

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

ANA DE OLIVEIRA LIMA

**O EFEITO DA INTERFERÊNCIA POLÍTICA NO
DESEMPENHO DOS FUNDOS DE PENSÃO**

**VITÓRIA
2018**

ANA DE OLIVEIRA LIMA

**O EFEITO DA INTERFERÊNCIA POLÍTICA NO
DESEMPENHO DOS FUNDOS DE PENSÃO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Dr. Fábio Yoshio Suguri Motoki

**VITÓRIA
2018**

ANA DE OLIVEIRA LIMA

**O EFEITO DA INTERFERÊNCIA POLÍTICA NO
DESEMPENHO DOS FUNDOS DE PENSÃO**

Dissertação de Mestrado apresentado ao Programa de Pós-Graduação *Stricto Sensu* em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 21 de agosto de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: FÁBIO YOSHIO SUGURI MOTOKI

(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças -
FUCAPE)

Prof. Dr.: ANDRÉ AROLDO FREITAS DE MOURA

(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças-
FUCAPE)

Prof. Dr.: DANILO SOARES MONTE-MOR

(Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças-
FUCAPE)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pelo dom da vida, por todas as oportunidades oferecidas e pelo discernimento em trilhar seu caminho.

Aos professores da FUCAPE, por terem nos proporcionado uma gama de conhecimento e pela dedicação com a turma de Brasília/DF, pelo apoio e dedicação, profissionais exemplares no meio acadêmico.

Aos colegas e amigos da turma 20161 de Brasília/DF, pessoas extraordinárias, sempre apoiando uns aos outros, incentivando nos momentos difíceis que passamos ao longo do curso.

Aos amigos e colegas da FUNCEF pelos incentivos e motivação, sempre dispostos a me ouvir, seja nos momentos de alegria, seja nos momentos difíceis, obrigada pelo apoio.

E, por fim a minha família, em especial aos meus pais (*in memoriam*), os quais sempre se orgulharam de mim e com certeza estão lá no Céu vibrando pelas minhas conquistas.

RESUMO

Esta pesquisa teve por objetivo investigar o efeito da interferência política no desempenho dos Fundos de Pensão brasileiro e, adicionalmente analisou se os aspectos da estrutura de governança corporativa têm relação com seus respectivos resultados (superávit/déficit). Especialmente para a FUNCEF (Caixa Econômica), PETROS (Petrobrás S.A) POSTALIS (Correios) e PREVI (Banco do Brasil S.A), os quais foram objetos de investigação na Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) – Fundos de Pensão (2015/2016). Foi utilizado o modelo linear de probabilidade (LPM) com informações de 97 fundos de pensão, entre os anos 2010 a 2017. Os resultados evidenciam que a influência política contribuiu negativamente para o desempenho dos fundos das estatais, apesar da tendência de terem o melhor desempenho em seus investimentos, pois são os maiores fundos de pensão em ativos financeiros. Assim, este trabalho contribuirá para a literatura, tendo como ineditismo à análise dessa interferência política no âmbito do desempenho dos fundos de pensão brasileiro.

Palavras-chave: Interferência política; Superávit; Déficit.

ABSTRACT

This study aimed to investigate the effect of political interference in the performance of Brazilian Pension Funds and additionally examined whether aspects of the structure of corporate governance have relationship with their respective results (surplus/ deficit). Especially for FUNCEF (Caixa Econômica), PETROS (Petrobrás S.A) POSTALIS (Correios) e PREVI (Banco do Brasil S.A), which were objects of investigated in the Parliamentary Inquiry Commission (CPI)-pension funds (2015/2016). We used linear probability model with 97 information from pension funds, between the years 2010 to 2017. The results show that political influence contributed negatively to the performance of the funds of the State, despite the tendency of having the best performance in their investments, because they are the largest pension funds in financial assets. Therefore, this study will contribute to the literature, having as a novelty the analysis of this political interference in the scope of the performance of Brazilian pension funds.

Keywords: Political interference; Surplus; Deficit.

LISTA DE SIGLAS

ABRAPP – Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

CFC – Conselho Federal de Contabilidade.

CNPC – Conselho Nacional de Previdência Complementar

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CPI – Comissão Parlamentar de Inquérito.

EFPC – Entidade Fechada de Previdência Complementar.

FUNCEF – Fundação dos Economiários Federais

PETROS - Fundação Petrobras de Seguridade Social

POSTALIS - Instituto de Previdência Complementar

PREVI - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

PREVIC – Superintendência Nacional de Previdência Complementar.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO 2	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 SISTEMA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRO	12
2.2 RESULTADO DOS FUNDOS DE PENSÃO ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.	
2.3 INTERFERÊNCIA POLITICA NOS FUNDOS DE PENSÃO	17
CAPÍTULO 3	20
3 METODOLOGIA	20
3.1 DESCRIÇÃO E COLETA DOS DADOS	20
CAPÍTULO 4	207
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	207
CAPÍTULO 5	32
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	32
REFERÊNCIAS	353

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

No atual momento, diversos países discutem a reforma de seus sistemas tradicionais de aposentadoria com um crescente debate da reforma da previdência social, especialmente no Brasil. Assim, infere-se que haverá uma busca maior pela previdência complementar, pois uma redução significativa nas promessas de aposentadoria pública leva a um maior interesse pela previdência privada (QUEISSER; WHITEHOUSE; WHITEFORD, 2007).

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) administram recursos financeiros de aproximadamente R\$ 804 bilhões, representando 12,8% do Produto Interno Bruto (PIB) do País. E contam com aproximadamente, 7,2 milhões de participantes, sendo (cerca de 2,5 milhões de participantes ativos; 3,9 milhões de dependentes e 752 mil aposentados), de acordo com os dados estatísticos do 4º trimestre de 2017, divulgado pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP).

Entretanto, conforme os dados divulgados pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), desde 2013, os fundos de pensão brasileiros têm apresentado consecutivos resultados deficitários. O total acumulado, em 2010, era superavitário em R\$ 48 bilhões e em 2017, deficitário em R\$ 14 bilhões, ou seja, os ganhos na aplicação de seus recursos (ativos) não foram suficientes para suportar a evolução dos compromissos com seus participantes (passivo).

Esses resultados deficitários motivaram a instauração da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) – Fundos de Pensão (2015/2016) que além dos motivos relacionados à involução da economia e do mercado brasileiro de forma geral, há, principalmente nos fundos de pensão patrocinados por empresas estatais, a suspeição de que outros motivos ou fatores, tenham impactado na geração do déficit, sobretudo em razão de fraudes, direcionamentos ou por avaliação imprópria dos riscos e dos ativos objetos de investimentos.

Esta Comissão analisou os quatro maiores fundos de pensão FUNCEF (Caixa Econômica), PETROS (Petrobrás S.A), POSTALIS (Correios) e PREVI (Banco do Brasil S.A), patrocinados por entes estatais, os quais representam 41% em ativos financeiros do segmento. E, encontrou evidências que a consequência destes resultados deficitários foi em função de uma gestão de alto risco e até temerária por parte dos administradores destas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) sob suspeita de pressões políticas e influência realizadas por grupos econômicos próximos ao Governo Federal.

Assim, esta pesquisa tem por objetivo identificar se o resultado deficitário nos principais fundos de pensão brasileiro foi em função de uma interferência política na gestão destes fundos e, adicionalmente analisar se a estrutura de governança tem contribuído para o desempenho deste segmento.

A literatura evidencia que empresas com conexões políticas apresentaram um desempenho mais baixo do que as empresas não vinculadas politicamente (FAN et al., 2007; BOUBAKRI et al.,2008).

Para Cruz et al. (2015) os investimentos e gastos públicos estaduais com saúde, educação e segurança são ineficientes, impactando negativamente na taxa de crescimento econômico.

Porém, existem estudos que demonstraram que empresas politicamente conectadas apresentaram melhores desempenho em função dos benefícios oferecidos pelo governo, como linhas de financiamento com as instituições estatais Li et al. (2008) e Claessens et al. (2008) e por meio de incentivos fiscais (WU et al., 2012).

Analisando sob o aspecto da estrutura de governança Ammann e Zingg (2010), Jackowicz e Kowalewski (2012) revelaram traços de que a governança pode estar associada com um melhor desempenho dos investimentos nos fundos de pensão.

Ademais, a Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC elaborou o Guia de Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC (2012), com o intuito de oferecer diretrizes básicas para uma gestão eficiente do patrimônio das EFPC. As quais devem seguir princípios, regras e práticas de governança, controles internos adequados ao porte e complexidade de riscos inerentes aos planos de benefícios.

Para elaboração deste estudo, foram utilizados os dados dos balancetes das Entidades do período entre 2010 a 2017, disponíveis no endereço eletrônico da PREVIC. Essa delimitação do período se justifica pela não disponibilização dos balancetes anteriores, em função da mudança no plano de contas das Entidades por meio da Resolução CGPC 28/2009, reeditada pela Resolução CNPC 08/2011, da Instrução MPS/SPC 34/2009 e da Resolução CMN 3.792/2009.

Existem vários estudos que demonstram que os efeitos da interferência política e suas conexões nas empresas podem contribuir favoravelmente ou negativamente no seus respectivos resultados. Assim, este trabalho contribuirá para a literatura, tendo como ineditismo à análise dessa interferência política no âmbito do desempenho dos fundos de pensão brasileiro.

Diante dos resultados analisados, infere-se que a interferência política contribuiu, estatisticamente, para o resultado deficitário das Fundações. As variáveis de controle relacionadas a governança corporativa não tiveram relação significativa com os resultados. Já o tamanho das entidades em valor financeiro teve uma relação positiva com o resultado superavitário, ou seja, as entidades maiores apresentaram a probabilidade de serem superavitárias em relação as entidades menores.

O trabalho está estruturado da seguinte forma: o Capítulo 2 apresenta o referencial teórico em que se baseou esta pesquisa; Capítulo 3 descreve a metodologia de pesquisa; Capítulo 4 apresenta resultados com as análises adicionais; e o Capítulo 5 a conclusão.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 SISTEMA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR BRASILEIRO

As Entidades Fechadas de Previdência Complementar são regidas pelas leis complementares 108/2001 e 109/2001. O sistema de previdência complementar é segregado em entidades abertas com fins lucrativos, operadas por bancos e seguradoras sob forma de sociedade anônima, e por entidades fechadas sem fins lucrativos, constituídas por entidades associativas na forma de fundação, conhecidas como Fundo de Pensão.

Os Fundos de Pensão têm por principal objetivo instituir e executar planos de benefícios de caráter previdenciário, assemelhados aos da Previdência Oficial do Brasil. São constituídos por empresas privadas e pelos entes estatais denominados de patrocinadores, os quais oferecem aos seus participantes, ou seja, aos empregados e associados, um plano de benefício, art. 31, LC 109/2001.

O vínculo entre o participante e o plano de benefício dá-se por meio de um contrato de adesão, o qual segundo Broeders e Chen (2013) é um contrato financeiro entre um empregador e seus funcionários com o objetivo de fornecer um rendimento de aposentadoria complementar.

Os principais tipos de planos de benefícios que os fundos de pensão podem gerenciar são planos de benefício definido (BD) e contribuição definida (CD). No plano (BD), o benefício é predeterminado pela empresa patrocinadora e a contribuição é

ajustada com base no valor do benefício. Assim, alguns riscos, como o risco de investimento e o risco de longevidade do participante do plano recai sobre empresa patrocinadora. No entanto, no plano (CD) a contribuição é um percentual predeterminado sobre a renda do participante, e o benefício depende da acumulação da contribuição e do retorno da carteira de investimentos do fundo até o momento da aposentadoria (SUN et al., 2016).

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 33 IAS 19, descreve que os planos de benefícios definidos, a entidade patrocinadora tem a obrigação de fornecer os benefícios acordado aos seus participantes, expondo-se ao risco atuarial e ao risco de investimento. Para os planos de contribuição definida, a patrocinadora paga contribuições fixas, não tendo nenhuma obrigação de pagar contribuições suplementares, se a entidade não possuir ativos suficientes para garantir seu benefício futuro.

O valor do benefício, na data da aposentadoria, em um plano (CD) depende do desempenho da carteira de investimentos durante a fase de acumulação. Assim, os fundos de pensão atuam como intermediários financeiros coletando as contribuições dos seus membros, investindo-as coletivamente para obter retorno, para devolução sob a forma de aposentadorias no fim de sua vida profissional (KLUMPES; MCCRAE, 1999). Neste caso, um fundo de pensão bem gerenciado deve fazer todos os esforços para obter receitas investindo nos mercados financeiros para garantir aos participantes uma proteção sobre o valor do seu benefício (HAN; HUNG, 2012).

2.2 RESULTADO DOS FUNDOS DE PENSÃO

O déficit ou superávit, conforme CPC 33 e IAS 19, é mensurado pela diferença entre o valor presente do passivo atuarial (reserva matemática) e o valor justo dos ativos do plano, os quais são precificados conforme regras da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A precificação do passivo atuarial de um plano de benefício deve levar em consideração, as premissas atuariais, as hipóteses biométricas, demográficas, econômicas e financeiras adequadas às características da massa de participantes e assistidos do plano de benefícios, conforme Resolução CGPC 18/2006. Isso faz com que a entidade aplique seus recursos em ativos que garantem no mínimo a rentabilidade do passivo e conseqüentemente garantir o equilíbrio do plano.

Broeders e Chen (2013) os recursos arrecadados pelos participantes e patrocinadores devem ser aplicados em ativos que rentabilizam o suficiente para garantir a evolução do passivo atuarial. Um plano de aposentadoria é totalmente equilibrado se o valor dos ativos do plano de benefícios é pelo menos igual ao valor dos passivos.

Assim, um fundo de pensão poderá ficar insolvente pelas seguintes razões: (i) cobrança de contribuições inconsistentes com os benefícios assumidos, (ii) ocorrência de mortes, entradas em invalidez e sobrevivências de participantes em discrepância com as previstas nas tábuas biométricas, (iii) aplicações em investimentos que não proporcionem rentabilidades no mínimo iguais à taxa de juros atuarial utilizada, e (iv) aplicações de recursos que não atendem às necessidades de liquidez de uma entidade (SILVA; CHAN; MARTINS, 2007).

Os recursos das EFPC podem ser aplicados em várias classes de ativos, de acordo com os limites estabelecidos pela resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) 3.792/2009. A alocação dos investimentos nessas classes de ativo é determinada pela política de investimento, que utilizam estudos de gestão de ativos e passivos e deve levar em consideração os retornos esperados a longo prazo (BIKKER; BROEDERS; DREU, 2010).

Saad e Ribeiro (2006), evidenciaram que a sistemática de gestão de recursos dos fundos de pensão brasileiro tem evoluído significativamente, e tem se tornado a maior preocupação em se fazer um gerenciamento de recursos adequados às características peculiares de cada entidade de previdência complementar.

Para Dreu e Bikker (2009) a estratégia de alocação de ativos de um fundo de pensão deve levar em consideração, o nível de disposição ao risco de acordo com as preferências dos participantes e a alocação de investimentos em diferentes classes de ativos deve ser escolhida de forma que os retornos esperados sejam maximizados, dado os passivos do fundo de pensão e sua disposição ao risco.

Nos últimos anos, os fundos de pensão veem apresentando resultados deficitários significantes, conforme demonstrado na figura 1. Observa-se que houve um desequilíbrio a partir de 2013, porém, este resultado está concentrado nos 4 (quatro) maiores fundos FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI. Em consequência destes resultados, foi instaurado a Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) – Fundos de Pensão (2015/2016) para analisar a causa destes déficits.

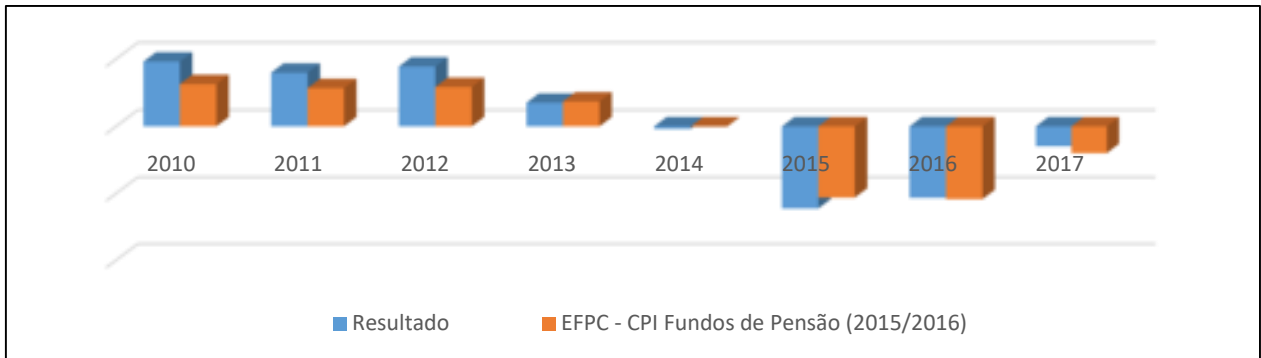


Figura 1: Resultado das EFPC

Fonte: elaborado pela autora com os dados da PREVIC.

O relatório da CPI destacou que os grandes fundos de pensão brasileiro, FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI, patrocinados por entes estatais, aplicaram seus recursos em investimentos de alto risco, de forma fraudulenta e temerária, sem observância às normas de governança. E, também, há suspeita de pressões políticas e influências efetuadas por grupos econômicos próximos ao Governo Federal, pressionando os gestores das entidades a realizar tais investimentos.

Esta apuração está sendo investigada pelos órgãos judiciários por meio da Operação Greenfield¹. Segundo o relatório da Operação estes investimentos foram feitos, em sua maioria, via Fundo de Investimento em Participações – FIP, os quais tinham por objetivo explorar o segmento de infraestrutura de óleo e gás no país. Essas aplicações foram precedidas por avaliação econômico-financeiras superestimadas, caso semelhante aos conhecidos superfaturamentos de obras públicas, a fim de justificar um pagamento a maior por parte dos Fundos de Pensão.

¹ Operação policial deflagrada pela Polícia Federal e pelo Ministério Público Federal em 5 de setembro de 2016, que investiga desvio nos fundos de pensão.

2.3 INTERFERÊNCIA POLITICA NOS FUNDOS DE PENSÃO

A influência política é o processo pelo qual o governo intervém nos processos decisórios das empresas das quais detêm participação (BREY, et al., 2013). Esta influência, entre o governo e as empresas, também pode ocorrer por meio de vínculos estabelecidos, como por exemplo, por meio do “conselho de administração” (Niessen e Ruenzi, 2010), da “alta diretoria executiva” ou pelo “CEO” (Fan, Wong e Zhang, 2007), pela “estrutura de propriedade” (Firth et al., 2009); (Chen et al., 2011), por “lobby política” (Hillman et al., 2004) e por de “contribuições para campanha eleitoral” (CLAESSENS; FEIJEN; LAEVEN, 2008).

Nos fundos de pensão a indicação do dirigente máximo do Conselho Deliberativo, que equipara-se ao Conselho de Administração, é de competência dos patrocinadores das EFPC, que terá além do seu próprio voto, o voto de qualidade, conforme artigo 9 da LC 108/01. Assim, pode-se dizer que a influência do governo ocorre por meio do Conselho de Administração e pela Alta Diretoria Executiva, que segundo Lazzarini (2011, p.35) afirma que o governo atua fortemente nos fundos de pensões:

A influência do governo se observa, indiretamente, pela ascendente centralidade dos fundos de pensão de estatais. A diretoria desses fundos é, em geral, composta por representantes eleitos dos funcionários (contribuintes) e executivos indicados pelas empresas patrocinadoras (estatais). Como o alto escalão das estatais normalmente envolve “pessoas de confiança” leia-se (integrantes da coalizão política reinante), o canal de influência do governo sobre os fundos de pensão é facilmente estabelecido.

Para Jackowicz e Kowalewski (2012) a seleção dos membros do Conselho de Supervisão é importante fator de governança, e que os fundos de pensão com conselhos de supervisão constituídos por membros independentes demonstraram melhor retorno dos seus ativos. A governança dos fundos de pensão não deve apenas visar aumento da

criação de valor e desempenho, tem outros objetivos importantes como, por exemplo, a segurança da renda de aposentadoria, a mitigação de riscos operacionais e de reputação (AMMANN; ZINGG, 2010).

Portanto, existem certas circunstâncias que estas conexões políticas contribuem de forma favorável para o desempenho das firmas, que segundo Li et al, (2008) as empresas politicamente conectadas tem maior facilidade na obtenção de empréstimos e financiamentos nos bancos ou nas instituições estatais. Para Claessens et al, (2008) as empresas que participam do financiamento eleitoral também obtém acesso preferencial às linhas de financiamentos juntos as entidades estatais.

Wu et al, (2012) encontraram evidências que as empresas privadas sob laços políticos tem melhor acesso aos benefícios fiscais concedidos pelo governo e, conseqüentemente essas benesses refletem positivamente nos seus resultados.

Porém, existem outra linha de pesquisas que encontraram efeitos contrários, quando avaliaram o desempenho das empresas com conexões políticas em relação as demais, Boubakri et al.(2008) demonstraram que as empresas não vinculadas politicamente apresentam maior retorno, posto que as empresas públicas são ineficientes porque, em sua maioria, atendem aos objetivos dos políticos. Para Fan et al. (2007) as empresas de capital aberto na China com CEOs relacionados com o governo, apresentaram pior desempenho quando comparadas com as demais, supõem-se que deve ser em razão da baixa qualificação profissional destes dirigentes nomeados pelo governo.

Para Chen et al. (2011) a intervenção do governo distorce o comportamento de decisões de investimento das empresas e que este está propenso a extrair recursos dessas firmas para atender às suas metas sociais e políticas, contribuindo negativamente no desempenho destes investimentos.

Cruz et al. (2015) encontraram evidências de que os investimentos e gastos públicos estaduais com saúde, educação e segurança são ineficientes, impactando negativamente na taxa de crescimento econômico do país.

Portanto, a partir dos estudos apresentados, nos quais encontramos duas vertentes na literatura: a primeira demonstra o melhor desempenho nas empresas sob influência política e a segunda evidencia que esta conexão tem contribuído negativamente no resultado das instituições analisadas. Assim, esta pesquisa tem por objetivo analisar se o efeito da interferência política relacionada aos Fundos de Pensão brasileiro contribuiu negativamente nos seus respectivos resultados testando a seguinte hipótese:

H1: A interferência política nos Fundos de Pensão contribuiu para os resultados deficitários das Entidades, conforme demonstrado na CPI - Fundos de Pensão (2015/2016).

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 DESCRIÇÃO E COLETA DOS DADOS

Para o desenvolvimento desta pesquisa foram considerados os 97 maiores fundos de pensão fechados do Brasil, do total de 299 fundos, no período de 2010 a 2017. Esta delimitação da amostra se justifica pelo fato de que estes fundos representam 91% dos ativos totais do segmento, conforme posição dezembro de 2017.

A obtenção dos dados foi efetuada por meio de pesquisa documental nos endereços eletrônicos da Superintendência Nacional da Previdência Complementar – PREVIC, da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP e dos próprios fundos de pensão.

3.1.1 Modelo Estatístico

Foi utilizado o modelo estatístico proposto por Jackowicz e Kowalewski (2012), com algumas adaptações. O modelo recebeu a adição de variáveis para interferência política, tipo de patrocínio, e a relação do quantitativo de participantes ativos *versus* assistidos e as variáveis Ibovespa e Selic. O modelo utilizado foi linear de probabilidade (LPM) de acordo com Jiménez et al, (2012), com a variável dependente binária assumindo valor de 1 para *superávit* ou 0 para *déficit*, Segue Equação 1.

$$Superávit_{it} = \beta_0 + \beta_1 Interf_Política_i + \beta_2 Patr.\ Est.(ex.I.P)_i + \beta_3 Público_{it} + \beta_4 Ln_ativo_{it} + \beta_5 Big4_{it} +$$

$$\beta_6 Ceo_masc_{it} + \beta_7 Repr_cons_{it} + \beta_8 Cons_remun_{it} + \beta_9 Prop_ativo_{it} + \beta_{10} Ibov_{it} + \beta_{11} Selic_{it} + \epsilon_{it}$$

(1)

Em que:

Superávit - Corresponde ao resultado do exercício de cada entidade *i* no ano *t*, será composto por identificação binária, 1 (um) para *superávit* e 0 (zero) para *déficit*;

Interf.política – Corresponde aos 4 fundos de pensão investigados na CPI dos Fundos de Pensão (FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI).

Patr. Est.(ex.I.P) - Corresponde todos os fundos de pensão com patrocínio público, desconsiderando (FUNCEF, PETROS, PREVI e POSTALIS).

Público - Variável binária sendo 1 (um), para entidades patrocinadas por entes estatais e 0 (zero) para patrocínio privado, por entidade *i* no ano *t*.

Ln_ativo-logaritmo natural do total de ativos financeiros do fundo por entidade *i* no ano *t*.

Big4 - variável binária que assume valor igual a 1 (um) quando o fundo foi auditado por uma Big4 e 0(zero) caso contrário, por entidade *i* no ano *t*.

Ceo_masc - representa o gênero do dirigente máximo da entidade, sendo 1 (um) para o gênero masculino e 0 (zero) para o gênero feminino, por entidade *i* no ano *t*.

Repr_cons - variável binária que assume valor igual a 1 se a participação dos participantes no conselho deliberativo da entidade for igual ou superior a 50%, e zero em caso contrário, por entidade *i* no ano *t*.

Cons_remunerado - variável binária que assume valor igual a 1 se o conselho

deliberativo for remunerado, e zero em caso contrário, por entidade i no ano t .

Prop_ativo – representa a proporção de participantes ativos com o total de participantes (ativos e aposentados), por entidade i no ano t .

Ibov – representa rendimento mensal médio do Ibovespa no ano t .

Selic - representa rendimento mensal médio da Selic no ano t .

ε - Termo de erro da regressão.

3.1.2 Variável dependente

Para elaboração desta pesquisa, foi designada como variável dependente o resultado das EFPC (superávit/déficit). Estes dados foram extraídos dos balancetes contábeis, compreendendo o período de 2010 a 2017.

Essa restrição do período deve-se a mudança no plano de contas contábil das Entidades trazida pela Instrução SPC 34/2009 e pela Resolução CNPC 8/2011, motivo pelo qual a PREVIC não disponibilizou os balancetes dos anos anteriores.

Foram utilizados os valores registrados na rubrica contábil 3.8, conforme Instrução PREVIC 34/2009 e Resolução CNPC 08/2011, descritas no Quadro 01:

Apuração do resultado	
Conta Contábil	3.8.0.0.00.00.00
Descrição	Gestão Previdencial / Superávit/Déficit Técnico
Função	Registrar a apuração do superávit ou déficit do período
Funcionamento	Debitada: Pela formação de superávit técnico;
	Creditada: Pela formação de déficit técnico;

Quadro 1: Apuração do resultado do Exercício

Fonte: Elaborado pela autora de acordo com a Instrução Previc 34/2009.

3.1.3 Variável de interesse

Essa variável procura testar a hipótese H1, a qual tem por objetivo verificar se a interferência política nos fundos de pensão investigados na Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) - Fundos de Pensão (2015/2016) contribuíram para o resultado deficitário destes fundos, apresentado no quadro 2.

Hipótese	Variável	Descrição
H1	<i>Interf_política</i>	Representa os quatro fundos de Pensão FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI investigados na CPI - Fundos de Pensão (2015/2016). Segundo a CPI, os resultados deficitários destes fundos estão relacionados com uma gestão deficientes dos recursos dos Fundos, investindo-os de forma temerária sob influência política e de gestores públicos.
	<i>Patrocinador estatal (ex. I.P.)</i>	Contém apenas os fundos de pensão com patrocínio público, desconsiderando (FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI), com o objeto de testar a aderência da influência política nos demais fundos.

Quadro 2: Variável independente
Fonte: Elaborado pela autora.

3.1.4 Variáveis de controle

As variáveis de controle estão relacionadas com as características inerentes a governança corporativa, ao quantitativo de participantes e ao tamanho dos fundos, considerando o montante em ativos financeiros, descritos no quadro 3.

Variável	Descrição	Referência
Público	Em um fundo de Pensão existe o Patrocinador, que é a Empresa ou ente Estatal, os quais oferecem aos seus funcionários/servidores a opção de aderirem a um plano de benefício. A segregação por tipo de patrocínio foi feita de acordo com o Relatório de Cadastro das EFPC, disponíveis no endereço eletrônico da PREVIC. Do total da amostra de 97 fundos, 60 fundos possuem patrocínios privados e 37 públicos. As entidades de patrocínio público apresentaram um custo administrativo superior às de patrocínio privado.	Pereira et al. (2013)

Variável	Descrição	Referência
Ln (Ativo Total)	É valor do ativo total de cada entidade. Esta informação foi obtida nos balancetes contábeis, valor registrado na rubrica contábil 1 – Ativo Total. Os fundos menores tendem a escolher estratégias de investimento em classes de ativos com menor risco e conseqüentemente, menor retorno.	Dreu e Bikker, (2009)
Big4	Compreende as 4 maiores empresas de auditoria: Deloitte, Enerst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers. Estas informações foram obtidas por meio do Relatório Anual (RA), divulgado no endereço eletrônico dos Fundos de Pensão o qual consta o nome da firma de auditoria que auditou o fundo naquele ano. Os fundos de investimentos auditados por umas das big4 apresentaram menor risco.	Funchal, Lourenço e Motoki, (2016)
Ceo_masc	Estas informações foram obtidas por meio do Relatório de Cadastro de Gestores dos Fundos de Pensão, disponibilizados no endereço eletrônico da PREVIC. Gestores do gênero feminino não tem relação com o desempenho nos fundos de pensão na Polônia.	Jackowicz e Kowalewski, (2012)
Repr_cons	Esta variável foi estudada com o intuito de certificar o percentual de participação dos representantes dos participantes no Conselho Deliberativo dos Fundos de Pensão. Estas informações foram obtidas no Estatuto dos Fundos disponíveis nos seus respectivos endereços eletrônicos.	Jackowicz e Kowalewski, (2012)
Cons_remunerado	De acordo com o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC (IBGC, 2015), os conselheiros devem ser remunerados, levando em consideração aos riscos da atividade. Estas informações foram obtidas nos Estatutos das Fundações, disponíveis nos seus respectivos endereços eletrônicos. Em alguns Estatutos dizem que poderá ser remunerado, para estes casos, foram certificados se existiam registros de despesas com conselheiros nos balancetes contábeis destes fundos. Os fundos de pensão na Suíça em que os membros do conselho de administração são remunerados apresentaram melhor desempenho.	Ammann e Zingg, (2010)
Prop_ativo	Esta variável demonstra a proporção entre o quantitativo dos participantes ativos dividido pelo total de participantes (ativos e aposentados). Estes dados foram coletados dos relatórios “Consolidado Estatístico” publicados no endereço eletrônico da ABRAPP, no período de 2010 a 2017. Os fundos de pensão holandeses com participantes mais jovens tem exposição em	Bikker et al. (2012)

Variável	Descrição	Referência
	ativos mais arriscados e conseqüentemente com maiores retornos.	
Ibovespa	É o mais importante indicador do desempenho das cotações das ações negociadas na B3.	Lima et al. (2009)
Selic	É a taxa de financiamento no mercado interbancário que possuem lastro em títulos públicos federais.	Soares e Galdi (2011)

Quadro 3: Variáveis de controle

Fonte: Elaborado pela autora.

O propósito desta pesquisa está no coeficiente β_1 e β_2 . A interpretação do sinal destes coeficientes é feita da seguinte forma, se for negativo, significa que a interferência política diminui a probabilidade de superávit e se positivo, implica dizer que a interferência política aumenta a chance de um resultado superavitário.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os resultados desta pesquisa estão demonstrados nas seguintes tabelas: Tabela 1 apresenta a estatística descritiva, Tabela 2 os coeficientes de correlação de *Pearson* entre os pares de variáveis, na Tabela 3, os resultados do modelo linear de probabilidade (LPM) com a variável dependente binária, utilizado quando a variável dependente assume valores binário, neste caso, se os fundos de pensão estão superavitários ou não. A amostra total contempla 531 observações entre os anos 2010 a 2017.

TABELA 1: ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

	Média	DP	Min	P1	P25	P50	P75	P99	Máx
Superávit	0.5141	0.5003	0.0000	0.0000	0.0000	10.000	10.000	10.000	10.000
Público	0.4576	0.4987	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	10.000	10.000	10.000
Patrocinador estatal (ex. I.P.)	0.4087	0.4921	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	10.000	10.000	10.000
Interf_ politica	0.0490	0.2160	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	10.000	10.000
Ln_ ativo	217.143	11.158	193.228	200.411	209.057	215.230	222.346	257.737	258.654
Big4	0.4821	0.5002	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	10.000	10.000	10.000
Ceo_ masc	0.9002	0.3000	0.0000	0.0000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Repr_cons	0.4934	0.5004	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	10.000	10.000	10.000
Cons_remunerado	0.4953	0.5004	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	10.000	10.000	10.000
Prop_ ativo	0.6404	0.2449	0.0605	0.0698	0.4650	0.6802	0.8376	0.9998	10.000
Ibovespa	-0.1334	14.156	-16.512	-16.512	-13.942	-0.2458	0.5953	27.767	27.767
Selic	0.8653	0.1573	0.6607	0.6607	0.6816	0.8662	10.436	10.993	10.993
Obs.	531								

A tabela acima apresenta as estatísticas descritivas da amostra, 97 fundos de pensão brasileiro. DP é desvio-padrão, Mín é o valor mínimo, P1, P25, P50, P75 e P99 são os percentis 1, 25, 50, 75, e 99, respectivamente. Máx é o valor máximo. **Superávit** = Resultado superavitário do fundo de pensão i no ano t . Esta variável assume 1 (um) se houve superávit e 0 (zero) se houve déficit; **Público** = variável explicativa que assume 1 (um) quando o fundo de pensão for patrocinado por entes públicos e 0 (zero) se for patrocinado por empresas privadas; **Patrocinador estatal (ex. I.P.)** = representa apenas os fundos de pensão de patrocínio público, desconsiderado (FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI); **Interf_ política** = representa os fundos de Pensão Investigados na CPI - Fundos de Pensão (FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI); **Ln_ ativo** = Logaritmo natural dos ativos totais (patrimônio) dos fundos de pensão i no ano t ; **Big4** = variável explicativa que assume valor igual a 1 (um) quando o fundo foi auditado por uma *Big Four* e 0 (zero) caso contrário; **Ceo_ masc** = representa o gênero do dirigente máximo da entidade, sendo 1 (um) para o gênero masculino e 0 (zero) para o gênero feminino, por entidade i no ano t . **Repr_cons** = *dummy* explicativa que assume valor igual a 1 se a participação dos associados no conselho for acima de 50%, e zero em caso contrário; **Cons_remunerado** = *dummy* explicativa que é igual a 1 se o conselho deliberativo for remunerado, e zero em caso contrário; **Prop_ ativo** = é a relação entre o quantitativo de participantes ativos com o total de participantes, incluindo os ativos e aposentados, dos fundos de pensão i no ano t ; **Ibovespa** = rendimento mensal médio do Ibovespa no período; **Selic** = rendimento mensal médio da Selic no período.

TABELA 2: MATRIZ DE CORRELAÇÃO

	Superávit	Público	Patrocinador estatal (ex. I.P.)	Interf_ política	Ln (ativo Total)	Big4	Ceo_ masc	Repr_ cons	Cons_ remunerado	Prop_ ativo	Ibovespa	Selic
Superávit	10.000											
Público	-0.1356 ***	10.000										
Patrocinador estatal (ex. I.P.)	-0.0886 **	0.9050 ***	10.000									
Interf_ política	-0.1112 **	0.2470 ***	-0.1886 ***	10.000								
Ln (ativo total)	0.0012	0.2333 ***	-0.0311	0.6095 ***	10.000							
Big4	0.0632	-0.4097 ***	-0.4494 ***	0.0780 *	0.1968 ***	10.000						
Ceo_ masc	-0.0346	0.0663	0.0340	0.0756 *	0.0714	0.0069	10.000					
Repr_ cons	-0.0806 *	0.7720 ***	0.7351 ***	0.1077 **	0.1874 ***	-0.2587 ***	0.0145	10.000				
Cons_ remunerado	-0.1147 ***	0.5643 ***	0.4714 ***	0.2291 ***	0.1457 ***	-0.3980 ***	-0.0220	0.4312 ***	10.000			
Prop_ ativo	0.0248	-0.2358 ***	-0.2463 ***	0.0168	-0.2760 ***	0.1652 ***	0.0936 **	-0.3187 ***	-0.3579 ***	10.000		
Ibovespa	0.2707 ***	-0.0153	-0.0096	-0.0135	0.0551	0.0437	-0.0608	-0.0119	0.0035	0.0058	10.000	
Selic	0.0993 **	-0.0205	-0.0101	-0.0243	0.0841 *	0.0512	-0.0584	-0.0109	-0.0048	0.0002	0.3211 ***	10.000

Fonte: Elaborada pela autora

Nota: *, **, *** Significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Demonstra os pares de correlação das variáveis delimitadas neste estudo. O coeficiente de correlação admi valores entre -1 e +1, que mede a força de associação linear entre duas variáveis, valores próximos de menos um (-1) indica correlação negativa e próximo de mais um (+1) indica correlação positiva. Os resultados da Matriz de Correlação para as variáveis: **Superávit** = Resultado superavitário do fundo de pensão i no ano t. Esta variável assume 1 (um) se houve superávit e 0 (zero) se houve déficit; **Público** = variável explicativa que assume 1 (um) quando o fundo de pensão for patrocinado por entes públicos e 0 (zero) se for patrocinado por empresas privadas; **Patrocinador estatal (ex. I.P.)** = representa apenas os fundos de pensão de patrocínio público, desconsiderado (FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI); **Interf_ política** = representa os fundos de Pensão Investigados na CPI - Fundos de Pensão (FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI); **Ln (ativo total)** = Logaritmo natural dos ativos totais (patrimônio) dos fundos de pensão i no ano t; **Big4** = variável explicativa que assume valor igual a 1 (um) quando o fundo foi auditado por uma Big

Four e 0 (zero) caso contrário; **Ceo_masc** = representa o gênero do dirigente máximo da entidade, sendo 1 (um) para o gênero masculino e 0 (zero) para o gênero feminino, por entidade *i* no ano *t*. **Repr_cons** = *dummy* explicativa que assume valor igual a 1 se a participação dos associados no conselho for acima de 50%, e zero em caso contrário; **Cons_remunerado** = *dummy* explicativa que é igual a 1 se o conselho deliberativo for remunerado, e zero em caso contrário; **Prop_ativo** = é a relação entre o quantitativo de participantes ativos com o total de participantes, incluindo os ativos e aposentados, dos fundos de pensão *i* no ano *t*; **Ibovespa** = rendimento mensal médio do Ibovespa no período; **Selic** = rendimento mensal médio da Selic no período.

A matriz de correlação acima permite, intuitivamente, analisar a existência de multicolinearidade entre as variáveis estudadas. Embora, não exista nenhuma linha clara que defina o ponto em que determinado nível de correlação é considerado excessivo, portanto, é razoável assumir que não há problema de multicolinearidade.

TABELA 3: ESTIMATIVAS DO MODELO

	(1) Superávit	(2) Superávit	(3) Superávit	(4) Superávit
Patrocinador				
Público	1.613 (1.64)	7.814* (1.70)		
Público "x" ln (Ativo total)	-0.081* (-1.88)	-0.390* (-1.93)		
Patrocinador estatal (ex. I.P.)				
Público			-0.115 (-0.10)	-0.009 (-0.00)
Público "x" ln(Ativo total)			-0.001 (-0.02)	-0.028 (-0.11)
Interf. política			-0.485*** (-3.11)	-2.356*** (-3.00)
Característica do fundo				
Ln (Ativo total)	0.070** (2.28)	0.340** (2.25)	0.062** (2.06)	0.306** (2.05)
Biq4	-0.024 (-0.46)	-0.115 (-0.47)	-0.025 (-0.46)	-0.123 (-0.50)
Geo Masc	-0.046 (-0.70)	-0.223 (-0.71)	-0.040 (-0.60)	-0.194 (-0.62)
Repr. cons	0.027 (0.24)	0.126 (0.23)	0.038 (0.35)	0.169 (0.32)
Cons. remunerado	-0.057 (-1.13)	-0.265 (-1.15)	-0.040 (-0.73)	-0.186 (-0.76)
Prop.ativo	0.030 (0.24)	0.145 (0.25)	0.076 (0.60)	0.353 (0.60)

	(1) Superávit	(2) Superávit	(3) Superávit	(4) Superávit
Macroeconomia				
lbovespa	0.068*** (3.49)	0.301*** (3.44)	0.069*** (3.51)	0.303*** (3.45)
SELIC	-0.158 (-0.61)	-0.626 (-0.58)	-0.211 (-0.79)	-0.885 (-0.77)
Constant	-0.702 (-1.03)	-6.010* (-1.83)	-0.529 (-0.77)	-5.223 (-1.59)

Notas: A tabela apresenta estimativas do modelo linear de probabilidade (LPM) com *dummies* de ano (efeitos fixos de tempo) e erros-padrão clusterizados por fundo, com dados de 97 fundos de pensão, do período de 2010 a 2017. A variável dependente é **Superávit** = Resultado superavitário do fundo de pensão *i* no ano *t*. Esta variável assume 1 (um) se houve superávit e 0 (zero) se houve déficit; **Público** = variável explicativa que assume 1 (um) quando o fundo de pensão for patrocinado por entes públicos e 0 (zero) se for patrocinado por empresas privadas; **Patrocinador estatal (ex. I.P.)** = representa apenas os fundos de pensão de patrocínio público, desconsiderado (FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI); **Interf_politica** = representa os fundos de Pensão Investigados na CPI - Fundos de Pensão (FUNCEF, PETROS, POSTALIS e PREVI); **Ln (ativo total)** = Logaritmo natural dos ativos totais (patrimônio) dos fundos de pensão *i* no ano *t*; **Big4** = variável explicativa que assume valor igual a 1 (um) quando o fundo foi auditado por uma *Big Four* e 0 (zero) caso contrário; **Ceo_masc** = representa o gênero do dirigente máximo da entidade, sendo 1 (um) para o gênero masculino e 0 (zero) para o gênero feminino, por entidade *i* no ano *t*. **Repr_cons** = *dummy* explicativa que assume valor igual a 1 se a participação dos associados no conselho for acima de 50%, e zero em caso contrário; **Cons_remunerado** = *dummy* explicativa que é igual a 1 se o conselho deliberativo for remunerado, e zero em caso contrário; **Prop_ativo** = é a relação entre o quantitativo de participantes ativos com o total de participantes, incluindo os ativos e aposentados, dos fundos de pensão *i* no ano *t*; **lbovespa** = rendimento mensal médio do lbovespa no período; **Selic** = rendimento mensal médio da Selic no período.

O resultado das estimativas do modelo (1) demonstrou que pelo fato do fundo de pensão ter patrocínio público não teve nenhuma relação com o superávit. Já no modelo (2) teve uma relação significativa e positiva, isso indica que os fundos com patrocínio estatal tende a serem superavitários. Analisando a interação da variável “Público” com a variável Ln (ativo total) infere-se que os fundos públicos maiores tendem a serem deficitários.

Porém, analisando a variável “interferência política” nos modelos (3) e (4), os resultados tornaram-se significantes e negativos, ou seja, observando o modelo (3) o resultado indica uma probabilidade de não ser superavitário em 48,5%. Isso implica dizer que a hipótese H1 desta pesquisa é estatisticamente aceitável, evidenciando que a interferência política contribuiu para os resultados deficitários das Entidades FUNCEF, PETROS POSTALIS e PREVI, investigadas na CPI - Fundos de Pensão (2015/2016). Em consonância com a literatura Fan et al. (2007), Boubakri et al. (2008), Chen et al. (2011) e Cruz et al. (2015) os quais evidenciaram ineficiência na gestão pública e que empresas com conexões políticas apresentaram um desempenho mais baixo do que as empresas não vinculadas politicamente.

Para a variável Ln_ (ativo total) o resultado foi significativo e positivo em todos os modelos, ou seja, os fundos maiores em ativos financeiros, tem a probabilidade de serem superavitários em relação aos fundos menores. Este resultado está em conformidade com os achados de Dreu e Bikker (2009) os quais encontram evidências que os maiores fundos de pensão em ativos financeiros, na Holanda, demonstraram melhor desempenho em relação aos fundos menores, tendo em vista que os fundos menores tendem escolher

estratégias de investimento em classes de ativos menos complexos com menor risco e menor retorno. As demais variáveis do modelo não foram estatisticamente significantes.

A variável Ibovespa também foi significativa e positivo em todos modelos, demonstrando que os ganhos no mercado financeiro impacta favoravelmente no resultado superavitários das fundações. As demais variáveis do modelo não apresentaram relação estatisticamente significantes.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi analisar se a interferência política nos principais Fundos de Pensão fechado brasileiro, investigados na CPI – Fundos de Pensão (2015/2016) contribuiu para os resultados deficitários dos respectivos fundos, no período entre 2010 a 2017. Os resultados sinalizaram que a interferência política contribuiu para os resultados deficitários, corroborando com os achados Fan et al. (2007), Boubakri et al. (2008), Chen et al. (2011) e Cruz et al. (2015) sobre a ineficiência da gestão pública.

Além disso, sinaliza que os maiores fundos de pensão em ativos financeiros possuem a probabilidade de serem superavitários, em consonância com Dreu e Bikker (2009), os quais encontraram indícios que os maiores fundos em ativos financeiros possuem a probabilidade de serem superavitários, tendo em vista que suas estratégias de alocação de ativos são mais sofisticadas.

As limitações desta pesquisa estão relacionadas como, por exemplo, sobre a adequação das premissas e hipótese atuarias utilizadas para cálculo do passivo atuarial, as quais são analisadas para os estudos de ALM – *Asset and Liability Management*, que são modelos estocásticos de mensuração de risco do ativo e do passivo de cada plano de benefício (HE; LIANG, 2012).

Por isso, para pesquisas futuras seria interessante analisar o desempenho dos fundos de pensão, considerando as características do passivo atuarial,

principalmente se a taxa de juros atribuídas na sua precificação conforme determina a Resolução CGPC 18/2006, estaria adequada com as taxas de investimentos encontradas no mercado.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (ABRAPP). **Consolidado estatístico**, dez. 2017. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%20C3%ADstico_12_2017.pdf>. Acesso em: 04 mai. 2018.

AMMANN, M.; ZINGG, A. Performance and governance of Swiss pension funds. **Journal of Pension Economics and Finance**, v. 9 n. 1, p. 95-128, 2010.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; SAFFAR, W. Political connections of newly privatized firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 654-673, 2008.

BIKKER, J.A.; BROEDERS, D.W.G.A.; DREU, J. Stock Market Performance and Pension Fund Investment Policy: Rebalancing, Free Float, or Market Timing?. **International Journal of Central Banking**, v. 6, n. 2, 2010.

_____.; _____.; HOLLANDERS, D. A.; PONDS, E. H. M. Pension funds' asset allocation and participant age: a test of the life-cycle model. **The Journal of Risk and Insurance**, v. 79, n. 3, p. 595-618, 2012.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Relatório Final. **CPI – Fundos de Pensão**. Disponível em < <http://www2.camara.leg.br/atividade-legislativa/comissoes/comissoes-temporarias/parlamentar-de-inquerito/55a-legislatura/cpi-fundos-de-pensao/documentos/outros-documentos-1/relatorio-final-apresentado-em-12-04-16> >. Acesso em: 02 mai. 2018.

_____. Presidência da República Federativa do Brasil. **Lei Complementar nº 108, de 29 de maio de 2001**. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/LCP/Lcp109.htm. Acesso em: 02 mai. 2018.

_____. Presidência da República Federativa do Brasil. **Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2011**. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências. Disponível em:<http://www.previdencia.gov.br/arquivos-office/1_121019-143715-068.pdf>. Acesso em: 02 mai. 2018.

BREY, N. K.; CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; Bandeira-de-Mello, R. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98-124, 2013.

BROEDERS, D.; CHEN, A. Pension Benefit Security: a comparison of solvency requirements, a pension guarantee fund, and sponsor support. **The Journal of Risk and Insurance**, v. 80, n. 2, p. 239-272, 2013.

CHEN, S.; SUN, Z.; TANG, S.; WU, D. Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 2, p. 259-271, 2011.

CLAESSENS, S.; FEIJEN, E.; LAEVEN, L. Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 554-580, 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Contábil CPC n.º 33**, de 12 de dezembro de 2012. Benefícios a Empregados. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento>. Acesso em: 04 mai. 2018.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN n.º 3.792**, de 24 de setembro de 2009. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/coletanea-de-normas.pdf> >. Acesso em: 18 mai. 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Resolução CFC n.º 1.374**, de 08 de dezembro de 2011. Disponível em: http://www1.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo =2011/001374. Acesso em: 08 mai. 2018.

CONSELHO NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Resolução CGPC N.º 13**, de 01 de outubro de 2004. Estabelece princípios, regras e práticas de governança, gestão e controles internos a serem observados pelas entidades fechadas de previdência complementar – EFPC. Disponível em: http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/1_121019-143715-068.pdf>. Acesso em: 15 mai. 2018.

_____. **Resolução CGPC n.º 18**, de 28 de março de 2006. Estabelece parâmetros técnico-atuariais para estruturação de plano de benefícios de entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Disponível em: <http://sislex-previdencia.gov.br/paginas/72/MPS-CGPC/2006/18.htm>. Acesso em: 15 mai. 2018

_____. **Resolução CGPC n.º 28**, de 26 de janeiro de 2009. Dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/coletanea-de-normas.pdf> >. Acesso em: 15 mai. 2018.

_____. **Resolução CNPC n.º 08**, de 31 de outubro de 2011. Dispõe sobre os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, e dá

outras providências. Disponível em:< <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos-publicacoes/coletanea-de-normas.pdf> >. Acesso em: 15 mai. 2018.

CRUZ, P.B.; TEIXEIRA, A.; MONTE-MOR, D.S. O Efeito da desigualdade da distribuição de renda no crescimento econômico. **Revista Brasileira de Economia**, v. 69, n. 2, p. 163-186, 2015.

DREU, J.; BIKKER, J. **Pension fund sophistication and investment policy**. DNB Working Paper. n. 211, 2009.

FAN, J. P.H.; WONG, T.J.; ZHANG, T. Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. **Journal of Financial Economics**, v. 84, n. 2, p. 330-35, 2007.

FIRTH, M.; LIN, C.; LIU, P.; WONG, S. M. L. Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 6, p. 1144-1155, 2009.

FUNCHAL, B.; LOURENÇO, D.; MOTOKI, F.Y.S. Sofisticação dos investidores, liberdade de movimentação e risco: um estudo do mercado brasileiro de fundos de investimentos em ações. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 10, n. 28, p. 45-57, 2016.

HAN, N.; HUNG, M. Optimal asset allocation for DC pension plans under inflation. **Insurance: Mathematics and Economics**, v. 51, n. 1, p. 172-181, 2012.

HE, L.; LIANG, Z. Optimal investment strategy for the DC plan with the return of premiums clauses in a mean-variance framework. **Insurance: Mathematics and Economics**, v. 53, n. 3, p. 643-649, 2013.

HILLMAN, A.; KEIM, G. D.; SCHULER, D. Corporate Political Activity: A Review and Research Agenda. **Journal of Management**, v. 30, n. 6, p. 837-857, 2004.

HUANG, X.; MAHIEU, R. J. Performance Persistence of Dutch Pension Funds. **De Economist**, v. 160, n. 1, p. 17-34, 2012.

JACKOWICZ, K.; KOWALEWSKI, O. Crisis, internal governance mechanisms and pension fund performance: Evidence from Poland. **Emerging Markets Review**, v. 13, n. 4, p. 493-515, 2012.

KLUMPES, P. J. M.; MCCRAE, M. Evaluating the Financial Performance of pension Funds: An Individual Investor's Perspective. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 26, n. 3-4, p. 261-281, 1999.

LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços**: os donos do Brasil e suas conexões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LI, H.; MENG, L.; WANG, Q.; ZHOU, L. A. Political connections, financing and firm performance: evidence from chinese private firms. **Journal of Development Economics**, v. 87, n. 2, p. 283-299, 2008.

LIMA, S. V.; GALDI, C. F.; ILHA, F. H. Construção empírica e análise teórica do beta contábil: uma investigação no mercado acionário brasileiro sob a ótica de diferentes pressupostos econométricos. In: Congresso USP de Controladoria. **Anais...** São Paulo: USP, 2009.

MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Operação Greenfield. Disponível em: <<http://www.mpf.mp.br/df/sala-de-imprensa/docs/-greendfield-doc-10>>. Acesso em: 25 mai. 2018.

NIESSEN, A.; RUENZI, S. Political Connectedness and Firm Performance: Evidence from Germany. **German Economic Review**, v. 11, n. 4, p. 441-464, 2010.

PEREIRA, C.A.P.; NIYAMA, J.K.; SALLABERRY, J. D. A Economia de Escala no Custo Administrativo dos Fundos de Pensão Brasileiros. In: XX CONGRESSO BRASILEIRO DE CUTOS, Uberlândia. **Anais...** Minas Gerais: CBC, 2013.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E., K.; BARROS, L. A. B. C. O Ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 45, p. 63-72, 2007.

QUEISSER, M.; WHITEHOUSE, E.; WHITEFORD, P. The public-private pension mix in OECD countries. **Industrial Relations Journal**, v. 38, n. 6, p. 542-568, 2007.

SAAD, N. S.; RIBEIRO, C. O. Um modelo de gestão de ativo/passivo: aplicação para Fundos de benefício definido com ativos de fluxo incerto. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 2, p. 75-87, 2006.

SECRETARIA DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR. **Instrução SPC nº 34**, de 24 de setembro de 2009. Estabelece normas específicas para os procedimentos contábeis das entidades fechadas de previdência complementar, define a forma, o meio e a periodicidade de envio das demonstrações contábeis, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/coletanea-de-normas.pdf>>. Acesso em: 18 mai. 2018.

_____. **Instrução PREVIC Nº 28**, de 12 de maio de 2016. Estabelece procedimentos para certificação, habilitação e qualificação dos membros da diretoria-executiva, do conselho deliberativo, do conselho fiscal e dos demais profissionais de que trata a Resolução CNPC nº 19, de 30 de março de 2015, e dá outras providências. Diário Oficial [da] União da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 15 mai. 2018.

SOARES, E. R; GALDI, F. C. Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 57, p. 279-298, 2011.

SILVA, F. L.; CHAN, B. L.; MARTINS, G. A. Uma reflexão sobre o equilíbrio dos planos de benefícios de caráter previdenciário a partir das demonstrações contábeis dos Fundos de Pensão. **Revista de Informação Contábil**, v. 1, n. 1, p. 69-87, 2007.

SUN, J.; LI, Z.; ZENG, Y. Precommitment and equilibrium investment strategies for defined contribution pension plans under a jump–diffusion model. **Insurance: Mathematics and Economics**, v. 67, p. 158-172, 2016.

SUPERINTENDÊNCIA NACIONAL DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (PREVIC). **Guia Previc Melhores Práticas de Governança para Entidades Fechadas de Previdência Complementar**. Disponível em <<http://www.previc.gov.br/central-de-conteudos/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/melhores-praticas-de-governanca.pdf/view>> Acesso em: 02 mai. 2018.

WU, W.; WU, C, ZHOU, C.; WU, J. Political connections, tax benefits and firm performance: evidence from China. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 31, n. 3, p. 277-300, 2012.