, National Bureau of Economic Research.
- Caamaño, P. C. (2007). *Práticas de governança corporativa em um fundo de pensão: estudo de um caso brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Sistemas de Gestão), Universidade Federal Fluminense – UFF.
- Calloni, A. (2020). *Os efeitos da governança corporativa nos fundos de pensão: transparência e prestação de contas*. Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade de São Paulo – USP.
- Cao, S., Jiang, W., Yang, B., & Zhang, A. L. (2020). How to talk when a machine is listening: Corporate disclosure in the age of AI (No. w27950). National Bureau of Economic Research. *Review of Financial Studies*, Forthcoming <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3683802>
- Choi, J., Hecht, G. W., & Tayler, W. B. (2013). Strategy Selection, Surrogation, and Strategic Performance Measurement Systems. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 105-133.
- Conti, B. (2016). Os Fundos Brasileiros de Previdência Complementar: segmentações analíticas e estudos preliminares sobre a alocação de seus recursos. In: Dos Santos, C. H. M. (Org.). *Características Estruturais do Sistema Financeiro Brasileiro um registro da reflexão do Ipea no biênio 2014-2015*. Brasília, Ipea, 1, p. 343-374.
- Corrar, L. J. (2013). Análise do desempenho de entidades fechadas de previdência complementar: um estudo com base em indicadores contábeis. *10 Congresso USP Iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo/SP, USP.
- Cristóvam, J. S. S., & Bergamini, J. C. L. (2019). Governança corporativa na Lei das Estatais: aspectos destacados sobre transparência, gestão de riscos e compliance. *Revista de Direito Administrativo*, 278(2), 179-210.
- Dela Rama, M. (2012). Corporate governance and corruption: Ethical dilemmas of Asian business groups. *Journal of Business Ethics*, 109, 501-519.

- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689-721.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Dias, E. R., & Macêdo, J. L. M. (2006). *Nova previdência social do servidor público: de acordo com a Emenda Constitucional 47/2005*. São Paulo: Método.
- Dreher, A., & Gassebner, M. (2013). Greasing the wheels? The impact of regulations and corruption on firm entry. *Public Choice*, 155(3), 413-432.
- Falcão, G. Q., & Melo Alves, C. A. (2018). Governança Corporativa e entidades fechadas de previdência complementar no Brasil: análise baseada em recomendações da Previc. *Revista de Governança Corporativa*, 4(2), 90-117. <http://dx.doi.org/10.21434/rgc.v4i2.62>.
- Freeman, R. & Dmytriyev, S., & Phillips, R. (2021). Stakeholder Theory and the Resource-Based View of the Firm. *Journal of Management*, 47(5). <https://doi.org/10.1177/0149206321993576>
- Funcef. (2020). *Relatório Anual 2020*. <https://www.funcef.com.br/portal/menu-principal/comunicacao/funcef-publica-relatorio-anual-2020.htm>
- Funcef. (2021). *Sobre a Funcef*. <https://www.funcef.com.br/portal/menu-inferior/quem-somos.htm>
- Funchal, B., & Monte-Mor, D. S. (2016). Corporate governance and credit access in Brazil: the Sarbanes-Oxley act as a natural experiment. *Corporate Governance: An International Review*, 24(5), 528-547.
- Garcia, G. P. (2021). Indicadores de corrupção e tribunais de contas: uma revisão de literatura. *Revista Controle*, 19(2), 97-125.
- Garcia, G. P. (2022). Proposta de um indicador de corrupção no Brasil baseado em dados do Tribunal de Contas da União. *Revista da CGU*, 14(25).
- Gazeta do Povo. (2019). *O que foi a CPI dos Fundos de Pensão, relatada por Sérgio Souza?* <https://www.gazetadopovo.com.br/parana/cpi-fundos-pensao-sergio-souza-grand-bazaar/>.
- Gazeta do Povo. (2020). *Petrobras, BB, Correios, Caixa: a situação dos maiores fundos de pensão do país*. 16 fevereiro 2020. <https://www.gazetadopovo.com.br/republica/fundos-de-pensao-petrobras-bb-correios-caixa-a-situacao/>.
- Glaeser, E. L., & Saks, R. E. (2006). *Corruption in América*. *Journal of Public Economics*, 90(6-7), 1053-1072.

- Gonçalves, V. B., Antunes, L. G. R., & Prado, J. D. (2018). O Impacto da Corrupção nas atividades de Empreendedorismo dos países e seus reflexos no Crescimento e Desenvolvimento Econômico. *42 Encontro da ANPAD, EnANPAD*, Curitiba/PR, ANPAD.
- Guimarães, G., Oliveira, R. M., Silva, M. A., & Borges, R. O. (2017). *Nível de disclosure das demonstrações financeiras de entidades fechadas de previdência complementar brasileiras à luz da resolução CFC Nº 1.272/2010*. 11º Congresso da Anpcont, Belo Horizonte. <https://anpcont.org.br/pdf/2017/CUE832.pdf>
- Habibov, N., Fan, L., & Auchynnikava, A. (2019). The effects of corruption on satisfaction with local and national governments. Does corruption 'grease the wheels'?. *Europe-Asia Studies*, 71(5), 736-752.
- Hakim, D. & Walsh, M. W. (2009). In *States pension inquiry, a scandal snowballs*. *New York Times*, Apr, 18.
- Hedlund, P. R. (2021). *Influência da responsabilidade social corporativa na qualidade das informações contábeis reportadas ao usuário*. Dissertação (Mestrado), Universidade Regional do Noroeste do Estado do Rio Grande do Sul.
- Hochberg, Y. V., & Rauh, J. D. (2013). Local Overweighting and Under performance: Evidence from Limited Partner Private Equity Investments. *Review of Financial Studies*, 26(2), 403-451.
- Infomoney (2020). *Fundos de pensão: como rendem, quanto custam e quem pode investir neles*. <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundos-de-pensao-como-rendem-quanto-custam-e-quem-pode-investir-neles/>.
- International Financial Accounting Reporting. IFRS. (2002). *IAS 19*. Employee Benefits.
- International Financial Accounting Reporting. IFRS. (2002). *IAS 26*. Accounting and Reporting by Retirement Benefit Plans.
- Jardim, M. A. C. (2009). Fundos de pensão dos Estados Unidos e do Canadá e suas influências no modelo de fundo de pensão do Brasil. *Revista Espaço de Diálogo e Desconexão*.1(2),1-12.
- Johnson, N. D., LaFountain, C. L., & Yamarik, S. (2011). Corruption is bad for growth (even in the United States). *Public Choice*, 147(3), 377-393.
- Jurakulovna, J. G., & Bahodirovich, R. U. (2021). Improving the Theoretical Framework of Internal Audit in the Corporate Governance System. *Middle European Scientific Bulletin*, 19, 345-348.
- Lazzarotto, M. (2015). Governança corporativa: uma exploração de informações. *Revista UNEMAT de Contabilidade*, 4(7), 90-102.

- Leal, A. C., Romeu, G. F. Z., Pouso, G. O., Romano, G. L., & Alves, M. D. S. (2018). Os Impactos da Corrupção nos Fundos de Pensão. *Revista Brasileira de Previdência*, 9(2), 211-226.
- Lima, L.C.D., Oliveira, M. C., Ponte, V. M. R., & Rebouças, S.D. P. (2015). Práticas de governança corporativa adotadas e divulgadas pelos fundos de pensão brasileiros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27).
- Lima, F. A. P. (2019). *Práticas de governança nos regimes próprios de previdência em municípios do Nordeste*. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza.
- Lima, S. A. (2018). *Desempenho de fundos de pensão sob a ótica das boas práticas de governança corporativa e da auditoria independente*. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração.
- Liu, C., Mikesell, J., & Moldogaziev, T. T. (2021). Public Corruption and Pension Underfunding in the American States. *The American Review of Public Administration*, 51(6).
- Lund, D. S., & Pollman, E. (2021). The corporate governance machine. *Columbia Law Review*, 121.
- Maciel, D., & Costa, A. J. B. (2021). Entidades fechadas de previdência complementar: uso de critérios de governança para mitigar riscos associados aos investimentos. *Razão Contábil e Finanças*, 12(2), 1-24.
- Magnani, M., Sanfelici, D., & Muniz Filho, G. A. (2021). Os investimentos dos fundos de pensão brasileiros no mercado imobiliário comercial: uma análise do portfólio imobiliário e seu padrão territorial. *Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais*, 23, 1-24.
- Matheus, R., Janssen, M., & Maheshwari, D. (2020). Data science empowering the public: Data-driven dashboards for transparent and accountable decision-making in smart cities. *Government Information Quarterly*, 37(3), 101284.
- Meier, K. J., & Holbrook, T. M. (1992). "I seen my opportunities and I took' em:" political corruption in the American states. *The Journal of Politics*, 54(1), 135-155.
- Mendoza, R. U., Lim, R. A., & Lopez, A. O. (2015). Grease or sand in the wheels of commerce? Firm level evidence on corruption and SMEs. *Journal of International Development*, 27(4), 415-439.
- Méon, P. G., & Weill, L. (2010). Is corruption an efficient grease?. *World Development*, 38(3), 244-259.
- Nascimento, A. C. R., Frauches, P. F., Chan, B. L., & 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.

Nese, A. A. S. (2017). *Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos: evidências em fundos de pensão no Brasil*. (Tese de Doutorado), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade of São Paulo, São Paulo.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE. (1999). *Principles of Corporate Governance* [https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN\(99\)6&docLanguage=En](https://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=C/MIN(99)6&docLanguage=En).

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE. (2007). *Pensions at a Glance: Public Policies Across OECD Countries*. Paris: OECD. <https://www.oecd-ilibrary.org>.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE. (2009). *Guidelines for Pension Fund Governance*. <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/34799965.pdf>.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE. (2011). *Pensions at a Glance Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries*. Paris: OECD. <https://www.oecd-ilibrary.org/>.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE (2017). *Pensions at a Glance 2017: OECD and G20 Indicators*. Paris OECD. <https://www.oecd-ilibrary.org/>.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE. (2019) *Pensions at a Glance OECD And G20 Indicators, 2019a*. <https://www.oecd-ilibrary.org>.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE. (2019). *Funded Pension Statistics-Website, 2019b*. <https://stats.oecd.org/>.

Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico. OCDE. (2019). *Pension Markets In Focus 2019-OECD*. www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/pensionmarketsinfocus.htm.

Pagliarini, A. R. G. (2014). *Manual de práticas e recomendações aos dirigentes das entidades fechadas de previdência complementar*. São Paulo: SINDAPP.

Petros (2020). *Relatório Anual*. <https://www.previ.com.br/portal-previ/fique-por-dentro/noticias/relatorio-anual-2020-da-previ-e-publicado.htm>.

Petros. (2021). *Quem somos*. https://www.petros.com.br/PortalPetros/faces/Petros/apetros/qms?_adf.ctrl-state=158wgfqd4b_41&_afLoop=4474460373133101

Polícia Federal (2021). PF deflagra operação Amigo Germânico contra fraude em fundos de investimentos do Postalis. *Comunicação Social da Polícia Federal no DF*, publicado em 17/09/2021. <https://www.gov.br/pf/pt-br/assuntos/noticias/2021/09/pf-deflagra-operacao-amigo-germanico-contra-fraude-em-fundos-de-investimentos-do-postalis>.

Postalis. (2020). *Postalis em números*. <http://www.postalis.org.br/investimentos/postalis-em-numeros/>

Postalis. (2020). *Relatório Anual 2020*. <http://www.postalis.org.br/relatorios-anuais/>.

Preuss, S., & Königsgruber, R. (2021). How do corporate political connections influence financial reporting? A synthesis of the literature. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(1), 106802.

Previ. (2020). *Conheça a Previ*. <https://www.previ.com.br/portal-previ/a-previ/nossa-historia/>.

Previ. (2020). *Relatório anual 2020: um ano de superação*. <https://www.previ.com.br>.

Previc. (2017). Instrução no 5, de 29 de maio de 2017. Dispõe sobre o enquadramento das entidades fechadas de previdência complementar como Entidades Sistemicamente Importantes (ESI) e dá outras providências. *Diário Oficial da União*. Brasília - DF, Brasil, 66-67.

Previc. (2017). Portaria no 692 - de 6 de Julho de 2017. Regulamenta o funcionamento do Comitê Estratégico de Supervisão (COES). *Diário Oficial da União*, Brasília - DF, Brasil, 31-32.

Previc. (2019) *Relato Integrado 2019*. Brasília - DF, 2019b. <http://www.previc.gov.br/>.

Previc. (2020). Superintendência Nacional de Previdência Complementar. *Relatório de Estabilidade da Previdência Complementar*. <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidadevinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorio-de-estabilidade-da-previdencia-complementar-rep>

Previc. (2020). *Supervisão Prudencial*. <http://www.previc.gov.br/supervisao-das-entidades>.

Previc. (2021). Superintendência Nacional de Previdência Complementar. *Relatório de Estabilidade da Previdência Complementar*. <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/relatorio-de-estabilidade-da-previdencia-complementar-rep/6deg-edicao-do-relatorio-de-estabilidade-da-previdencia-complementar-rep-junho-de-2021.pdf/view>.

Previc. (2021). *Relatório Gerencial de Previdência Complementar Superintendência Nacional de Previdência Complementar*. Brasília - DF, Brasil.

- Rikhardsson, P., & Yigitbasioglu, O. (2018). Business intelligence & analytics in management accounting research: Status and future focus. *International Journal of Accounting Information Systems*, 29, 37-58.
- Rosso, V. P. (2017). *Práticas de Governança nos Regimes Próprios de Previdência em municípios do Estado do Rio Grande do Sul*. São Leopoldo, RS. Dissertação (Mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos.
- Santos, G. (2015). Regime de Previdência Complementar (RPC). Tudo que Você Precisa Saber. *JusBrasil*.
<https://geovanisantos.jusbrasil.com.br/artigos/188258592/regime-de-previdencia-complementar-rpc-tudo-que-voce-precisa-saber>
- Sievänen, R., Rita, H., & Scholtens, B. (2013). The drivers of responsible investment: The case of European pension funds. *Journal of business ethics*, 117, 137-151.
- Signor, R., Raupp, A. B., & Nascimento Gaya, A. W. do. (2022). Os velhinhos que perderam suas carteiras no shopping: estudo de caso sobre fraudes em Fundos de Pensão The oldies who lost their wallets at the mall: case study on frauds against pension systems. *Revista Brasileira de Ciências Policiais*, 13(10), 185-239.
- Silva, R. S. (2015). *Fortalecer a Governança é a Chave para Evitar Problemas nos Fundos de Pensão*. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, abril/2015 (Boletim Legislativo nº 28, de 2015). Disponível em: www.senado.leg.br/estudos.
- Silva, W. A. M., Malaquias, R. F., & Rech, I. J. (2020). Análise das variáveis que afetam o desempenho de carteira das entidades fechadas de previdência complementar brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(44), 54-70.
- Silva, J. A. S., & Zotes, L. P. (2020). Um plano de melhoria da gestão da informação na tomada de decisão do conselho deliberativo da entidade fechada de previdência complementar–EFPC. *Brazilian Journal of Development*, 6(12), 96944-96966.
- Souza, S. C. D. (2015). *As entidades fechadas de previdência complementar enquanto instrumentos de atuação do Estado na economia* (Tese de Doutorado), Universidade de São Paulo - USP.
- The Global Economy. (2021). *Pension fund assets to GDP: country rankings*. https://www.theglobaleconomy.com/rankings/pension_funds_assets/.
- Vasquez, J. G. P. (2008). *Acessibilidade nos websites e transparência informacional na perspectiva da governança corporativa dos fundos de pensão*. 2008. Dissertação (Mestrado em Engenharia e Gestão do Conhecimento) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia e Gestão do Conhecimento, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC.

- Wartchow, D. (2017). *Governança de fundos de pensão brasileiros e a rentabilidade dos respectivos investimentos*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio dos Sinos.
- Watson, S., & Hirsch, R. (2010). The link between corporate governance and corruption in New Zealand. *New Zealand Universities Law Review*, 24(1), 42.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data MIT press*. Cambridge, MA.
- Wu, X. (2005). Corporate governance and Corruption: a cross-country analysis. *Governance*, 18(2), 151-170.
- Zhang, H., Guo, L., & Hao, M. (2018). Corruption, governance, and public pension funds. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 883-919.
- Zimelis, A. (2020). Corruption research: A need for an integrated approach. *International Area Studies Review*, 23(3), 288-306.

APÊNDICE A – DECLARAÇÃO DE CONTRATAÇÃO DE SERVIÇOS



Eu, **VICTOR RANGEL DOS SANTOS RODRIGUES**, brasileiro, solteiro, empresário, brasileiro, natural de Aracruz (ES), portador do RG nº 3308434 expedida por SPTC/ES, CPF:119.635.727-77, domiciliado profissionalmente Avenida Eldes Scherrer Souza, 975, sala 1113, Edifício Centro Empresarial da Serra, Bairro: Parque Residencial Laranjeiras, cidade de Serra - Espírito Santos (ES), CEP 29165-100, representante de Científica Soluções em análise de dados LTDA, pessoa jurídica de direito privado, inscrita no CNPJ nº 36.124.604./0001-97, com sede em Avenida Eldes Scherrer Souza, 975, sala 1113, Edifício Centro Empresarial da Serra, Bairro: Parque Residencial Laranjeiras, cidade de Serra - Espírito Santos (ES), CEP 29165-100, declaro que fui contratado para desenvolver o trabalho de coleta de dados para o projeto EFPC em Foco até 2024.

Victor Rangel dos Santos Rodrigues

Aracruz (ES), 19 fevereiro 2020

Científica Soluções em análise de dados LTDA
CNPJ 36.124.604./0001-97
Av. Eldes Scherrer Souza, 975 na sala 1113, Ed: Centro Empresarial da Serra - Parque Res. Laranjeiras,
Serra - Espírito Santos/ES, CEP 29165-100

APÊNDICE B – ORÇAMENTO PARA IMPLANTAÇÃO DO PRODUTO



Cliente: Sra. Augusta Ferraz
Ref: Orçamento
Job: Divulgação Dashboard "EPFC em Foco"
Data: 07/02/2023

1. CRIAÇÃO E VEICULAÇÃO

1.1	Criação, divulgação e manutenção em mídia do Dashboard "EPFC em Foco" utilizando impulsionamento de perfil e posts de redes sociais, Google ADS e banners em portais digitais sobre fundos de pensão, durante o período de 12 meses.	R\$	9.600,00
-----	--	-----	----------

2. TOTAL DOS SERVIÇOS

R\$ 9.600,00

Novo mil e seiscentos reais

3. VALIDADE DA PROPOSTA: 30 dias

4. FORMA DE PAGAMENTO: A combinar

Aprovo e autorizo a execução do orçamento: ____/____/____

Cliente