



Influência das Práticas de Governança Corporativa no Retorno Acima da Meta Atuarial dos Fundos de Pensão Brasileiros

Fernando José Vieira Torres (UFPE) fjttorres@hotmail.com

Joséte Florêncio dos Santos (UFPE) jfs@ufpe.br

Moises Araújo Almeida (UFPE) moisesaraujoalmeida@yahoo.com.br

Adilson Celestino (UFPE) celestelima@uol.com.br

André Callado (UFPE) andrecallado@yahoo.com.br

Resumo: O presente artigo estuda se a rentabilidade acima da meta atuarial (retorno excessivo) das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) é influenciada pelas práticas de Governança Corporativas (GC). Para isso foram utilizados dados secundários pesquisados no ano de 2005 via websites, e, também, foi utilizado índices de governança que medem: equidade, transparência, responsabilidade corporativa e alinhamento. A amostra foi composta por 104 fundos que disponibilizaram as informações possíveis para formação deste índice. Os resultados estatisticamente significativos indicaram que o nível de Transparências dos fundos influencia positivamente o desempenho dos fundos de pensão, entretanto, o índice que mede a responsabilidade corporativa apresentou influência negativa nos mesmos. Portanto, boas práticas de governança parecem ter impacto no desempenho das EFPC.

Palavras-chave: Governança Corporativa; Meta Atuarial; Fundos de Pensão.

1. Introdução

Os estudos sobre governança corporativa são originários de 1932, com as pesquisas de Berle e Means sobre os problemas decorrentes da pulverização da propriedade das empresas americanas. Contudo tais evidências ganharam mais força recentemente, devido à crise de confiança nos EUA, que se seguiu aos escândalos corporativos envolvendo empresas como *Global Crossing, Tyco, Skandia, Enron, WorldCom*, que falharam em não serem transparentes na sua prestação de contas, contrariando os princípios de boas práticas de GC.

A participação de Investidores Institucionais (II) monitorando seus investimentos possivelmente contribuiria para uma maior transparência das empresas, mesmo eles não sendo perfeitos nesta ação, em função de seus conflitos de agência internos. Por outro lado, a presença de II (fundos de pensão, bancos, grupos de grandes investidores, fundos mútuos, etc.) no mercado de ações nos últimos anos tem sido apontada como um crescente e importante mecanismo de controle externo que vem afetando a governança das empresas do mundo todo (OLIVEIRA, 2005).

A alocação correta dos recursos, a opção sobre os tipos de planos de previdência ofertados, o nível de GC associada a cada fundo, a gestão do ativo/passivo influenciam nos resultados dos mesmos (LIMA et al, 2006), sendo estes frutos de aplicações com maior ou menor risco. No sentido de preservar os participantes das EFPC, o Governo Federal regulou as ações destas entidades com a Resolução nº13 do Conselho de Gestão da Previdência Complementar (CGPC), para praticarem melhores práticas de governança. A Resolução dá orientações que preservam a liquidez, a solvência e o equilíbrio econômico e atuarial dos planos de benefícios e da própria entidade.



Sendo assim, este artigo tem por objetivo investigar se existe relação entre as práticas de Governança Corporativa e o retorno excessivo das Entidades Fechadas de Previdência Complementar.

2. Referencial teórico

2.1 Entidades Fechadas de Previdência Complementar

Os fundos surgiram no Brasil na década de 70, impulsionados pelo forte crescimento da economia brasileira (liderada pelo Estado), por intermédio das companhias estatais. Existia um desequilíbrio entre a aposentadoria dos servidores públicos (já tinham direito à aposentadoria integral) e os trabalhadores das estatais (com vínculo empregatício regido pela CLT – Consolidação das Leis do Trabalho). Como forma de corrigir esse problema existente na época entre a previdência dessas duas classes, criou-se os fundos de pensão. Foi neste contexto que surgiu a lei 6.435/77 com o objetivo de regulamentar o funcionamento das EPCP no Brasil. (ABRAPP, 2008)

Por lidarem com a poupança de milhares de contribuintes, os fundos necessitam de práticas que garantam a transparência na gestão dos ativos/passivos; medidas claras de representatividade nos conselhos (administrativo e fiscal) e divulgação dos resultados, objetivando minimizar o risco da expropriação dos recursos e maximização do desempenho estabelecido. Fato que vai ao encontro do sentido da GC. Os princípios básicos aplicáveis são: transparência (capacidade que a empresa tem de informar seus resultados econômicos e demais fatores); equidade de tratamento da patrocinadora aos participantes (tratamento justo e igual a todos os grupos minoritários) e prestação de contas (os agentes devem prestar contas a quem os elegeu e responderem por seus atos).

2.2 Governança corporativa

Nem sempre os interesses do gestor estão de acordo com os do proprietário da empresa, resultando no chamado conflito de agência, decorrentes da separação entre propriedade e controle, conforme descrito por Jensen (1986), o que acaba influenciando no desempenho das empresas. Pode-se afirmar que a Governança Corporativa (GC) surgiu como uma das alternativas para minimizar tal conflito.

Carvalho da Silva (2004) destaca que mesmo os estudos sobre as questões relacionadas à GC possuem mais de 50 anos. Nações com economias mais desenvolvidas, assim como os mercados emergentes, tornaram o estudo da governança e sua aplicabilidade uma realidade. O autor afirma as pesquisas (a partir de 1980) nos Estados Unidos, Europa, Japão e países emergentes, teve como finalidade examinar os modelos de GC e seus efeitos sobre o desempenho, estrutura de capital e a política de dividendos. Entretanto, somente a partir da década de 90 (mais precisamente em 1992) é que foi publicado o primeiro código, como destaca o IBGC surgido nos Estados Unidos (chamado de Relatório *Cadbury*).

A empresa que adota boas práticas de Governança possui como pilares: a transparência, a prestação de contas (*accountability*), a equidade e a responsabilidade corporativa (IBGC, 2008). Segundo esta instituição, estes pilares podem ser vistos como:

Transparência – A Administração, além da obrigação, deve cultivar o desejo de informar, já que a boa comunicação interna e externa gera um clima de confiança, tanto internamente, quanto nas relações da empresa com terceiros. A comunicação não se deve limitar ao desempenho econômico-financeiro, mas deve abordar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que guiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.



Eqüidade – Tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários seja do capital ou das demais partes interessadas (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores.

Prestação de Contas – Os agentes da governança corporativa devem prestar conta de sua atuação a quem os elegeu e responderem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Responsabilidade Corporativa – Os Conselheiros e executivos devem zelar pela sustentabilidade (visão de longo prazo) das organizações. É uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. Devendo incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente.

2.3 Fundos de pensão e governança corporativa

O Brasil possui uma posição de destaque na América Latina por ser reconhecido internacionalmente pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), pela criação de diferentes níveis de GC da Bovespa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), como sendo um mercado preocupado com a prestação de contas aos investidores. Países como México, Argentina, Colômbia e Peru começaram a se preocupar com o tema (GC) a partir da década de 80 quando o sistema de seguridade social desses países sofreu reformas, passando do modelo de repartição simples para o modelo de capitalização.

Tais modelos podem ser diferenciados da seguinte forma: regime social contributivo (aposentadoria por repartição), que é aquele em que as prestações cobradas dos ativos contemporâneos financiam as pensões dos aposentados; já no regime por capitalização, o assalariado acumula ativos financeiros durante o período de atividade e recebe o produto de suas aplicações quando se aposenta. (IZERROUGENE, 2003). A mudança nos modelos de seguridade social resultou no crescimento do poder de capitalização dos fundos de pensão, que passaram a serem grandes investidores do Mercado de Capitais em muitas economias latinas. Em países como o Chile (Quadro 1), os ativos sob gestão dos Fundos equivalem a mais de 60% do Produto Interno Bruto (PIB), conforme a seguir:

Quadro 1 – Ativo dos fundos de pensão (% do PIB) nos países da América Latina

País/Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Argentina	7,2	7,7	11,7	12,5	12	12,3
Bolívia	10	11,5	14,4	18,3	19,6	22
Brasil	12,2	13,1	12,8	14,1	14,4	14,9
Chile	47,7	51,7	52,8	67,4	64	64,8
Colômbia	4,3	6	6,8	9,2	11,4	13,1
Costa Rica	-	0,1	0,8	1,7	2,6	3,6
El Salvador	3,7	5,8	7,7	10,4	13,6	17,1
México	2,9	4,4	4,9	5,6	6,3	7,2
Panamá	-	-	3,7	3,6	3,5	3,3
Peru	5,2	6,7	7,9	10,3	11,3	12
Uruguai	4	5,6	7,4	11	12,6	12,8

Fonte: Federação Internacional de Administradoras de Fundos de Pensão (FIAP), 2008

Para proteger os contribuintes dos fundos de pensão, no Brasil foi lançada em 2003 a Resolução CMN 3.121, com limitação do montante de investimentos realizados pelos



gestores dos fundos. Conforme pode ser visto no Quadro 2, a Resolução estabelece que o portfólio de ações desses fundos possa ser de até 50% dos seus investimentos em renda variável em algum dos três níveis de governança (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2). Eles podem investir somente 35% de seus portfólios no segmento regular do mercado. Desta forma, empresas que recebem recursos das EFPC e que não aderiram em algum desses níveis são estimuladas pelos mesmos a fazê-lo.

Quadro 2 – Limites de aplicação das EFPC

Segmento de aplicação		Modalidade de investimento	Limite (%)
Renda Fixa	Baixo Risco	Títulos de emissão do tesouro nacional	100
		Fundos de investimento no exterior	10
		FI, CDB, CPR-F, Debêntures, CRI, FID C	80
	Médio/Alto risco de Crédito	FI, CDB, CPR-F, Debêntures, CRI, FID C	20
Renda Variável		FI, Ações – Novo Mercado e Nível 2 da Bovespa	50
		FI, Ações – Novo Mercado e Nível 1 da Bovespa	45
		FI, Ações – Não citadas anteriormente	35
		Participações em SPE em inversão própria	20
		Infra-Estrutura (FIEE, FIP, Debêntures, SPE)	20
Imóveis		Imóveis (desenvolvimento, alugueis e FI imobiliário)	14
Empréstimos e Financiamentos		Empréstimos a participantes e assistidos	15
		Financiamento imobiliário a participantes/assistidos	10

Fonte: Resolução CMN 3.121 de 25/09/2003

Nota: FI - Fundos de Investimentos; CDB - Certificado de Depósitos Bancários; CPR-F - Cédula de Produto Rural Pré-Fixada; CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários; FIDC - Fundo de Investimentos em Direito Creditório; FIEE - Fundos de Investimentos em Empresas Emergentes; FIP - Fundos de Investimentos em Participações.

A Resolução 3.121 é considerada um marco no tocante a relação entre fundos e GC. Dentre vários aspectos diminui a independência do gestor em relação à política de aplicação de recursos visando uma gestão conservadora desses investimentos, na medida em que força a diversificação e induz que as aplicações em renda variável sejam feitas somente em empresas participantes dos níveis diferenciados de GC da Bovespa.

Podem-se destacar outros aspectos da Resolução tais como: ela estabelece que os fundos operem com limites de aplicações em determinados segmentos (Renda Fixa, Renda Variável, Imóveis, Empréstimos e Financiamentos) e não com mínimos (como era a Resolução anterior); deixa claro que os tipos de planos (BD e CD) devem ser geridos de forma independente e abre o leque para investimentos no Mercado de Opções (desde que não seja a descoberto), entre outros.

O fato de estabelecer limites por si só não satisfaz os princípios de uma gestão voltada para a redução dos riscos na aplicação dos recursos dos participantes, mas o conjunto dos fatores abordados pela mesma diminui a possibilidade de expropriação dos contribuintes. Ressalta-se que tal conceito de expropriação está associado a qualquer tipo de investimento que caracterize uma má gestão dos ativos.

A Resolução 3.121 aborda os riscos específicos aos fundos, mas não considera o risco do descasamento entre ativos e passivos no seu texto, mas subentende-se que tal risco é consequência de um controle falho dos outros tipos de riscos (mercado, operacional e liquidez).



Pode-se citar a Resolução 13 publicada em outubro de 2004 como sendo outro aspecto legal de incentivo e desenvolvimento da GC nos fundos porque a mesma detalha a estrutura de governança das EFPC. Para isso ela defende a utilização de código de boas práticas de GC, assim como ressalta a importância de uma atuação ativa do Conselho fiscal. Além disso, destaca a necessidade de verificar, por parte do fundo, o nível de competência técnica que o gestor de uma EFPC deve possuir, como também, verificar se existe uma estratégia para monitoramento dos riscos inerentes aos fundos, com controles internos constantes e a utilização de auditorias independentes, entre outros.

Oliveira (2005) apontou que o incentivo para monitorar e a eficiência variam de acordo com comunidade de investidores institucionais, sendo identificados dois tipos: sensíveis a pressão e os insensíveis. Os sensíveis possuem um relacionamento comercial, potencial ou corrente com as empresas em que possuem investimentos (bancos e companhias seguradoras), sendo menos ativos no monitoramento das empresas. Os insensíveis (fundos mútuos e os fundos de pensão) são menos amigáveis aos gestores das empresas na medida em que exercem uma postura ativa no monitoramento nas companhias em que possuem recursos aplicados.

Assim, é importante estudar como é a relação entre as práticas de governança dotadas pelos fundos de pensão

3. Aspectos metodológicos

Esta pesquisa buscou verificar empiricamente se o retorno excessivo (*rentabilidade acima da meta atuarial*) é influenciado pelas práticas de GC adotados pelas EFPC. A amostra foi composta por todos os fundos de pensão cadastrados na Secretaria de Previdência Complementar (SPC), que possuíssem e que disponibilizassem informações, estatutárias e financeiras referentes aos fundos de previdência complementar em seus *websites*, em 2005. *A priori* foram identificados 126 fundos para compor a amostra. Neste universo, 22 fundos de previdência foram excluídos por não terem todas as informações disponíveis. Assim, a amostra final foi de 104 fundos de pensão.

Os dados secundários foram coletados diretamente pelos pesquisadores a partir das informações disponibilizadas nos *websites* dos fundos de previdência complementar. A qualidade das práticas de governança dos fundos de pensão foi aproximada pelo valor encontrado para o somatório da pontuação (índice) das respostas positivas a um questionário elaborado especificamente para atender a este propósito. Este questionário foi composto por vinte e oito questões tabuladas em planilha Excel. As respostas foram expressas no modelo binário, sendo pontuadas com 1 (um) as respostas alinhadas positivamente às boas práticas de e 0 (zero) no caso contrário. As questões que compunham este índice de governança foram agrupadas de acordo com as seguintes dimensões: transparência, equidade, responsabilidade corporativa e alinhamento.

Neste estudo procurou-se relacionar se o retorno excessivo dos fundos é influenciado pela qualidade das práticas de governança dos mesmos. Os retornos excessivos atuam como variável dependente (explicada) e a qualidade das práticas de governança atuam como variável independente (explicativas) e Investimento por participante como variável de controle pressupondo a influencia dessas variáveis no desempenho dos fundos, conforme a seguir:

- Retorno excessivo – representa o desempenho superior dos investimentos realizados pelos fundos e será estimada a partir da diferença entre o retorno efetivamente obtido e a meta atuarial de cada fundo;



- Índice Global de Governança – IGG - (composto pela adição dos índices de governança referentes à: transparência, equidade, responsabilidade corporativa e alinhamento);
- Índice de transparência – TRANSP - composto por uso de códigos de governança corporativa e de ética, manuais de funcionamento e regulamento dos fundos, disponibilização de relatórios e o Demonstrativo Analítico de Investimentos e Enquadramento das Aplicações (DAIEA's), informativos, estatutos, políticas de investimento;
- Índice de Equidade – EQUID - composto pela natureza, origem e processo de definição dos membros da Diretoria Executiva e dos Conselhos Administrativo e Fiscal;
- Índice de Responsabilidade Corporativa – RESP - índice composto pelo uso de auditores independentes, pela capacidade exigida para os ocupantes de cargo nas instâncias administrativas dos fundos, regimentos internos, independência e autonomia dos gestores;
- Índice de Alinhamento – ALINH - Enquadramento dos percentuais das carteiras dos ativos investidos em relação aos limites estatutários para renda fixa, renda variável, imóveis e empréstimos, rentabilidade dos investimentos, metas atuariais, provisões e equilíbrio entre receitas e despesas.
- Investimento por Participante – ATIVPART – Elaborado através da divisão do total do ativo de cada fundo pelo número de participantes (considerou-se como número de participantes a soma dos contribuintes juntamente com o número de beneficiados).

Os indicadores representados pelas variáveis explicativas (IGGC, TRANSP, EQUID, RESP e ALINH), descritas anteriormente, foram calculadas através de escores que pontuavam entre 0 (zero) e 1 (um), conforme descrito abaixo:

1. Para o índice de Transparência (TRANSP), o 0 (zero) indicava nenhuma informação disponível e 1 (um) indicava informações totalmente disponíveis.
2. O índice da Equidade (EQUID) utilizou o mesmo critério (0-1), imputando 0 (zero) quando a patrocinadora tinha peso maior que os participantes na indicação dos membros dos conselhos e 1 (um) quando existia igualdade entre patrocinadora e participantes.
3. No índice de Responsabilidade Corporativa (RESP), as questões foram relacionadas, também seguindo o mesmo critério, em relação a: composição da diretoria executiva; autonomia e independência dos diretores e conselheiros; capacidade técnica e formação dos gestores; existência de regimento interno; se existia auditoria interna; se existia comitê de investimento; se existia código de boas práticas de governança; se existia código de ética, manual de controles interno e mapeamento do risco.
4. Quanto ao índice do Alinhamento (ALINH), foi verificado se os investimentos (composição da carteira) estavam ou não de acordo com a política de investimentos e se estavam enquadrados nos limites máximos pré-estabelecidos e conforme as premissas atuarias.



A primeira abordagem da análise consistiu em investigar a natureza das relações existentes entre as distintas dimensões de governança corporativa. Esta etapa foi conduzida através de um teste de correlação entre as variáveis. Em seguida, foi utilizado o modelo apresentado na equação 1, que procurou relacionar a qualidade das práticas de governança dos fundos de pensão com os retornos excessivos (ou extraordinários) dos mesmos, conforme a seguir:

$$y = \beta_0 + \beta_1x + \beta_2k + u_i \quad (1)$$

onde:

y = retorno acima da meta atuarial;

x = índices de governança corporativa, podendo ser o índice de governança global (IGG) ou cada uma das suas dimensões (TRANSP, EQUID, RESP e ALINH);

k = variável de controle;

β_i = parâmetros

u_i = resíduos ($i = 0, 1, 2, 3...$);

Os dados foram tratados no aplicativo *Econometric Views* (EViews) para identificar suas relações através do procedimento analítico geral, considerando os graus de significância de 99%, 95% e 90%. Foram consideradas as seguintes hipóteses:

H_0 : o retorno excessivo é influenciado pelas práticas de GC

H_1 : o retorno excessivo não é influenciado pelas práticas de GC

4. Análise dos resultados obtidos

Ao analisar as correlações entre as variáveis explicativas do modelo proposto. De acordo com a tabela 1 a seguir, todas variáveis possuem correlação positiva (entretanto a baixos níveis), todas foram significativas a 1% exceto a relação EQUID e TRANSP que foi a 5%. Este resultado vai ao encontro da literatura sobre GC que considera as dimensões do IGGC relacionadas entre si de maneira positiva e que aumentos isolados nesses índices ocasionarão uma elevação no IGGC, já que é obtido da soma destes índices.

Tabela 1 – Matriz de correlação entre as variáveis explicativas

Índices	TRANSP	EQUID	RESP	ALINH
TRANSP	1			
Prob	-			
EQUID	0,236074	1		
Prob	0,016	-		
RESP	0,543481	0,477004	1	
Prob	0	0	-	
ALINH	0,293085	0,298071	0,312034	1
Prob	0,003	0,002	0,001	-

Inicialmente testou-se o efeito conjunto dos índices relacionados às práticas de governança dos fundos com seus retornos excessivos, em 2005. As variáveis explicativas



foram: TRANSP, EQUID, ALINH e RESP; como variável de controle ATIVPART, conforme apresentado na tabela 2.

Tabela 2 – Regressão linear múltipla considerando as variáveis de GC, variável de controle e a variável do desempenho retorno excessivo (amostra completa)

Variável Dependente: RETEXCES				
Variáveis	Coefficiente	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.454.038	1.714.271	0.848196	0.3999
TRANSP	1.097.457	0.499912	2.195.302	0.0322
EQUID	0.553410	0.565394	0.978803	0.3318
RESP	-0.660616	0.375625	-1.758.714	0.0840
ALINH	0.073186	0.449135	0.162948	0.8711
ATIVPART	-0.152630	0.130040	-1.173.710	0.2454

Observa-se que o índice relativo à transparência (TRANSP) apresentou relação positiva significativa a 5% com os retornos excessivos dos fundos de pensão, enquanto o índice de responsabilidade (RESP) apresentou relação negativa (significativa a 10%). Isto indica que os fundos que mantêm maior nível de transparências têm retorno acima de suas metas atuariais, entretanto, contrariamente aos resultados esperados, os fundos que mantêm maior responsabilidade corporativa, como auditores independentes, regimentos internos e gestores independentes, impactaram negativamente nos retornos dos fundos. AS outras variáveis de governança (EQUID e ALINH) impactaram positivamente, embora sem significância estatística.

Este resultado indica que estudos mais aprofundados sobre o impacto da governança na gestão de fundos de previdência complementar, devem ser realizados de modo que se possam identificar como cada dimensão colabora efetivamente com este resultado. Para analisar o impacto de cada dimensão (isolada ou conjuntamente), foram testados diversos modelos, conforme tabela 3 a seguir, considerando-se nível de significância de 1%, 5% e 10%.

Considerados isoladamente, os índices de equidade (EQUID), responsabilidade corporativa (RESP) e de alinhamento (ALINH) não obtiveram estatisticamente significância, enquanto o índice de transparência (TRANSP) obteve significância a 10% quando analisado isoladamente ou quando realizada interpretação conjunta com a variável de controle o índice de ativo por participante (ATIVPART).

Tabela 3 – Influência das variáveis explicativas sobre o retorno excessivo

		Retorno Excessivo							
Variáveis		A	B	C	D	E	F	G	H
constante	b	-0,279312	1,669189	-0,373876	1,550657	0,313845	1,785840	-0,193265	1,738205
	t	-0,307117	0,999072	-0,356734	0,899218	0,330984	1,081875	-0,173887	1,027551
	sig	0,759800	0,321600	0,722500	0,372000	0,741800	0,283500	0,862500	0,308400
TRANSP	b	0,855086	0,836002	0,862762	0,848549	1,055583	1,019094	0,821127	0,848936
	t	1,802108	1,773769	1,797831	1,781200	2,207898	2,129464	1,679008	1,752705
	sig	0,076200	0,080900	0,077000	0,079800	0,030900	0,037200	0,098400	0,084800
EQUID	b			0,090472	0,152608				
	t			0,185950	0,314707				
	sig			0,853100	0,754000				
RESP	b					-0,607748	-0,542727		
	t					-1,854164	-1,631286		
	sig					0,068400	0,107900		
ALINH	b							-0,068193	0,156973
	t							-0,167781	0,365700
	sig							0,867300	0,7159
ATIVPART	b		-0,166275		-0,169771		-0,131028		-0,194123
	t		-1,386146		-1,399236		-1,088.637		-1,502923
	sig		0,170600		0,166700		0,2805		0,138200



Analisando a tabela 3 percebe-se que ao combinar o índice TRANSP conjuntamente com o índice RESP (sem considerar a variável de controle ATIVPART – modelo E) os resultados apresentam-se estatisticamente significativos a 5% e 10% respectivamente. Já ao inserir a variável de controle ATIVPART nesta combinação (modelo F), o índice RESP deixa de ser estatisticamente significante, apesar de manter o sentido de sua influência.

Tabela 4 – Influência das variáveis explicativas sobre o retorno excessivo (2)

Retorno Excessivo						
Variáveis		I	J	K	L	M
constante	b	-0,128164	1,655268	0,206379	1,806716	-0,049987
	t	-0,125026	0,950736	0,184216	1,078398	-0,043755
	sig	0,90090	0,34570	0,85450	2,85300	0,96520
TRANSP	b	1,1648420	0,850154	1,034028	1,033356	1,105807
	t	2,3920360	1,741022	2,075992	2,085800	2,205062
	sig	0,019800	0,087000	0,042300	0,041400	0,031400
EQUID	b	0,590361	0,122575			0,62020
	t	1,1213860	0,236321			1,098961
	sig	0,266400	0,81400			0,27630
RESP	b	-0,787102		-0,566124	-0,501317	-0,739025
	t	-2,161687		-1,682894	-1,481374	-1,992853
	sig	0,034500		0,097700	0,143900	0,051000
ALINH	b		0,122781	0,029865	0,210537	-0,108384
	t		0,269101	0,073815	0,493644	-0,256215
	sig		0,788800	0,941400	0,623400	0,798700
ATIVPART	b		-0,193304		-0,16544	
	t		-1,484036		-1,279180	
	sig		0,138200		0,168200	

Considerando todos os modelos da tabela 4, observa-se que o índice TRANSP manteve o sentido positivo e a significância estatística em todos. Já a variável RESP permaneceu com o mesmo sentido em todos, exceto no modelo L, que teve a influência do índice de Alinhamento (ALINH) e a variável de controle. Por outro lado, quando todos índices foram testados conjuntamente (sem a variável de controle, modelo M), o índice Alinhamento (ALINH) inverteu o sentido da sua influência sobre os retornos excessivos, podendo dizer que não ficou definido como é a influência desta variável.

Nesse estudo realizou-se também, uma análise comparativa entre os sinais de influência de cada índice sobre os retornos acima da meta atuarial das EFPC quando são diferenciados entre públicos e privado. Inicialmente foram estimados, nos modelos, os fundos públicos e depois, os privados. Considerando a mesma hipótese (o retorno acima da meta atuarial é influenciados pelas quatro dimensões de GC).

Tabela 5 – Regressão linear múltipla entre as variáveis de GC, a variável de controle e a variável do desempenho retorno retorno excessivo (considerando as EFPC públicas)

Variável Dependente: RETEXCES				
Variáveis	Coefficiente	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.142304	1.525.886	0.093260	0.9265
ALINH	-0.428515	0.415685	-1.030.864	0.3129
EQUID	0.945909	0.705073	1.341.576	0.1923
RESP	-0.878097	0.471402	-1.862.736	0.0748
TRANSP	1.356.854	0.459970	2.949.873	0.0070
ATIVPART	-0.036558	0.116228	-0.314532	0.7558



Analisando a tabela 5 percebe-se que o índice de transparência (TRANSP) obteve significância a 1%, responsabilidade (RESP) a 10%, enquanto que equidade (EQUID), alinhamento (ALINH) e ativo por participante (ATIVPART) não obtiveram significâncias estatísticas, mantendo resultados anteriores. Através da interpretação dos coeficientes chega-se a conclusão que a cada ponto de aumento na TRANSP promove um acréscimo de 1,36 no retorno excessivos dos fundos de pensão públicos e o índice EQUID causa 0,94 pontos no retorno excessivo dos fundos. Entretanto, o índice de responsabilidade corporativa (RESP) manteve o sinal negativo de sua influência promovendo um decréscimo de 0,88. O índice de alinhamento (ALINH) manteve o sinal negativo observado antes influenciando em -0,43 o retorno excessivo cada aumento na sua pontuação.

Tabela 6 – Regressão linear múltipla entre as variáveis de GC, a variável de controle e a variável do desempenho retorno excessivo (considerando as EFPC privadas)

Variável Dependente: RETEXCES				
Variáveis	Coefficientes	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.922.086	3.386.695	1.158.086	0.2570
ALINH	1.420.347	1.108.286	1.281.571	0.2109
EQUID	0.809595	0.897321	0.902236	0.3749
RESP	-0.877035	0.614240	-1.427.837	0.1648
TRANSP	1.118.671	0.932997	1.199.008	0.2409
ATIVPART	-0.485566	0.297059	-1.634.576	0.1137

Quando analisamos para o grupo de EFPC privadas (tabela 6) percebe-se que nenhuma das variáveis obteve significância estatística. Neste caso, a variável Alinhamento (ALINH) inverteu o sentido de sua influência nos retornos excessivos, passado a influenciar negativamente.

Tabela 7 – Análise comparativa dos coeficientes em relação ao retorno excessivo

Variáveis	Amostra Completa	Fundos Públicos	Fundos Privados
ALINH	+	-	+
EQUID	+	+	+
RESP	-	-	-
TRANSP	+	+	+
ATIVPART	-	-	-

A tabela 7 apresenta uma síntese do sinal da influência de cada indicador de governança dos fundos de pensão, junto com a variável de controle que indica a razão entre o valor do fundo pelo número de participantes no mesmo. Percebe-se apenas o índice que mede o Alinhamento dos fundos teve diferenciação na sua influência nos retornos excessivos dos fundos, quando consideramos separadamente os fundos públicos e privados. Sobre o índice de equidade assim como o de transparência, ambos provocam acréscimo no retorno excessivo tanto na amostra completa quanto na distinção entre públicos e privados. O índice de responsabilidade e a variável de controle (ATIVPART) provocam um efeito contrário no retorno excessivo, ou seja, decréscimo quando considerada amostra completa ou na sua subdivisão.

Considerações finais

A literatura evidencia que boas práticas de governança contribuem positivamente para as companhias de capital aberto através da valorização de suas ações no mercado e como também influenciarem positivamente as empresas de capital aberto que não têm ações



negociadas em bolsa, conforme indicam pesquisas anteriores. De acordo com esta pesquisa foi observado que existe significância estatística que indica que boas práticas de governança nos retornos excessivos dos fundos de pensão brasileiros em 2005.

Os resultados apresentados para os índices relativos à Transparência (TRANSP) e Responsabilidade Corporativa (RESP) foram estatisticamente significativos, embora com sinais invertidos, podendo ser apontados como influenciadores do retorno excessivo dos fundos de pensão. Por outro lado, não ficou preciso o sentido da influência sobre os retornos excessivos do índice Alinhamento (ALINH) que inverteu o seu sentido quando esteve em modelo com todos os outros índices de governança.

Quando a análise foi realizada considerando separadamente dois blocos (públicos e privados) e considerando o índice de ativo por participante como variável de controle, os resultados estatisticamente não foram significantes para os fundos privados. Ressalta-se a necessidade de estudos mais aprofundados devem ser realizados no futuro.

Provavelmente a política de aplicação de recursos (o percentual que é aplicado em renda fixa, variável, imóveis e empréstimos) pode ser testada como variável de controle, juntamente com a variável utilizada neste estudo (ATIVPART). Isso porque dependendo dessa política de gestão, que pode ser classificada como: ativa (objetivando retornos acima do mercado) e passiva (retornos iguais a carteira de mercado – índice Bovespa), pode-se obter resultados interessantes. Sabe-se que o fundo tem suas aplicações pautadas por limites legais (através da Resolução 3.121), ou seja, o fundo tem pouca opção de procurar um retorno excessivo acima do mercado ou igual ao mercado.

Na análise comparativa dos sinais dos coeficientes, pode-se dizer que os índices de equidade e transparência influenciam positivamente o retorno excessivo dos fundos, já a responsabilidade corporativa e o índice de ativo por participante influenciam negativamente. Por fim, o índice de alinhamento considerando amostra completa e os fundos privados ele influencia positivamente e quando considerado somente os fundos públicos ele exerce uma influência negativa, portanto, influencia de forma diferencial os dois grupos de fundos, merecendo ser mais explorados em trabalhos futuros.

Referências

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DOS FUNDOS DE PENSÃO – ABRAPP. Disponível em <http://www.abrapp.org.br>. Acesso em 20/mar/2008.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property.** New York: MacMillan, 1932.

BLECHER, Flavia Coutinho de Moura Vallim. **Gestão de ativos de fundos de pensão: práticas de governança, estrutura de controle e remuneração.** Dissertação, Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, 2004.

BRASIL. Lei 6.435/77. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6435.htm>. Acesso em 20/mar/2008.

BRASIL, Resolução BC Nº 3.121, de 25 de setembro de 2003 Altera e consolida as normas que estabelecem as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em http://www.mps.gov.br/docs/pdf/resolucao_3121.pdf. Acesso em 21/mar/2008.

BRASIL, Resolução CGPC Nº 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.previminas.com.br/Arquivos/CGPC13.pdf>. Acesso em 21/mar/2008.



CARVALHAL-DA-SILVA, A.; Leal. **Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras**. Revista de Administração. São Paulo, vol.38, n.4, out/nov/dez. 2004.

CARVALHO, A. G. **Efeitos da migração para níveis de governança da Bovespa**. Anais do 3ºSBBFIN, São Paulo, FEA/USP, julho 2003.

FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DE ADMINISTRADORAS DE FUNDOS DE PENSÃO (FIAP). Disponível em http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/edic/base/port/inicio.html. Acesso em 21/mar/2008.

HESS David; IMPAVIDO, Gregorio. **Governance of Public Pension Funds: Lessons from Corporate Governance and International Evidence**. The World Bank Financial Sector Operations and Policy Department August 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). Disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/>. Acesso em 20/mar/2008.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>. Acesso em 15/mar/2008.

IZERROUGENE, Bouzid. **O modelo previdenciário por capitalização: ganhos e perdas**. Disponível em www.nec.ufba.br/artigos/Artigos/Revista_Analise_e_Dados/2003. Acesso em 21/mar/2008.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-29, 1986.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, v.º04, n.8, p. 209- 231, Dezembro 1997b.

LIMA, Adilson C; SANTOS, Josete F dos; JÚNIOR, Aldemir Barreto, CALLADO, André Cunha. **Qualidade das Práticas de Governança dos Fundos de Previdência Complementar Fechados Brasileiros e o Desempenho**. Aguardando aprovação. Recife, 2006.

OLIVEIRA, Rodrigo Miguel de. **A influência dos investidores institucionais nas políticas de governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação, Rio de Janeiro, COPPEAD/UFRJ, 2005.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (OCDE). Estudos econômicos da OCDE Brasil. Disponível em www.mte.gov.br/observatorio/Completo_OCDE.pdf. Acesso em 28/mar/2008.